

ANNUAIRE FRANÇAIS  
DE  
RELATIONS  
INTERNATIONALES

2018

Volume XIX

**PUBLICATION COURONNÉE PAR  
L'ACADÉMIE DES SCIENCES MORALES ET POLITIQUES**

*(Prix de la Fondation Edouard Bonnefous, 2008)*



Université Panthéon-Assas  
Centre Thucydide

## A QUOI SERT UNE BANQUE CENTRALE (EUROPÉENNE) ?

PAR

FARUK ULGEN (\*)

Le 26 juillet 2012, lors de son allocution à la conférence sur les investissements mondiaux à Londres, le gouverneur de la Banque centrale européenne (BCE), Mario Draghi, annonçait l'engagement ferme de son institution dans la défense de l'euro contre la crise persistante : « *Dans le cadre de notre mandat, la BCE est prête à faire tout ce qu'il faut afin de préserver l'euro. Et croyez-moi, ce sera suffisant* » (1).

Un peu plus de cinq ans après cette allocution, début 2018, le monde évolue toujours sur la trajectoire dessinée par la crise mondiale, déclenchée d'abord sous la forme d'une crise financière en 2007-2008 concernant les systèmes bancaires américain et britannique et devenue ensuite une crise économique généralisée à partir de 2008-2009 dans la quasi-totalité des économies du monde. Elle a envahi plus particulièrement l'économie européenne à partir de 2009-2010 et provoqué de sérieux « ennuis » sur la viabilité de l'Union européenne, en mettant à mal certaines des économies membres, d'abord sur le plan financier et la dette et ensuite sur le plan politique et sociétal (2). Plus d'une décennie après, l'Union n'est toujours pas en mesure de rétablir des relations saines et de confiance entre ses membres et de se présenter comme une véritable aire de solidarité et d'efforts collectifs visant des objectifs communs. Il est certain que c'est toute la planète qui se trouve être aux abois et que les effets de la crise – ni d'ailleurs ses dynamiques déclencheurs – n'ont pas pu être encore maîtrisés de façon certaine. Toutefois, le problème spécifique qui apparaît dans le cas de l'Union est qu'elle se présente, du moins de façon officielle, comme une zone monétaire unifiée et qu'il n'est pas possible de renvoyer la responsabilité de tel ou tel problème à tel ou tel pays particulier ou à tel ou tel décideur de telle ou telle institution européenne particulière. Lorsqu'on est dans un regroupement, les responsabilités doivent être partagées et les efforts communément fournis. Autrement, le Traité instituant l'Union ne fera que long feu comme nos voisins britanniques l'ont superbement montré. Il n'est cependant pas certain que l'Union aura cette capacité à se montrer viable, tellement les débats sur la situation actuelle déchaînent les passions

(\*) Maître de conférences à la faculté d'Economie de l'Université Grenoble Alpes (France).

(1) « Verbatim of the remarks made by Mario Draghi », Global Investment Conference, Londres, 26 juil. 2012. Traduction personnelle.

(2) Dans ce qui suit, « la crise » sera utilisée pour signifier l'ensemble des difficultés provoquées par les instabilités depuis 2007-2008, sans distinction particulière.

sans pouvoir pour autant mobiliser les réflexions posées et pesées. La BCE, l'une des rares institutions européennes à être une véritable institution supranationale, c'est-à-dire une institution unifiée, est particulièrement exposée aux intempéries provoquées par cette tempête.

Les interventions de la BCE depuis le déclenchement de la crise, principalement sous la forme des actions de soutien au système bancaire et financier à travers les politiques monétaires dites non conventionnelles, ont suscité et suscitent toujours de vives réactions et interrogations, non seulement de la part des économistes, mais aussi de la part des politiques et autres commentateurs. Elles provoquent aussi de violentes controverses entre les économistes de bords différents, plus particulièrement entre les libéraux et les interventionnistes et, de façon quelque peu caricaturale, entre les défenseurs d'une banque centrale « crédible » et conservatrice en matière de politique monétaire et les défenseurs d'une banque centrale discrétionnaire au service de l'économie et de la création d'emplois.

Les interventions de soutien au système bancaire et au marché monétaire de la BCE ont pris une forme « durable » face à la persistance des incertitudes quant à la capacité des marchés à recouvrer une situation de reprise saine et sans panique systémique. A partir de là, ses politiques exceptionnelles et non conventionnelles contre la crise sont de plus en plus considérées comme des abus d'une situation particulière et nombreux sont les économistes et commentateurs à appeler à un retour à la normale de la politique monétaire en vue de redonner aux dynamiques des marchés leurs lettres de noblesse en reconfinant la Banque à son rôle de garant de la stabilité des prix.

Ces réactions s'orientent principalement vers deux critiques, l'une par rapport à la principale mission assignée à la Banque centrale européenne à son institution il y a plus de deux décennies, qui est la stabilité des prix, et l'autre par rapport à l'efficacité de ces interventions dans l'objectif de sortie de la crise à travers l'assainissement des systèmes bancaire et financier et la reprise de la croissance dans la zone euro. Ces débats, bien que légitimes, omettent cependant la question du rôle fondamental d'une banque centrale dans l'économie, au-delà de quelques actions qu'elle devrait mener en fonction des choix politiques du moment. L'objectif de cet article est justement de revenir sur cette question et de rappeler brièvement ce rôle avant de considérer la pertinence des actions de la BCE dans le contexte actuel de l'Eurosystème.

