
Le bilan de Jean-Claude Trichet

Michel Dévoluy*

Mario Draghi a succédé à Jean-Claude Trichet à la tête de la BCE le 1er novembre 2011. Après huit années de présidence, c'est l'heure d'un bilan. Celui-ci est d'autant plus intéressant qu'il inclut la gestion d'une crise majeure. Par ailleurs, et puisque l'euro est une toute jeune monnaie, le regard que l'on peut porter sur l'action de son gouverneur offre une vue d'ensemble sur l'institution elle-même.

Jean-Claude Trichet fut tout au long de sa gouvernance de la zone euro, du 1er novembre 2003 au 31 octobre 2011, un banquier central orthodoxe, très orthodoxe. C'est d'ailleurs exactement ce que lui demandaient les traités¹. Les chiffres sont ici éloquents. Le taux d'inflation européen a toujours été en dessous de celui des Etats-Unis de 2003 à 2008 (environ 2% contre 3%). Par contre, sur la même période, le taux de chômage en Europe fut en moyenne supérieur de 3 points à celui d'outre atlantique. L'évolution de l'activité économique traduit largement la même réalité puisque le taux de croissance fut plus fort aux Etats-Unis que dans la zone euro, avec l'exception des années 2007 et 2008 liée à la violence de la crise des *subprimes* en Amérique. Bref, en Europe, J.-C. Trichet a respecté à la lettre la rigueur monétaire, tandis que les performances de l'économie réelle sont restées modestes. Face à la crise qui se déclencha aux Etats-Unis en juillet 2007, la gestion de Jean-Claude Trichet fut à la fois loyale par rapport aux principes fondateurs de l'union monétaire et innovante du point de vue stratégique. En effet, la BCE a su concilier l'objectif de stabilité des prix avec une bonne réactivité pour contrer les chocs financiers, même si on observe, au départ, un certain décalage.

La crise financière s'est immanquablement déversée sur l'économie réelle en entraînant une sévère récession pour, au final, déboucher sur les importants problèmes des dettes souveraines que nous connaissons aujourd'hui. La crise a donc une double face : elle touche à la fois la sphère monétaire et la sphère réelle. D'un côté, les problèmes

financiers paraissent assez terrifiants dans la mesure où ils laissent imaginer le chaos possible d'un déferlement systémique. De l'autre, la détérioration de la conjoncture et de l'emploi semble moins alarmante sur le très court terme. Cette dichotomie des urgences est parfaitement en résonance avec la doctrine qui sous-tend la construction de l'Union économique et monétaire et, en particulier, la politique de la BCE. Le maintien de la stabilité monétaire et financière est aux avant-postes, tandis que le soutien à l'économie réelle et la conservation de la cohésion sociale sont à l'arrière plan.

La politique de J.-C. Trichet s'apprécie en fonction de la pertinence des réponses qu'il a su apporter aux exigences posées par les traités européens. Concrètement, cela concerne deux axes principaux. Le premier relève de l'objectif de stabilité des prix, le second porte sur la stabilité financière. Notons que la question de la politique de change n'est pas retenue explicitement ici car le traité (art. 219 TFUE) précise que la BCE conduit cette politique en tenant compte à la fois de son objectif de stabilité des prix et de la souveraineté des Etats en la matière. De fait, la BCE n'a pas de véritable maîtrise sur la politique de change de l'euro vis-à-vis des monnaies tierces : c'est une affaire de souveraineté nationale des Etats membres.

Il est naturellement tentant de faire porter sur le Président de la BCE l'essentiel des critiques adressées à l'euro et, plus généralement, aux limites de la construction monétaire européenne. Mais la cible est ailleurs : elle est dans les traités et dans la doctrine économique et monétaire portée par l'UE.

¹ Les traités en vigueur, signés à Lisbonne le 13 décembre 2007, sont le Traité sur l'Union européenne (TUE) et le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE).

* Université de Strasbourg, BETA

L'orthodoxie de la rigueur avant la crise

Concernant l'objectif de stabilité des prix, son caractère impératif est clairement énoncé dans les traités européens. Ceci posé, il convient de préciser que, si cet objectif est atteint, alors la BCE peut appuyer les politiques de relance de l'UE. Mais cette condition est difficile à remplir. En effet, la BCE a décidé que la stabilité des prix correspondait à un taux d'inflation durablement calée sur 2% par an. De plus, la BCE doit être convaincue qu'aucune tension crédible n'existe pour que cette valeur totémique de 2% soit dépassée dans une perspective de moyen terme.

