

Comment a-t-on pu passer en quelques mois de la quête difficile de quelques centaines de millions d'euros pour boucler le budget national à la possibilité d'en réunir rapidement plusieurs centaines de milliards pour gérer la crise engendrée par l'actuelle pandémie ? Telle est la première question que nous avons posée à Jean-Claude Trichet lors du nouvel entretien qu'il a bien voulu nous accorder.

L'économie européenne se donne les moyens de résister à la pandémie de Covid-19

Un entretien avec Jean-Claude Trichet

Jean-Claude Trichet est Gouverneur honoraire de la Banque de France et ancien président de la Banque Centrale Européenne.

Philippe Lazar : Vous nous aviez dit qu'au moment de la crise des *sub-primes* surgissant en août 2007 vous aviez pu, à la Banque Centrale Européenne (BCE) qu'alors vous présidiez, débloquer en quelques heures une petite centaine de milliards d'euros et ainsi éviter une catastrophe économique et financière de liquidité. Mais, aujourd'hui, l'ordre de grandeur des sommes susceptibles d'être mises en œuvre est radicalement supérieur ! D'où vient tout cet argent ? Question subsidiaire mais néanmoins importante : quelles sont les conditions dans lesquelles un État peut emprunter au mieux, en termes de taux d'intérêts mais aussi en termes de délais de remboursement ?

Jean-Claude Trichet : Je commence par répondre à votre question subsidiaire. La durée actuelle de la dette négociable du Trésor public français est de huit ans et quinze jours. Son encours total est d'environ 2 000

milliards d'euros. Les taux à dix ans sont, au moment où je vous parle, à - 0,25 %. Les taux français du Trésor à dix ans sont négatifs, tout en étant supérieurs de 0,25 % aux taux allemands (qui sont eux à - 0,50 %). Ceci signifie que les épargnants français, européens et du monde entier font confiance à la France pour rembourser sa dette. De ce point de vue, qui est celui de la confiance dans la signature de l'État, la France bénéficie d'un avantage important par rapport, par exemple, à l'Italie qui emprunte à dix ans à un taux de 1,10 % environ supérieur au nôtre. Ces niveaux de confiance sont réévalués en permanence par les épargnants et les investisseurs auxquels nous demandons le financement de nos dépenses.

S'agissant des 95 milliards d'euros débloqués le 9 août 2007, ces liquidités étaient remboursables à 24 heures et elles étaient assorties de garanties. Cela étant, vous avez raison : les

volumes financiers maniés par les États d'une part et les Banques centrales d'autre part sont devenus progressivement beaucoup plus importants pendant les années 2010 et, avec la pandémie, ils ont atteint des niveaux gigantesques.

Pour mieux comprendre la situation, il faut bien distinguer ce que font les États et les Banques centrales. Pour éviter une dépression économique tragique, avec son cortège de licenciements par millions, de contraction massive de la consommation et de dépôts de bilan en série, tous les États des pays industrialisés ont engagé d'énormes dépenses publiques supplémentaires alors qu'ils étaient déjà le plus souvent très endettés. Les pays avancés, et le nôtre en particulier, financent ces dépenses en émettant de la dette, des obligations du Trésor. Ils trouvent plus ou moins facilement leurs financements auprès des investisseurs mondiaux et paient des intérêts plus ou moins élevés en fonction de la confiance qu'ils inspirent.

LE RÔLE-CLÉ DES BANQUES CENTRALES

P. L. : Comment les Banques centrales interviennent-elles aujourd'hui ?

J.-C. T. : Elles étaient déjà motivées depuis au moins huit ou neuf ans par la nécessité d'éviter la matérialisation d'un risque déflationniste qui serait dévastateur. C'est la raison pour laquelle elles menaient, toutes, des politiques très « accommodantes ». La pandémie, en provoquant un choc très négatif à la fois pour l'offre et la demande, les a conduites à accentuer leurs politiques en ce sens pour trois



raisons additionnelles :

1. Contrer la récession sans précédent de l'économie réelle,
2. Préserver le fonctionnement du financement de l'économie en évitant un krach généralisé des marchés financiers,
3. Éviter une interruption abrupte des crédits bancaires.