En effet, une analyse de la situation qui soit pertinente et économiquement compréhensible nécessite une lecture structurelle du fonctionnement de nos économies et du rôle que les banques centrales jouent dans les rapports monétaires et financiers sous-jacents. Cela requiert aussi qu'on aille au-delà des passions politiquement déchaînées qui, littéralement, « tapent » sur les banquiers centraux en les accusant de se cacher derrière leur rôle de technicien objectif et neutre qui se languirait dans une position privilégiée de décideur indépendant, protégé des gouvernements et de tout

contrôle démocratique électif. Car deux propriétés sont remarquables dans nos économies. D'une part, aucune banque centrale n'a la possibilité de rester intouchable dans ses statuts et d'agir sur le plan économique sans un soutien politique fort de la part des institutions qui représentent le pouvoir démocratique – ou le pouvoir tout court, cela dépend dans quel pays on se situe. L'image d'une banque centrale indépendante « qui ne ferait qu'à sa tête » est une fable digne de La Fontaine, du moins à moyen/long terme. D'autre part, aucune banque centrale ne peut naviguer dans l'ignorance des situations de crise – surtout lorsque ces dernières ont un caractère systémique – en arguant que sa mission première est la stabilité des prix et que pour le reste il faut compter sur les mécanismes autorégulateurs du marché. Une banque centrale se doit de veiller à ce qu'en cas de risque systémique, les garde-fous soient mis en place pour éviter toute généralisation de défiance vis-à-vis du système monétaire dont dépend la continuité des activités économiques.

#### DE QUELQUES PRINCIPES D'ORGANISATION DU SYSTÈME MONÉTAIRE

Nos économies sont des économies monétaires telles que les activités de production et de consommation sont fondamentalement assises sur des mécanismes et relations monétaires qui génèrent des opérations financières en continu. L'activité économique est tributaire de la continuité de ces opérations, tant en ce qui concerne le fonctionnement des structures productives et la création des emplois – et donc des revenus salariaux – que la constitution des profits – et donc de l'accumulation – à l'échelle de la société tout entière.

De façon plus précise, dans une économie où les décisions d'activité économique sont essentiellement prises et appliquées par des entités privées, cela de façon libre et décentralisée, en principe indépendamment les unes des autres (3), le système monétaire, qu'on peut aussi appeler le système de paiements, détermine les conditions dans lesquelles les décisions décentralisées peuvent devenir effectives au sein de la société. Du point de vue conceptuel, le schéma de fonctionnement macro-économique d'une telle organisation – qu'on nommera par souci de simplification une

(3) C'est-à-dire sans planification et gestion collectives et/ou centrales des actions des agents économiques privés.

économie de marché (4) – est fondé sur un ensemble de règles et modalités qui déterminent le processus de création-circulation-remboursement des dettes qui circulent dans l'ensemble de la société comme de la monnaie.

La monnaie est essentiellement de la dette privée des agents économiques (des entreprises notamment) qui leur permet de transformer leur projet en engagement effectif dans l'objectif d'une accumulation nette. Bien que principalement initiées par le système bancaire qui joue le rôle d'un générateur de moyens de financement pour les activités économiques privées, sans nécessairement disposer d'épargnes préalables, ces dettes-monnaie donnent aussi lieu à l'émergence de relations spécifiques, qui sont organisées sur des marchés appelés des marchés financiers. Sur ces marchés, les dettes sont négociées, renégociées, les avoirs des uns et les dus des autres changent de mains et sont utilisés comme des moyens de faire de l'accumulation sur les anticipations des intervenants sur les valeurs futures des actifs vendus/achetés (5). L'ensemble de ces opérations forme le système de paiements et peut être photographié au travers des comptes bancaires. Sur cette photographie apparaissent à chaque instant des soldes non nuls – qui sont les résultats des dettes-créances des uns vis-à-vis des autres –, certaines banques devant rembourser à d'autres les soldes nets. Dans le cas où les créanciers refusent tout report des dettes dans le temps – ces opérations se déroulent principalement sur le marché monétaire, constitué des banques –, les débiteurs doivent trouver un autre moyen d'honorer leurs engagements pour ne pas périr. Ce moyen ultime est la banque centrale qui est le « refinancier » du système bancaire et qui est la seule capable d'éteindre la dette d'un établissement bancaire privé envers un autre établissement sans aucune contrainte autre que la politique monétaire qu'elle-même – et/ou le gouvernement, dans certaines configurations politiques particulières, comme la Chine, par exemple – aurait annoncé vouloir suivre. Cela est valable, bien entendu, dans un