De fait, la BCE a su maîtriser l'inflation sur cet objectif. Ainsi, jusqu'en 2007, la BCE a coulé des jours relativement tranquilles. La BCE a formellement porté son attention sur la situation économique réelle en notant le faible dynamisme de la zone euro. Mais elle l'a fait en réagissant de façon récurrente avec le même argument : le maintien de la stabilité des prix dans la zone euro est le meilleur des services qu'elle rend au soutien, sur le moyen et long terme, à l'emploi et à la croissance. Et J.-C. Trichet fut un expert en la matière. En cela, il s'est montré responsable par rapport aux traités. Par ailleurs, comme président, il a systématiquement fait preuve de transparence en présentant régulièrement les choix opérationnels de la BCE en matière de politique monétaire.

Bien sûr, des voix se sont élevées contre le rigorisme de la BCE face à l'atonie de la conjoncture. Mais les réponses étaient invariantes. D'une part, disait J.-C. Trichet, la BCE ne fait que remplir scrupuleusement la mission assignée par les traités. D'autre part, la BCE est convaincue que la stabilité monétaire est une condition préalable à toute une croissance stable créatrice d'emplois dès lors, ajoutait-il, que deux autres conditions sont remplies : la réalité d'une concurrence libre et non faussée et le respect par les Etats des normes budgétaires fixées par le Pacte de stabilité et de croissance.

Concernant la stabilité financière, la BCE a également rempli ses objectifs, à tout le moins jusqu'à la crise. La stabilité financière se construit à travers quatre sédiments :

- Un bon contrôle prudentiel pour maîtriser les risques liés aux défaillances bancaires ;

- un marché interbancaire efficace qui assure la liquidité des paiements entre les intermédiaires financiers ;
- une désegmentation des marchés financiers nationaux qui favorise l'efficacité du système ;
- la présence d'un « prêteur en dernier ressort » afin d'approvisionner en liquidités les intermédiaires financiers, ou les Etats, en défaut de paiement.

Jusqu'à la crise, la BCE a œuvré dans les trois premières directions tandis qu'elle n'a pas eu à se confronter à la question du prêteur en dernier ressort :

L'adaptabilité de la rigueur face à la crise

La crise va bousculer la stratégie de la BCE. Son président Mr. Trichet sera désormais sur le devant de la scène. Au départ de la crise, à la mi-2007 aux Etats-Unis, la Fed (la Banque centrale américaine) a réagi vite et fort en baissant ses taux pour préserver la liquidité bancaire et éviter une crise systémique. Puis, elle a continué cette politique de baisse des taux afin de soutenir la conjoncture économique, ce qui est explicitement dans son mandat. Ainsi, le taux de la Fed a-t-il décliné jusqu'à 1% le 28 octobre 2008. Sur cette lancée, la Fed inscrira finalement son taux, le 16 décembre 2008, dans une marge de fluctuation entre 0 et 0,25%.

Pendant ce temps, la BCE reste d'abord préoccupée par l'inflation. Ainsi, et malgré le déclenchement de la crise, elle augmente son taux principal de refinancement le 6 juin 2007 à 4%, puis à 4,25% le 3 juillet 2008. Elle attendra plus d'un an, le 8 octobre 2008, pour commencer à diminuer ses taux de 0,50%. A partir de là, la baisse s'accélère : 0,50% le 6 novembre, 0,75 le 4 décembre pour atteindre 2,50%. Ce taux descendra jusqu'à 1% le 7 mai 2009. Il remontera par la suite à 1,25% le 7 avril 2011, puis 1,50% le 7 juillet. Il est revenu à 1,25% le 3 novembre 2011, trois jours après l'accès de Mario Draghi à la présidence de la BCE (une nouvelle baisse à 1,00% est effective depuis le 14 décembre 2011).

