

Intervention de Jacques de Larosière

Version anglaise et version française

The problem can be summarized as follows

A first way to look at the future is to focus on the few reassuring elements that we can analyze:

- Energy prices should normally start to decelerate
- Inflationary expectations point to a peak before the end of the year with a decline in 2023 to reach the 2% target in 2024
- We do not see any significant increase in wages for the moment
- Finally, some believe that inflation is self-regulating insofar as the decline in real household incomes helps to moderate the inflationary environment.

According to this view, a very gradual normalization of monetary policy, pushing nominal rates towards neutrality, would have the merit of both reducing inflation and moderating the recessionary effects of this action.

This is the view that seems to prevail in Europe today, unlike in the United States. This approach is based on the idea that inflation in Europe is the result of supply-side problems (oil and gas prices and disruption of production chains). When this is the case, one school of thought suggests that the solution cannot be found in positive real interest rates and monetary policy alone. On the contrary, it is necessary to avoid that a too hasty tightening of monetary policy endanger the maintenance of sufficient economic growth.

*

Is this view of things that I have just summarized without caricaturing it valid?

I personally believe that the credibility of this view suffers from the fact that it dismisses from the outset a certain number of factors that cannot be eliminated a priori.

I will mention some of them:

- Oil and gas prices will probably tend to stabilize, but long-term considerations (e.g. ecological transition, reconfiguration of value chains, etc.) explain that these prices should continue to rise, which will perpetuate a certain continuous rise in this sector
- While wages in Europe have not yet reacted much to inflation, they are nevertheless starting to be revised upwards. Let us not forget the trend towards systematic indexation that many European countries showed in the decade of the 1970s. In this perspective, the assumptions of the ECB (4% wage increase in 2022) seem pretty optimistic.
- The depreciation of the euro-dollar exchange rate and the current expansionary fiscal policies in this geopolitical environment are also fueling inflationary risks in Europe.
- Finally, we must be wary of the notion of inflation expectations. The truth is that the methodology to evaluate them is more than uncertain. From this point of view, it is a bit circular to claim that monetary policy will reach neutrality when nominal rates reach - if they reach! - the 2 to 2.5% range. After the increase of 75 percentage points of yesterday it seems a bit far reaching to consider that monetary policy is moving towards neutrality when nominal rates of 0,75% can be compared to 9% inflation.

Given the uncertainties recently highlighted by Messrs Nagel and Knot in particular, I believe that procrastination carries financial stability risks that a central bank dedicated to monetary stability cannot take.

Le problème est le suivant :

Une première manière de regarder l'avenir consiste à se concentrer sur les quelques éléments rassurants que l'on peut analyser :

- Normalement les prix de l'énergie devraient commencer à décélérer
- Les anticipations inflationnistes pointent vers un sommet avant la fin de l'année avec un déclin en 2023 pour atteindre l'objectif de 2% en 2024
- On ne voit pas pour le moment d'augmentation notable des salaires
- Enfin, l'inflation serait selon certains auto régulatrice dans la mesure où la baisse des revenus en termes réels des ménages contribue à modérer l'environnement inflationniste.

Selon cette vue, une normalisation très graduelle de la politique monétaire poussant les taux nominaux vers la neutralité aurait le mérite à la fois de réduire l'inflation tout en modérant les effets récessifs de cette action.

C'est cette conception qui semble prédominer aujourd'hui en Europe contrairement aux Etats Unis. Cette vue est fondée sur l'idée que l'inflation en Europe est le résultat de problèmes touchant à l'offre (prix du pétrole et du gaz et disruption des chaînes de production). Quand il en est ainsi, une école de pensée suggère que la solution ne peut être du seul ressort des taux d'intérêt et de la politique monétaire. Au contraire il faut éviter qu'un resserrement trop hâtif de la politique monétaire puisse mettre en danger le maintien d'une croissance économique suffisante.

*

Cette vue des choses que je viens de résumer sans la caricaturer est-elle valable ?

Je crois personnellement que la crédibilité de cette vue souffre de ce qu'elle écarte d'emblée un certain nombre de facteurs que l'on ne saurait éliminer a priori.

J'en cite quelques-uns :

- Les prix du pétrole et du gaz vont sans doute tendre à se stabiliser mais des considérations à long terme (transition écologique, reconfiguration des chaînes de valeur...) expliquent que ces prix vont continuer à augmenter ce qui perpétuera une certaine hausse continue de ce secteur
- Si les salaires n'ont pas encore beaucoup réagi en Europe à l'inflation, ils commencent néanmoins à être révisés à la hausse. N'oublions pas la tendance à l'indexation systématique qu'ont montrée un grand nombre de pays européens dans la décennie des années 70
- La dépréciation du taux de change euro – dollar et les politiques budgétaires expansionnistes actuelles dans cet environnement alimentent aussi les risques inflationnistes en Europe
- Enfin, il faut se méfier de la notion d'anticipation en matière d'inflation. La vérité, c'est que la méthodologie est plus qu'incertaine. De ce point de vue, c'est un raisonnement un peu circulaire que de prétendre que la politique monétaire va atteindre la neutralité lorsque les taux nominaux atteindront – s'ils l'atteignent ! - l'étiage de 2 à 2, 5%.

Etant donné ces incertitudes mise en lumière par Messieurs Nagel et Knot en particulier, je pense que la procrastination comporte des risques qu'une banque centrale vouée à la stabilité monétaire ne saurait prendre à un moment où la vigueur de la consommation ajoute au tableau un élément à la demande.