(4) Normalement ce terme est inapproprié car nos économies ne sont pas des économies de marché au sens strict du terme. En effet, ces dernières seraient, si on suit par exemple, F. Braudel, des organisations de marchands séparés produisant des produits distincts tels que les individus entrent inéluctablement en relation d'échange les uns avec les autres pour échanger leurs produits respectifs contre des produits dont ils ont besoin : cf. F. BRAUDEL, *La Dynamique du capitalisme*, Arthaud, Paris, 1985. De ce point de vue, une économie de marché serait une économie d'individus-marchands séparés, avec une relation concurrentielle forte et des pouvoirs de marché faibles. Or nos économies monétaires sont plus spécifiquement appelées des économies capitalistes, dans lesquelles la dynamique prépondérante dans la société n'est pas l'activité des marchands « éparpillés », mais celle de l'accumulation monétaire privée – le gonflement des avoirs monétaires dans les comptes bancaires. Cette accumulation est principalement effectuée au moyen des entreprises du secteur réel et du secteur financier, souvent établies sous forme de structures oligopolistiques et monopolistiques, avec un contrôle étendu dans la société, tant sur le plan technique (conditions matérielles des activités), légal (conditions institutionnelles, règles, lois), financier (au travers de groupes bancaires et financiers liés) que socio-économique (l'organisation du travail dans les entreprises, les rapports salariaux, le statut des syndicats dans les négociations, etc.). Ce ne sont pas des marchands-producteurs (des individus-marchands, producteurs de leur bien-spécialité, et demandeurs d'autres biens dont ils ont besoin) qui sont le type représentatif de la société, mais des grandes unités de production, qui ne produisent pas pour échanger mais pour vendre et réaliser des rendements nets positifs, nécessaires à l'accumulation du capital.

(5) Ici, il conviendrait de préciser que le terme « échange » n'est pas approprié car on n'échange pas les actifs, on les vend (ou on les achète) contre la réception (ou le paiement) des montants monétaires.

système de paiements qui fonctionne « normalement », c'est-à-dire sans remise en cause systémique de la validité des règles monétaires en cours (6).

Dans une économie monétaire, la banque centrale joue donc un rôle crucial et essentiel puisqu'elle est le prêteur en dernier ressort et elle reste le seul ancrage public, la seule référence généralement reconnue et reconnaissable dans la validité du système de paiements. Elle n'a pas – ne doit pas avoir – d'intérêt privé à défendre dans le jeu des marchés et elle doit apparaître, de ce fait, comme un « arbitre » surveillant des règles monétaires, comme garante de la validité du régime monétaire en cours. Ce qu'on nomme habituellement « la confiance » en la monnaie est cristallisé dans la reconnaissance de la banque centrale dans l'ensemble de la société économique, mais aussi au-delà, dans la société en général. La banque centrale n'est pas une émettrice directe de monnaie, elle n'est pas une banque ou une institution financière au sens ordinaire du terme ; elle n'est pas un organe de financement de l'économie privée ou de l'économie publique. Elle ne décide pas de la quantité monétaire en circulation, qui est le résultat des décisions privées d'endettement et de dépenses dont la principale portion vient des opérations entre entrepreneurs du secteur réel/financier et les banques (7). En revanche, son rôle essentiel et structurel de prêteur en dernier ressort, comme fournisseur ultime de monnaie de refinancement – c'est-à-dire de moyen de règlement définitif des dettes sur le marché monétaire – lui confère le pouvoir et la possibilité d'intervenir sur les marchés à travers le taux d'intérêt – le taux directeur – qu'elle chargera sur le refinancement des banques (8). La politique monétaire passe donc principalement par le taux directeur. C'est là qu'on parle du renchérissement de l'argent ou de l'aisance monétaire. Bien entendu, cette politique ne peut avoir d'effet sur le marché que sous deux conditions :

(6) Dont fait partie ce qu'on nomme la monnaie, qui est une unité de compte – le langage pour parler en économie – et un moyen de règlement ultime à pouvoir libérateur des dettes, qui permet d'éteindre toute dette de façon définitive et générale. La monnaie est aussi un moyen de paiement qui permet d'effectuer les transactions sans blocage, bien que ce rôle ne lui soit pas spécifique. Bien que l'origine étymologique du verbe « payer » semble liée à un sens plus fort tant en grec ancien, en latin qu'en sanskrit et signifier se débarrasser, se libérer, solder ou encore apaiser, son utilisation courante a un sens plus limité et c'est le terme « règlement » qui est utilisé en vue de définir la situation de libération d'une dette, « payer » signifiant plutôt un report du règlement qui autorise une acquisition sans acquittement définitif d'une dette.

(7) C'est ce qu'on appelle en économie l'endogénéité de la monnaie par opposition aux approches standard, du type monétariste, qui supposent ou sous-entendent que la monnaie est « injectée » dans l'économie par le gouvernement ou son bras monétaire, la banque centrale, et qu'il suffirait de séparer cette dernière de la première pour empêcher le gouvernement de noyer l'économie sous son émission monétaire, souvent jugée source d'inflation.

(8) Dans les années 1960-1970, les banques centrales augmentaient, *ex post*, leur taux de refinancement – appelé alors taux de réescompte ou *discount window borrowing* – en fonction de l'évolution observée du crédit bancaire à l'économie, en vue de tenir l'activité bancaire sous contrôle. En France, on appelait ces taux croissants de taux d'enfer ou de super-enfer et aux Etats-Unis, ils s'appelaient les « *frown costs* ». A partir des années 1970, ces opérations ont été remplacées par des opérations dites d'*open market*, les banques et la banque centrale intervenant principalement sur le marché monétaire de façon plus libérale et le taux de réescompte de la banque centrale restant en moyenne supérieur à celui d'*open market*. Cf. B. J. MOORE, *Shaking the Invisible Hand. Complexity, Endogenous Money and Exogenous Interest Rates*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 2006.

1) lorsque le marché est asséché tel que personne (aucune banque ou autre institution) ne veut prêter à personne et que la banque centrale est le seul recours ultime de refinancement du système ; ce sont souvent des périodes de crises bancaires et financières ; 2) lorsque la politique monétaire annoncée de la banque centrale sur le marché est considérée par les acteurs comme une information de valeur à intégrer dans leur plan d'anticipation en vue d'établir leurs stratégies futures ; autrement, en temps normal, les interventions des banques centrales restent plutôt informatives et psychologiques sans véritables effets quantitatifs déterminants sur les comportements des acteurs.