La BCE s'est donc vraiment assurée de l'installation durable de la stabilité des prix pour s'engager dans une baisse des taux à la fin 2008. En première analyse, cet attentisme très prudent ne semble pas être à la mesure des tensions apparues sur le marché interbancaire. En réalité, la BCE est assez vite apparue réactive face à la dégradation du

marché interbancaire sur un autre terrain que celui des taux. Elle a mis en place, sous l'impulsion soutenue de son président, une série de mesures qualifiées de « non conventionnelles ». L'expression choisie est d'ailleurs savoureuse lorsqu'on sait qu'elle provient du temple de l'orthodoxie. Au-delà des mots, l'enjeu est ici de faciliter l'accès des banques à plus de liquidités tout en maintenant l'impératif de stabilité des prix. La BCE s'est donc positivement engagée afin de préserver la stabilité financière et éviter une crise systémique.

Les mesures mises en œuvre s'appuient sur deux axes complémentaires : d'une part, l'augmentation directe des liquidités fournies aux banques et, d'autre part, un relâchement de la qualité des garanties exigées par la BCE pour fournir ces liquidités. Les premières mesures datent d'octobre 2008. Les autres ont été prises dans les mois qui ont suivi². Ainsi, la BCE a-t-elle décidé d'allonger la durée des prêts accordés aux banques et de faciliter la gestion des réserves obligatoires que doivent constituer les banques. Elle a également fourni des liquidités en quantités illimitées dans le cadre de ses opérations au jour le jour tout en modifiant ses procédures d'appels d'offre. De même, la BCE a abaissé le seuil de la qualité des titres qu'elle accepte en garanties de ses prêts. Dans la même logique, elle a admis en garantie des titres émis dans la zone euro, mais libellés en dollars, en livres et en yens. Notons que, depuis juillet 2009 la BCE accepte d'acheter des obligations dites « sécurisées », c'est-à-dire qui offrent des garanties portant sur des titres particulièrement sûrs.

Cette stratégie a réussi puisque il n'y eu ni panique bancaire ni crise systémique. Par la suite, la crise financière s'est déversée sur la sphère réelle en entraînant un net recul de l'activité économique. Face au ralentissement massif des économies, la BCE s'est contentée d'insister sur le fait que sa politique rigoureuse de maîtrise de l'inflation et ses mesures non-conventionnelles sont des gages suffisants en la matière. La justification de cette attitude a déjà été soulignée plus haut : la responsabilité de la BCE, contrairement à celle de la Fed, n'est pas engagée dans les politiques de relance conjoncturelle.

La BCE a souhaité, dès que possible, abandonner ces mesures non

conventionnelles. Mais, face à la persistance de la dégradation générale, elle a dû se résoudre à les proroger. En adoptant une vision très positive face aux choix de la BCE, on peut voir dans le maintien de ses mesures un soutien indirect aux activités de crédit bancaire et donc, au final, à la conjoncture.

Après une accalmie relative à la fin de l'année 2009, la crise des dettes souveraines a sonné une nouvelle alarme. La hausse des déficits et des dettes publiques de plusieurs Etats est devenue inquiétante. Du coup, les écarts de rendement entre les emprunts publics de certains Etats se sont creusés par rapport aux emprunts allemands : la segmentation brutale des marchés des dettes souveraines -et des opinions publiques- était à l'œuvre. Dans ce contexte, la situation de la Grèce a particulièrement magnétisé les marchés, et les esprits.

La BCE ne pouvait pas rester indifférente puisque les interrogations sur la crédibilité des dettes souveraines menacent directement la stabilité financière de toute la zone euro. Elle a alors décidé de réagir, au-delà des mesures non conventionnelles déjà existantes, à travers ce qu'elle nomme un « Programme s'adressant aux marchés des titres » (*Securities Markets Programme*). Concrètement, la BCE a choisi, le 10 mai 2010, de racheter directement sur le marché secondaire des titres privés et publics. En réalité, seuls les titres publics sont vraiment visés. Désormais, la BCE peut donc venir indirectement en aide aux Etats en difficulté en achetant leurs bons du trésor, dès lors qu'ils sont déjà en circulation. Les dispositions du traité n'interdisent pas cette option. Par contre, la BCE n'est pas autorisée à financer directement les administrations publiques à travers l'achat de nouveaux bons du trésor (la monétisation des dettes publiques est interdite). Cette mesure de sauvetage n'a pas suscité l'enthousiasme outre-Rhin où la rigueur est la norme. J.-C. Trichet a dû mettre tout le poids de son autorité pour calmer les esprits. Afin d'éviter que ces opérations d'achat de titres publics ne se traduisent par un accroissement net du volume des liquidités menaçant la stabilité des prix, la BCE a décidé d'en stériliser les effets en effectuant, parallèlement, des opérations de retrait de liquidité.