Ces politiques monétaires comportent des aspects négatifs dont il faut être conscient : elles peuvent favoriser la spéculation, pousser à la création de bulles financières et fausser certaines décisions économiques. Mais je les crois au total complètement justifiées par les circonstances extraordinaires dans lesquelles nous nous trouvons. Elles ont conduit les Banques centrales à utiliser des instruments nouveaux, non-conventionnels, en particulier des achats massifs de valeurs financières négociables, pour pousser à la baisse les taux d'intérêt à moyen et long termes et inciter les investisseurs privés à prendre plus de risques en achetant moins d'obligations des Trésors et en finançant plus les entreprises. C'est

Jean-Claude Trichet : « Pour éviter une dépression économique tragique tous les États des pays industrialisés ont engagé d'énormes dépenses publiques supplémentaires alors qu'ils étaient déjà le plus souvent très endettés. »

ainsi que la BCE a décidé de lancer un « programme d'achat d'urgence pandémique » de 1 350 milliards d'euros.

P. L. : Pouvez-vous nous préciser comment l'achat de ces valeurs entraîne l'attitude des investisseurs ?

J.-C. T. : En période très difficile, les épargnants et les investisseurs ont tendance à prendre le moins de risques possibles et donc à sélectionner les signatures les plus solides, inspirant le plus confiance. Le plus souvent, c'est l'État qui, dans une économie donnée, apparaît comme étant plus crédible que les entreprises et les ménages. L'économie réelle est alors spontanément négligée par les épargnants. En achetant elles-mêmes les obligations des Trésors, les Banques centrales poussent les capitaux ainsi libérés à s'investir plus qu'ils ne le feraient spontanément dans l'économie réelle.

Ce mécanisme est utilisé dans tous les pays avancés : aux États-Unis et au Japon, les Banques centrales possèdent aujourd'hui environ 45 % des encours de dettes négociables des États concernés. En Europe, le pourcentage est moindre : au total, entre 20 % et 25 %. Il faut bien comprendre que ce n'est pas pour être complaisantes vis-à-vis des États que les Banques centrales achètent leurs obligations mais que c'est une conséquence de la politique monétaire elle-même. Bien entendu, ces phénomènes sont nécessairement transitoires... Ils sont liés au fonctionnement présent, très anormal, de nos économies avancées. Une telle situation ne peut sûrement pas être éternelle !

LE LOURD RISQUE DE DÉFLATION

P. L. : Vous nous dites que les banques devaient gérer leur comportement en veillant à éviter le risque de déflation et que, pour cela, elles ont pour objectif permanent de favoriser un certain niveau d'inflation, sans atteindre évidemment celui des spirales inflationnistes que nous avons connues à divers moments de notre histoire économique. Dès lors une question s'impose, provocante par sa volontaire naïveté : pourquoi la déflation est-elle synonyme de catastrophe au regard de l'inflation ?

J.-C. T. : C'est une bonne question, que je reformule de la façon suivante. Qu'appelle-t-on « stabilité des prix » ? Il y a « stabilité » lorsque le niveau d'évolution des prix, année après année, dans une perspective de moyen et long terme, ne perturbe pas le fonctionnement de l'économie, n'opère donc pas de distorsion anormale dans les décisions d'investissement ou de consommation, dans les stratégies des entreprises et des ménages.

P. L. : Dans ces conditions, 0% est-il le taux optimal à rechercher ?

J.-C. T. : La réponse est non, pour plusieurs raisons.

En premier lieu parce que, dans ce cas, on risquerait de tomber dans la zone d'inflation négative, avec tous les risques qui lui sont associés. En effet, dans ce cas, les entreprises seraient incitées à attendre que leurs investissements voient leur prix encore baisser ; et l'on observerait les mêmes conséquences pour les dépenses des ménages. De façon

générale, si l'ensemble des biens et services laissent apparaître la perspective d'une diminution de leurs prix, il y aurait toutes les raisons de différer l'achat des biens qui supportent l'attente, c'est-à-dire pratiquement presque tout sauf les denrées alimentaires. On aurait donc là un effet majeur de contraction et d'implosion de l'économie.