#### LES MISSIONS ET LES OBJECTIFS DE LA BCE : UN RAPIDE APERÇU

A partir de la fin des années 1970, avec la modification des idéologies économiques et politiques dominant les sphères de décision et les milieux de production du savoir, les préceptes libéraux sont devenus les déterminants des feuilles de route des gouvernements et des agences publiques, dont les banques centrales. Cette vague a aussi induit un changement structurel de la formation des banques centrales, ainsi que de leur politique. Sous la pulsion des approches de la Nouvelle Ecole classique, le débat entre règles – pré-annoncées et suivies par les autorités – et discrétion dans les politiques économiques appliquées par les pouvoirs publics s'est conclu en faveur de la première vision et les banques centrales dans la quasi-totalité des pays ont été rendues indépendantes – souvent de façon constitutionnelle (9). Aussi leur a-t-on confié comme mission principale – voire unique – la stabilité des prix (ou ses différentes versions comme la lutte contre l'inflation, le ciblage d'inflation, *etc.*). A partir de là, les banques centrales ne sont plus tenues – voire interdites – d'offrir leur concours de façon directe aux pouvoirs publics et à l'économie.

La BCE fait partie de cette nouvelle génération de banques centrales qui supposent que l'objectif de la stabilité des prix constitue leur contribution la plus importante à la réalisation d'un environnement économique favorable à la croissance et à l'emploi et qui en font leur politique phare en le mettant en tête de leurs objectifs. Structurée sous la forme d'un système composé de l'ensemble des banques centrales des pays membres, mais conçue comme un regroupement intégré, le Système européen de banques centrales (SEBC), la BCE représente aujourd'hui l'Eurosystème (10), dont l'objectif est défini par l'article 127§1 du Traité comme suit : « *L'objectif principal du Système européen de banques centrales [...] est de maintenir la stabilité des prix* ». Il est aussi précisé par la suite que : « *Sans préjudice de*

(9) F. ULGEN, « The credibility of the central bank and the role of monetary authorities in a market economy », *Economie appliquée*, vol. LXII, n°4, 2009, pp. 73-98.

(10) Il convient de préciser ici que le Système européen de banques centrales est plus large que l'Eurosystème, puisque ce dernier ne comprend que les pays membres de la zone euro, alors que le premier compte tous les pays membres de l'Union européenne.

*l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne.* » (11)

Bien entendu, la BCE dans l'Eurosystème a l'ensemble des missions qu'une banque centrale est censée remplir en vue de maintenir un cadre cohérent et viable pour le système de paiements. Ainsi, en vertu de l'article 127§2 du Traité, ses missions fondamentales consistent à : définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro (12) ; - conduire les opérations de change en coordination avec le Conseil ECOFIN lorsqu'il s'agit des monnaies tierces (13) ; détenir et gérer les réserves officielles de change des pays participants ; promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement (14).

Enfin, une des missions explicitement annoncées et assumées depuis l'éclatement de la crise de 2007-2008, est le contrôle prudentiel des établissements de crédit établis dans les États membres participants, dans l'objectif d'assurer la stabilité financière dans la zone euro au travers des politiques macro-prudentielles visant à empêcher l'apparition de crises systémiques : « *La stabilité financière est l'expression d'une situation empêchant l'émergence de risques systémiques. Le risque systémique se définit comme le risque que la fourniture de produits et services financiers par le système financier soit entravée à un point tel que la croissance économique et le bien-être pourraient s'en trouver considérablement affectés* » (15). Ces politiques sont menées en coordination avec les autorités nationales des pays membres en charge de la supervision macro-prudentielle, établies sur les recommandations du Comité européen du risque systémique – instauré en 2010 – en date du 22 décembre 2011 (16).

A ce dispositif s'ajoute maintenant – depuis 2014 – le Mécanisme de surveillance unique (MSU), qui est le système de supervision bancaire européen, composé de la BCE et des autorités nationales de supervision des pays participants (17).

Par conséquent, il conviendrait d'évaluer les interventions de la BCE dans la dernière décennie à l'aune de ses missions, qui évoluent dans le temps comme on peut le voir ci-dessus, mais aussi à l'aune des difficultés

(11) Cf. le site Internet [www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.fr.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.fr.html).

(12) Comme précisé plus haut, la politique monétaire se résume principalement à la stabilité des prix. Dans cet objectif, le Conseil des gouverneurs de la BCE a établi en 1998 la définition quantitative suivante : « *La stabilité des prix sera déterminée sur la base d'une variation annuelle de l'indice harmonisé des prix à la consommation pour la zone euro en dessous de 2%. La stabilité devra être maintenue à moyen terme.* » Après avoir évalué sa stratégie de politique monétaire en 2003, le Conseil a précisé qu'il s'agit de maintenir les taux d'inflation en dessous mais proche de 2% à moyen terme. Cf. BCE, *The Monetary Policy of the ECB*, Frankfurt am Main, 2011, p. 64 ; le site Internet [www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monpol/html/index.fr.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monpol/html/index.fr.html).

(13) Cf. le site Internet [www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/forex/html/index.fr.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/forex/html/index.fr.html).

(14) Cf. le site Internet [www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/paym/html/index.fr.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/paym/html/index.fr.html).