Au 14 novembre 2011, la BCE avait ainsi acheté, dans le cadre de ce programme, pour 187 milliards de titres publics provenant de divers Etats : Grèce, Portugal, Irlande, Italie, Espagne. En principe, la BCE devrait se

² Pour le détail complet des mesures on peut se reporter à la chronologie présentée dans le Bulletin mensuel de la BCE. Voir également « Les mesures prises par la BCE en réponse à la crise » dans le Bulletin d'octobre 2010.

désengager de ce type d'intervention en juillet 2013, à partir du moment où le Mécanisme européen de stabilité (MES) sera opérationnel. En effet, le MES est explicitement habilité à acheter des titres publics sur le marché secondaire et, exceptionnellement, sur le marché primaire. Il disposera pour cela d'une capacité de prêt d'au moins 500 milliards d'euro³. Du coup, la BCE retrouverait le sens étroit de sa mission qui ne la prédispose pas du tout à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort au bénéfice des Etats membres.

En se tournant vers le futur, et pour prévenir de nouvelles crises, la BCE a également été impliquée, à côté des Etats membres, dans l'amélioration du contrôle prudentiel au sein de la zone euro. Cela s'est traduit par la mise en place du « paquet supervision ». Celui-ci a été validé par le Conseil européen en 2009. Il est devenu opérationnel depuis le 1er janvier 2011. Ce « paquet » repose sur deux niveaux de surveillance :

- Le système européen de surveillance financière (SESF) assure la surveillance micro financière. Il regroupe trois autorités, chacune d'entre elles étant formée des superviseurs nationaux⁴.
- Le Conseil européen du risque systémique (CERS) assure la surveillance macro prudentielle. Il comprend des représentants de la BCE, de l'UE et des superviseurs nationaux. Sa mission est d'évaluer les menaces potentielles et de mettre en place un mécanisme d'alerte. Il formule des recommandations et des avertissements en vue d'éliminer les risques. Le secrétariat du CERS est assuré par la BCE.

³ Formellement le MES sera créé à partir d'un nouvel alinéa de l'article 136 du TFUE. La procédure de révision doit avoir lieu avant la fin 2012.

Bien joué Mr. Trichet... avec le strict respect de la doctrine

Avant la crise, la BCE de J.-C. Trichet incarnait l'orthodoxie et l'inflexibilité : elle a suivi les traités au pied de la lettre. Grâce à des mesures « non conventionnelles » la BCE a globalement bien géré la crise financière qui éclate en juillet 2007. Elle s'est ensuite largement désintéressée de la crise économique, ce qui est en parfaite cohérence avec les traités européens. Enfin, elle a su réagir, dans les limites de ses compétences, à la crise des dettes souveraines en prolongeant les mesures non conventionnelles et en utilisant, au maximum, les très faibles marges de manœuvre que lui concèdent les traités. Ici, le choix d'intervenir sur le marché secondaire des titres publics est à mettre à son actif.

Au regard de toutes ces mesures, la BCE n'assume pas vraiment une fonction de prêteur en dernier ressort. Elle a bien plus agi sur la liquidité bancaire que sur la solvabilité des banques et des Etats. Ainsi, la BCE a effectivement soutenu le marché des titres publics sans, pour autant, prendre directement en charge les dettes. Cela tient au statut de la BCE : elle n'est pas tout à fait la banque centrale des Etats membres, mais celle d'une fédération monétaire où chaque Etat reste souverain.

Pour autant, la crise n'a pas ébranlé la doctrine de la BCE portée par J.-C. Trichet. L'objectif de stabilité des prix doit rester la priorité incontestée. Pour la BCE, le maintien d'une concurrence libre et non faussée au sein du marché unique ainsi que le respect scrupuleux des équilibres des finances publiques sont, avec la stabilité des prix, les meilleurs garants du soutien à une croissance durable et équilibrée. Sous la présidence de J.-C. Trichet, la BCE a bien réagi à la crise. Mais a-t-elle pour autant vraiment appris de la crise ?