En deuxième lieu parce que si l'inflation est à 0 % ou très proche de 0 % de manière permanente, les Banques centrales pratiquent nécessairement des taux d'intérêt nominaux bas¹. Or des taux bas ne donnent évidemment qu'une faible marge de manœuvre pour combattre une récession avec l'arme d'une baisse des taux d'intérêt.

En troisième lieu, dans une économie vivante, les prix doivent pouvoir évoluer : certains prix doivent augmenter et d'autres doivent baisser relativement les uns par rapport aux autres. Si l'évolution des prix est en moyenne de 0 %, cela limite les ajustements des prix relatifs car certains prix importants ne peuvent pas baisser nominalement. C'est, dans la quasi-totalité des pays, le cas des salaires qui sont l'un des prix les plus importants dans l'économie... Une inflation non-nulle facilite donc les évolutions de prix relatifs et elle est dès lors appropriée au bon fonctionnement de l'économie.

Enfin, en quatrième lieu, l'absence totale d'inflation est aussi un problème du point de vue de l'endettement. Un certain niveau d'inflation diminue, année après année, la valeur réelle des encours de dettes. Cela peut faciliter la résorption progressive des endettements très élevés des États et des agents économiques.

Ne serait-ce que pour ces quatre raisons – mais il y en a d'autres ! – un certain niveau moyen de hausse des prix est nécessaire. Aucun modèle ne peut affirmer que le niveau de 1,9 % serait meilleur que 2 %, qui serait meilleur que 3 ou 4 % ! Mais le consensus mondial actuel est que la référence à un chiffre de 2 % est la bonne. C'est ce qui a été décidé par la BCE depuis le début de l'Euro en 1999 (la Banque de France l'avait fait dès 1994), par l'Angleterre ensuite, puis par les États-Unis, et par le Japon après la dernière grande crise de 2008. J'ai toujours considéré que cette « convergence conceptuelle » des grandes Banques centrales, dans la crise et à cause de la crise de 2008, était un événement mondial majeur.

P. L. : Où en sommes-nous actuellement de ce taux ?

J.-C. T. : S'agissant des chiffres actuels et futurs, la BCE estime que l'inflation de la zone euro sera en moyenne de 0,3 % en 2020, 1 % en 2021 et 1,3 % en 2022. Comme vous le voyez, il reste du travail à faire pour que l'économie de la zone euro puisse considérer comme crédible une hausse des prix autour de 2 % à moyen et long terme.

LE RÔLE LUI AUSSI DÉCISIF DES AUTRES ACTEURS

P. L. : Quels sont les autres acteurs majeurs de ce jeu et que font-ils ?

J.-C. T. : Ce sont les gouvernements, les autorités exécutives et législatives et, dans le cas de l'Europe, il faut bien sûr ajouter les institutions européennes.

¹ Ces taux incorporent nécessairement le niveau de l'inflation (les taux nominaux sont égaux en théorie aux taux réels majorés de l'inflation).

La France, de son côté, s'apprête à mobiliser au total environ 400 milliards d'euros, si l'on additionne les dépenses publiques et les garanties publiques considérables offertes en particulier pour les prêts dits « garantis ». Ces sommes supplémentaires énormes, il faudra évidemment les rembourser. Tant qu'on est crédible, qu'on inspire confiance, on peut emprunter. Mais cela n'est pas donné une fois pour toutes ; cela se mérite à la mesure de la qualité de la gestion de chaque pays.