(15) Cf. le site Internet [www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.fr.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.fr.html).

(16) Cf. le site Internet [www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB\\_2011\\_3.en.pdf](http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB_2011_3.en.pdf).

(17) Cf. le site Internet [www.bankingsupervision.europa.eu/home/languagepolicy/html/index.fr.html](http://www.bankingsupervision.europa.eu/home/languagepolicy/html/index.fr.html).

systémiques auxquelles elle doit faire face dans l'objectif de maintenir le système monétaire et financier dans un état de fonctionnement cohérent, faute de quoi le fonctionnement de l'économie entière serait bloqué de façon irréparable.

#### LES ACTIONS DE LA BCE FACE A LA CRISE PERSISTANTE

Dans des périodes économiques normales, la BCE cherche à influencer l'économie par ses taux d'intérêt directeurs, qui agissent sur le système bancaire et financier et sont censés affecter aussi, directement – en modifiant le coût des financements – ou indirectement – en affectant les anticipations sur les marchés – les évolutions macro-économiques et l'inflation. Or, avec la crise, les taux directeurs ont été réduits à des niveaux historiquement bas, à partir desquels leurs effets deviennent nuls. Au dernier Conseil des gouverneurs, le 26 octobre 2017, les taux directeurs étaient établis à : 0,00% pour les appels d'offre à taux fixes (le même taux qu'au 16 mars 2016, alors que ce taux était de 0,05% fin 2014 et fin 2015) ; 0,40% pour les dépôts au jour le jour (taux de la facilité de dépôt, contre 0,20% fin 2014 et -0,30% fin 2015) ; 0,25% pour le prêt marginal au jour le jour (contre 0,30 fin 2014 et fin 2015) (18).

Suivant des politiques conformément à son statut et à ses missions, la BCE a entrepris, à l'instar des autres banques centrales, des actions en vue d'accompagner l'économie dans la phase critique persistante et de calmer les « ardeurs déboussolées » des marchés, qui s'étaient retrouvés, quasiment du jour au lendemain, en situation d'assèchement telle qu'il n'existait plus aucun moyen de refinancement des établissements en dehors des interventions de prêteur en dernier ressort des banques centrales.

La BCE a dès lors adopté des mesures non conventionnelles face à une situation où l'objectif n'est plus de tirer les pressions inflationnistes vers le bas de façon à maintenir la tendance proche de 2% à moyen terme, mais plutôt de tirer l'inflation vers le haut en contrebalançant les tendances déflationnistes, principalement dues à de multiples périodes de récessions récurrentes et à l'absence d'anticipations suffisamment fortes et stabilisées pour une reprise économique générale en Europe et de par le monde.

Les mesures non conventionnelles, correspondant à des objectifs élargis au-delà de la stabilité des prix, sont appliquées par l'ensemble des banques centrales (la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la BCE, pour n'en citer que quelques-unes), avant tout pour restaurer le fonctionnement normal des marchés bancaires et financiers (19). Elles ont été entreprises, ensuite, afin d'offrir au système de paiement une politique monétaire accommodante, avec des taux plancher très bas, proches de

(18) Cf. le site Internet [www.banque-france.fr/statistiques/taux-et-cours/les-taux-directeurs](http://www.banque-france.fr/statistiques/taux-et-cours/les-taux-directeurs).

(19) Fonds monétaire international, « Unconventional monetary policies – Recent experience and prospects », 18 avr. 2018, p. 1.

zéro. Ces deux mesures sont clairement destinées à assurer la stabilité macro-économique, bien qu'elles impliquent des instruments distincts : la première est établie sur l'approvisionnement ciblé en liquidité et le rachat d'actifs privés et la seconde sur le rachat de titres publics et sur le guidage prospectif ou effet de signal (*forward guidance*).

En effet, au début de la crise et afin d'éviter tout blocage du marché monétaire dû à un arrêt des opérations de refinancement entre les banques, la BCE, comme toute banque centrale consciente de ses responsabilités systémiques, a décidé de satisfaire toute la demande de liquidité du système bancaire à un taux d'intérêt fixe faible. Une fois que cette situation de blocage à court terme a été levée, la BCE a mis fin à cette action.

En outre, afin de favoriser le financement de l'économie réelle mais aussi une remontée du taux d'inflation, la BCE cherche à stimuler la distribution du crédit bancaire. Dans cet objectif, elle procède à des opérations de refinancement de long terme (LTRO) qui permettent aux banques de trouver des moyens de refinancement pouvant aller jusqu'à plusieurs années au lieu de quelques mois comme c'était le cas auparavant. Cela est aussi censé permettre une stabilisation des anticipations sur les risques des positions bancaires et inciter les banques à davantage s'engager dans le financement de l'économie. Cela est aussi accompagné par des opérations de refinancement dirigées plus spécifiquement en direction du refinancement des prêts aux entreprises (TLTRO) telles que, lorsque les banques croissent leur crédit à l'économie au-delà d'un niveau donné, elles bénéficient de taux négatifs, ce qui revient à subventionner l'activité de crédit à l'économie du système bancaire par la BCE.

La baisse des exigences de qualité des actifs que les banques utilisent pour accéder au refinancement est un autre élément d'assouplissement des conditions d'activité bancaire. Après avoir suivi une trajectoire descendante jusqu'à la fin 2014, les prêts au secteur privé commencent à remonter à un rythme annuel de croissance qui devient positif à partir de 2015 (20) : « *Selon l'enquête de janvier 2017 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la hausse des prêts a continué d'être soutenue par l'augmentation de la demande pour toutes les catégories de prêts au quatrième trimestre 2016. Les critères d'octroi des crédits aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages se sont globalement stabilisés. La hausse de la demande de prêts s'explique par plusieurs facteurs, notamment la faiblesse générale des taux d'intérêt, l'intensification des activités de fusion-acquisition et de refinancement de la dette, des perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel et la hausse de la confiance des consommateurs. Les TLTRO ont continué d'avoir un effet d'assouplissement sur les modalités et conditions attachées aux prêts, et l'effet d'assouplissement sur les critères d'octroi de prêts a également augmenté au deuxième semestre 2016.* »

(20) BCE, *Bulletin économique*, n°1/2017, p. 21, disponible sur le site Internet [publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-economique-bce-n1-2017.pdf](http://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-economique-bce-n1-2017.pdf).

Agissant au début sur le marché de la dette privée, les interventions de la BCE se sont étendues aussi au marché des obligations souveraines au lendemain du déclenchement, en 2010, de la crise des dettes publiques européennes. Après avoir acquis 220 milliards d'euros de titres d'emprunts des Etats grec, portugais, italien et espagnol, la BCE a mis fin à son programme au cours de 2012. Toutefois, en septembre 2012, la BCE a annoncé un programme de rachat illimité des obligations publiques (Outright Monetary Transaction, OMT) des Etats en difficulté, afin de pallier la défiance montante sur la pérennité de la zone euro. La BCE se montre ainsi prête à intervenir sans limites pour racheter sur le marché secondaire les obligations d'une maturité de 1 à 3 ans des Etats en difficulté qui bénéficient du dispositif du fonds de stabilité financière sous la condition d'une intégration dans le programme d'ajustement structurel et d'assainissement des dépenses publiques. L'OMT n'a jamais été vraiment appliquée, mais a plutôt servi à réduire les pressions sur les pays en difficulté en redonnant confiance aux marchés en ce qui concerne la disponibilité de la BCE à s'engager dans un soutien sans faille du système de paiement. Encore une fois, dans une économie principalement fondée sur les décisions des acteurs privés décentralisés, les positions publiques jouent un rôle crucial dans le système d'information utilisé dans l'élaboration des stratégies futures des opérateurs de marché.

Toujours dans la même perspective, les achats d'actifs sont l'une des mesures non conventionnelles auxquelles la BCE recourt pour atteindre ses objectifs. En janvier 2015, la BCE a décidé de lancer un vaste programme d'assouplissement quantitatif consistant à injecter des liquidités dans le système financier *via* des rachats de titres obligataires souverains et privés (60 milliards d'euros mensuels en 2015 et 2016). En janvier 2017, le Conseil des gouverneurs confirmait qu'il poursuivrait le programme d'achats d'actifs au rythme mensuel de 80 milliards d'euros jusque fin mars 2017 et ensuite à hauteur de 60 milliards d'euros par mois jusque fin décembre 2017 et, au-delà, si nécessaire, jusqu'à ce qu'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif soit observé. Le Conseil des gouverneurs s'est dit aussi prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme si les conditions le nécessitaient. Les achats fermes de titres négociables – y compris des obligations souveraines à condition qu'ils soient effectués sur le marché secondaire auprès d'investisseurs et non sur le marché primaire – sont inclus comme instruments de politique monétaire dans l'article 18.1 des statuts du SEBC. Ces opérations n'affectent pas directement le fonctionnement du marché primaire et n'engendrent pas de financement monétaire des déficits budgétaires des Etats membres de la zone euro, contrairement aux cas américains et britanniques, où les banques centrales (la Réserve fédérale ou Fed et la Banque d'Angleterre) avaient bien acheté les obligations du Trésor nouvellement émises. La BCE partage en outre la responsabilité des engagements avec les banques centrales nationales des pays membres en n'effectuant que seulement 20%

des rachats d'obligations, le reste étant endossé par les banques centrales nationales, qui doivent supporter le risque de défaillance de l'émetteur national. Les achats d'obligations sont réalisés au prorata de la détention du capital de la BCE par les banques centrales nationales – les parts les plus élevées sont celles de la Bundesbank et de la Banque de France, respectivement 25,6% et 20,1%).

L'ensemble de ces opérations vise à relancer la dynamique économique qui est fondée, dans une économie capitaliste, sur le dynamisme des différentes catégories de variables comme le prix des actifs, la confiance des agents économiques, la reprise de l'investissement, de la consommation et une remontée de l'inflation. En effet, comme le gouverneur de la BCE le souligne (21), la politique d'achat d'actifs privés et publics a un effet de signal et se présente comme une référence pour les anticipations d'inflation à des niveaux plus conformes à l'objectif de moyen terme de 2%. Ce signal concourt aussi au maintien des taux réels très bas. Un plus faible coût de l'endettement et des fonds propres peuvent rendre rentables des projets d'investissement qui paraissaient auparavant peu attrayants, sans que cela garantisse que les comportements des marchés vont devenir plus optimistes.