P. L. : Si donc je vous suis bien, globalement le monde est riche, il peut prêter...

J.-C. T. : Il y a en effet dans le monde un niveau d'épargne important. Il vient dans une large mesure des pays émergents qui, en moyenne, épargnent plus en proportion que les pays avancés. Ils nous financent en bonne partie parce qu'ils ont confiance en nous, pays avancés. Croire que cette confiance nous est donnée pour l'éternité serait une naïveté. Il ne faut surtout pas non plus écouter les bons apôtres qui expliquent qu'on peut maintenant dépenser sans limite et qu'il suffit de demander à chaque Banque centrale (pour les Européens à la BCE) de financer les dépenses publiques par une émission monétaire également sans limite. Ce serait là une recette infallible pour préparer une catastrophe à terme : la perte totale de confiance dans la signature des États et dans la qualité de la monnaie. L'Amérique latine a connu cela dans les années 1980 avec son cortège dramatique de chômage et de malheurs pour les citoyens de ces pays.

En Europe, en 2010 et 2011, un petit nombre de pays (la Grèce au premier chef) ont connu une baisse importante ou une perte de la confiance qu'ils inspiraient. En dépit de l'aide importante qu'ils ont reçu des Européens et, pour certains, de la Communauté internationale, cela a été très dur.

C'est pourquoi il est si important de ne pas gaspiller les ressources supplémentaires empruntées dans les circonstances présentes. Les dépenses publiques actuelles sont évidemment impératives, mais elles doivent servir avant tout à contrer la pandémie et à préparer l'avenir de nos enfants et de nos petits-enfants. Il est plus nécessaire que jamais de bien gérer les finances publiques dans les périodes difficiles, sauf à assombrir encore plus cet avenir.

LE POIDS DES INCERTITUDES DE LA SITUATION MONDIALE

P. L. : Toutes les questions soulevées par la pandémie se situent dans un contexte mondial dont elles renforcent le caractère préoccupant de tensions et d'incertitudes. Je pense en particulier aux prochaines élections américaines et, plus près de nous, au jeu assez étrange du Premier ministre britannique.

J.-C. T. : Le Royaume-Uni a décidé de vagabonder tout seul, je ne suis pas vraiment étonné que ceci conduise à des voltefaces et à des difficultés de toute nature. Tout le monde sait que le Brexit n'a pas été décidé sur une base purement « rationnelle » mais qu'il reflète l'émergence très marquée outre-Manche d'un mouvement nationaliste, protectionniste



et populiste dont nous sommes pour le moment un peu préservés en Europe continentale, en tout cas que nous n'éprouvons pas dans la même ampleur. Je suis très inquiet de voir ce courant nationaliste déferler non seulement aux États-Unis et au Royaume-Uni mais aussi dans le monde émergent. L'écho de *America first!* est *China first, India first, Turkey first, Brazil first, Russia first*, etc. La volonté de préserver une bonne gouvernance mondiale multilatérale s'estompe. La gestion de la pandémie actuelle en est une illustration navrante. La comparaison de la mobilisation du G20 en 2008-2009 par rapport à ce que l'on a observé en 2020 est accablante pour l'état présent du multilatéralisme. Par ailleurs l'évolution de la vie démocratique aux États-Unis est très inquiétante à beaucoup d'égards. Ils s'éloignent très vite des valeurs des Lumières : les divisions culturelles, ethniques et politiques mettent radicalement en cause le *melting pot* : réaction « blanche », *identity politics*, etc. On voit s'estomper progressivement

la citoyenneté de référence, ne dépendant ni de l'ethnie ni de la culture d'origine, marquée au contraire par des valeurs communes et par cette « volonté de vivre ensemble » qui caractérisait les États-Unis depuis Abraham Lincoln. Et il n'est pas exclu que cette évolution affecte notre propre pays, qui est l'un des seuls dans le monde à partager avec les États-Unis cette citoyenneté ouverte à tous pourvu qu'ils épousent les valeurs de la République, et dont Ernest Renan avait si bien défini la nature.

P. L. : Certains remettent en effet en question notre modèle historique et politique, je pense par exemple au PIR, le Parti des Indigènes de la République mais pas seulement à lui...

J.-C. T. : ...bien sûr ! Ce sont des échos directs de ce qui se passe aux États-Unis. Plus généralement le « communautarisme » est une vraie menace. Ceci dit, la « citoyenneté ouverte à tous » doit être bien réelle et concrète, et pas une idée théorique !