Face à des objectifs et moyens, au moins deux réserves sont avancées en critique de la politique d'assouplissement : son potentiel à fausser le processus d'allocation des ressources et celui de répartition des richesses. Sur le premier point, on pourrait penser qu'une économie dans laquelle les taux d'intérêt sont très bas est une économie qui est fondée sur des incitations très peu pertinentes, poussant vers des risques inconsidérés sur les marchés. M. Draghi fournit la réponse suivante : « *Dans un environnement de surendettement, par exemple, il n'est pas évident qu'une politique monétaire accommodante nuise à l'ajustement des bilans. Dans de nombreux pays, le faible niveau des taux d'intérêt a contribué, en fait, à stabiliser la dynamique d'endettement en réduisant les charges d'intérêts, facilitant par là l'ajustement des bilans. Le ratio des charges d'intérêts des gouvernements des pays de la zone euro par rapport au PIB a diminué en moyenne de 0,4 point de pourcentage du PIB entre 2012 et 2014* »(22). Ensuite, les décisions de politique monétaire n'ont pas été prises de façon isolée et ont cherché à réduire les risques et le levier d'endettement dans les bilans des banques tout en soutenant le financement des activités. Elles l'ont été dans le contexte d'un cadre plus large, permettant d'atténuer certaines préoccupations relatives à la stabilité financière.

(21) M. DRAGHI, « Les récentes mesures de politique monétaire de la BCE : efficacité et défis », Cycle de conférences « Camdessus » sur les questions relatives à l'activité de banque centrale, Washington, 14 mai 2015, disponible sur le site Internet [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150514.fr.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150514.fr.html).

(22) *Id.*

EVOLUTION DU RÔLE DE LA BCE : SUPERVISION SYSTÉMIQUE.  
EST-CE SUFFISANT ?

Les politiques monétaires non conventionnelles ont permis de stopper l'hémorragie et de mettre la zone euro en situation de survie sous une tente à oxygène. Or la continuité de l'aventure européenne dépend de la capacité de l'Union – mais aussi de celle des autres pays déterminants dans le concert mondial – à questionner la pertinence et la cohérence des principes qui ont guidé les politiques économiques – tant monétaires que fiscales et budgétaires – durant les quatre dernières décennies. La libéralisation financière est l'un de ces principes massivement suivis et appliqués dans la reconfiguration libérale des politiques monétaires d'avant la crise. L'ampleur de la crise et sa persistance au-delà de tous les pronostics les plus pessimistes nous obligent aujourd'hui à remettre en question nos croyances en la capacité autorégulatrice des marchés financiers et en leur fonctionnement spontanément bénéfique au fonctionnement de l'économie réelle.

Dix ans après le déclenchement de la crise financière, on est encore à évaluer ses implications politiques et à réfléchir sur la période d'après. Et la question qui se pose encore est de savoir si on devrait et si on va changer de façon profonde nos idées et croyances sur la macro-économie et les politiques macro-économiques, à l'instar des périodes de crises majeures des années 1920-1930 et 1970. Certainement, la crise actuelle a poussé la majorité des économistes et des institutions, comme la BCE, à prendre conscience de l'importance de la finance, de la complexité du secteur financier, des effets de contagion des difficultés survenant dans le système bancaire d'un pays membre à l'ensemble de la zone et des conséquences désastreuses des crises financières systémiques. Toutefois, comme O. Blanchard et L. Summers le remarquent (23), nous devons aller au-delà de ces observations et remettre en question nos croyances ô combien idéologiques.

Un premier pas a été fait dans ce sens – espérons qu'il sera suivi de pas encore plus structurels –, avec la décision du Conseil européen d'octobre 2012 de réaliser une Union bancaire européenne dont le premier pilier est constitué d'un mécanisme de surveillance unique (MSU) des banques de l'Eurosystème. La BCE se retrouve aux commandes de la responsabilité de la mise en œuvre du MSU et entre ainsi dans un nouveau champ de compétence, qui élargit sa mission au-delà de la politique monétaire de stabilité des prix dans la zone euro. « Mieux vaut tard que jamais », diraient Joseph Schumpeter et Hyman Minsky, après avoir étudié la longue histoire des instabilités financières du capitalisme moderne ! (24)

(23) O. BLANCHARD / L. SUMMERS, « Rethinking stabilization policy. Back to the future », Peterson Institute for International Economics, 8 oct. 2017.

(24) F. ULGEN, « Schumpeterian economic development and financial innovations: a conflicting evolution », *Journal of Institutional Economics*, vol. X, n°2, 2014, pp. 257-277.

En effet, depuis fin 2014, la supervision macro-prudentielle, nouvelle mission assignée à la BCE, s'effectue au travers de deux modalités qui sont fondées sur le critère de « *too big to fail* ». D'une part, la BCE exerce sa supervision de façon directe, avec l'aide des autorités nationales de supervision, sur les établissements jugés « *significatifs* » (25). D'autre part, la BCE supervise, par délégation aux autorités de supervision nationales, les établissements qui seraient jugés moins significatifs. Cette évolution pointe vers un changement de perspective qui pointe vers les mécanismes de régulation/réglementation financière comme un problème de fond dans le fonctionnement des systèmes monétaires et financiers.

Toutefois, bien qu'au-delà du périmètre du présent article, il conviendrait de souligner qu'à l'expérience de nombreuses instabilités vécues depuis quatre dernières décennies dans nombre d'économies de marché tant avancées qu'en émergence, de sérieuses limites apparaissent quant à l'efficacité économique et sociale des politiques économiques conçues et appliquées de façon cloisonnées les unes par rapport aux autres ; la politique monétaire – principalement axée sur la stabilité des prix – menée par la banque centrale et les politiques fiscale et budgétaire – souvent pensées en accompagnement du fonctionnement des marchés qui sont libérés d'objectifs collectifs et de contraintes réglementaires restrictives opérées par les gouvernements. Il faudrait certainement penser les actions de la BCE aussi par rapport à cette situation assez confuse. Dans le contexte actuel où l'inflation n'est pas une véritable préoccupation et où la « morosité » économique persistante menace l'avenir de nos sociétés dites libres, Barry Eichengreen note : « *il est nécessaire que les autorités monétaires et budgétaires travaillent ensemble, notamment en permettant à la banque centrale, in extremis, de monétiser les déficits* » et « *il ressort de la crise une leçon-clef : les politiques macro-économiques et financières sont étroitement liées et doivent être coordonnées au sein de la même institution, même si elles sont exécutées par des comités séparés* » (26).

Par conséquent, il conviendrait d'aller au-delà des oppositions actuelles qui portent sur la responsabilité de la banque centrale vis-à-vis de sa mission – étroite – qui devrait se limiter à la stabilité des prix ou encore de son statut d'institution supranationale indépendante mais non démocratiquement élue, *etc.* Le fond du problème est lié à nos choix de société, que les décisions politiques mettent en application par le biais des stratégies économiques assignées à telle ou telle institution en la présentant

(25) Ce sont des établissements qui ont un total des actifs supérieur à 30 milliards d'euros ou qui ont un poids supérieur à 20% dans le PIB de leur pays d'origine ou encore qui ont reçu une aide financière du Mécanisme européen de stabilité ou du Fonds européen de stabilité financière. En outre, il est aussi décidé que pour chaque Etat membre, au moins 3 établissements de crédit appartiendraient au périmètre de supervision de la BCE, qu'ils entrent ou non dans les critères précédents. 128 grandes banques européennes jugées significatives sont sous la supervision directe de la BCE (dont 13 groupes bancaires français, représentant 95% du système bancaire national en termes de total de bilan).

(26) B. EICHENGREEN, « Des banques centrales indépendantes... mais plus transparentes », *Le Monde*, 30 nov. 2017, p. 7.

sous des formes particulières. L'indépendance de la banque centrale est un choix politique qui débouche sur des politiques économiques particulières. La libéralisation financière en est un autre, qui est intimement lié à la première. Ces choix ont des conséquences qui concernent l'ensemble de la société, jusqu'à l'individu le plus reculé des décisions et actions monétaires, fiscales et budgétaires. La crise devrait être l'occasion d'un renouveau réfléchi, mais on ne peut pas espérer rénover avec les modèles faillis.

\* \*  
\*

L'expérience de la lutte contre la crise actuelle pourrait-elle être transformée en un changement radical de conception et de perception de la BCE, mais aussi de la monnaie unique européenne, l'euro, qui, de l'état d'un bourdon, mystère de la nature, qui ne devrait pas voler mais qui, néanmoins, vole, serait en phase de passer à l'état d'une véritable abeille, naturellement capable de voler sans mystère ? L'avenir en dépendra, probablement.

Cela, à en croire M. Draghi (27), doit être fondé sur les quatre piliers qui devraient faire de l'Europe une véritable union : union fiscale, union bancaire-financière, union économique et union politique. Qu'à cela ne tienne si on veut œuvrer dans ce sens. La crise a obligé les pays membres à en renforcer quelques-unes, nonobstant plusieurs décennies d'hésitation et de débats langoureux. Après le Brexit et la persistance des difficultés tant économiques que politiques, l'Europe saura-t-elle continuer à renforcer l'unification et, aussi, modifier son regard sur le fonctionnement des économies de marché, qui ne peut pas être laissé aux stratégies spontanées des marchés déréglementés eux-mêmes ? Pour une fois qu'un décideur européen, connu comme étant libéral de surcroît, parle du problème d'action collective (28), ne devrions-nous pas le saisir au vol et lancer un débat collectif et démocratique pour redessiner nos objectifs de l'avenir, avenir qui ne peut être que collectif, qu'il s'agisse de la stabilité financière, de l'environnement, de la soutenabilité, de la réduction de la pauvreté ou encore de l'entreprise privée ?

Il ne serait pas inutile de conseiller à nos banquiers centraux mais aussi aux économistes, de relire l'excellent article de Jacques Le Bourva qui se termine par ces lignes : « *Au total, les périodes exceptionnelles exceptées, la politique monétaire n'empêche pas les tendances de fond qui poussent à la création de la monnaie de se manifester. Les banquiers n'ont pas un pouvoir*

(27) « Verbatim... », *op. cit.*

(28) *Ibid.* : « *The second point is in a sense a collective action problem: because national supervisors, looking at the crisis, have asked their banks, the banks under their supervision, to withdraw their activities within national boundaries. And they ring fenced liquidity positions so liquidity can't flow, even across the same holding group because the financial sector supervisors are saying 'no'. So even though each one of them may be right, collectively they have been wrong. And this situation will have to be overcome of course.* »

*absolu, ils subissent le marché bien plus qu'ils ne le contrôlent. La conduite de la monnaie ressemble à la pratique du vol à voile » (29).*

Que le bourdon devienne abeille et vole naturellement, il aurait fallu plus d'une crise pour le comprendre. Du moment qu'on l'a compris, l'avenir ne peut être que radieux.

(29) J. LE BOURVA, « Création de la monnaie et multiplicateur du crédit », *Revue économique*, vol. XIII, n° 1, 1962, p. 56.