Siège de la banque européenne d'investissement à Luxembourg

Je reviens d'un mot à la Grande-Bretagne. Nous avons tiré un trait sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union, en espérant bien sûr qu'il en reste aussi proche que possible. Mais nous faisons l'hypothèse que le pays qui a inventé la démocratie parlementaire respecterait ses engagements. Les dernières palinodies du gouvernement britannique sont très inquiétantes pour tous, Européens et aussi Britanniques, au point que les cinq anciens Premiers ministres britanniques vivants, conservateurs et travaillistes, viennent ensemble de fait part de leur grave inquiétude !

LE RÔLE MAJEUR DE L'UNION EUROPÉENNE

P. L. : Tout ce que nous venons de dire conduit à une interrogation essentielle : la gestion de la crise économique liée à la pandémie ne doit-elle pas, fondamentalement, être traitée à l'échelle européenne ?

J.-C. T. : Il faut d'abord dire qu'une pandémie reste avant tout un problème mondial ! Mais, s'agissant

spécifiquement des Européens, qui ont des institutions, qui ont des ambitions en termes de projection dans l'avenir de leur construction historique commencée il y a quelque soixante-dix ans, la pandémie a provoqué chez eux une réaction impressionnante !

Si les dépenses supplémentaires et les garanties publiques de toutes natures décidées par les gouvernements européens représentent probablement au total nettement plus de 2 000 milliards d'euros, les efforts spécifiques des institutions européennes comprennent un premier financement de 540 milliards d'euros décidé le 23 avril 2020 et le programme « Union européenne, nouvelle génération », approuvé le 21 juillet 2020, pour un montant de 750 milliards d'euros. Ce second programme, mis en œuvre à l'initiative du Président français et de la Chancelière allemande, est historiquement extrêmement important puisqu'il sera financé par des emprunts souscrits directement par l'Union européenne sous sa propre signature et parce que c'est la première fois que

LE MÉCANISME EUROPÉEN DE STABILITÉ

(European Stability Mechanism ou ESM)



Il s'agit d'un dispositif européen de gestion des crises financières de la zone euro qui succède, depuis le 1^{er} juillet 2012, au sein du Pacte budgétaire européen, au Fonds européen de stabilité financière (FESF) qui avait été mis en place en réponse à la crise de la dette publique dans la zone euro. Il ne concerne que les États membres de cette zone. Le FESF et le MES sont des entités légales séparées mais partagent personnels et locaux.

l'Europe prend une telle décision pour le compte de tous ses membres.

Au total, l'Europe démontre une vraie capacité de prendre les décisions courageuses et très difficiles qui apparaissent nécessaires dans des circonstances historiques critiques. La création du « mécanisme européen de stabilité », le « paquet budgétaire », la mise en place de la « procédure de suivi des grands déséquilibres » et « l'Union bancaire » ont jalonné les leçons de la crise de 2007-2008. Autant de décisions majeures – avec deux nouveaux traités – qui illustrent résilience et capacité d'adaptation. L'équivalent « pandémie » de ces décisions des années 2010 est le programme « Nouvelle génération », qui était impensable il y a un an.

L'Europe qui se fait est un projet historique stratégique remarquable qui n'a aucun équivalent historique. Les progrès faits depuis 1950 sont très impressionnants et constituent le gage de progrès futurs. Il reste beaucoup à faire, mais l'Europe est encore plus nécessaire aujourd'hui qu'il y a 70 ans. Nous ne sommes plus seuls avec les États-Unis à avoir l'ambition d'un marché unique comme en 1950. Aujourd'hui, la Chine, l'Inde, le Brésil, le Mexique (et demain beaucoup d'autres) sont de très grands marchés économiques à monnaie unique. Dans cette constellation mondiale de nombreuses puissances nouvelles, l'unité des Européens, très attachés à une gouvernance mondiale ordonnée et confiante, est plus nécessaire que jamais. ☺

*Photographie prise et propos recueillis
et retranscrits par Philippe Lazar*