

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

LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, SOURCE D'INSTABILITÉ FINANCIÈRE ?

PAR

MARKUS C. KERBER (*)

Les banques centrales fondent leur monopole et leur indépendance par rapport aux décisions démocratiques proclamant que chaque banquier central doit avoir pour ambition inaliénable de maintenir à flot le système financier. Perspectives à long terme, expertise, indépendance représentent en conséquence, suivant leurs propos, les conditions institutionnelles permettant d'atteindre l'objectif sacré d'un équilibre entre une faible inflation et un niveau élevé d'emploi. Comme seuls prêteurs de dernier ressort, les banques centrales ont pour principale prérogative de prévenir l'effondrement du système, maîtriser ses crises et garantir son équilibre. En droit constitutionnel comme dans les institutions économiques, ces conditions d'indépendance sont toujours acceptées, même si elles sont discutées.

Le postulat de l'indépendance à l'égard des gouvernements et des autres organes démocratiques est régulièrement répété par le président de la Banque centrale européenne (BCE) comme par ses collègues les plus proches du Conseil exécutif, Vitor Constancio et Benoît Cœuré. Les représentants de la Bundesbank, en particulier son président, ne font que partager cette conviction. Ils ont raison de soutenir que l'indépendance de la BCE, incorporée depuis le Traité de Maastricht dans le traité fondateur de l'Union européenne, est le résultat de leur pression politique. Jusqu'à maintenant, aucune analyse académique sérieuse ne s'est interrogée sur le lien entre l'indépendance des banques centrales et leur statut national, alors que tel n'est pas le cas de la BCE, qui est une banque supranationale. Savoir si la question se pose dans les mêmes termes pour elle est dès lors légitime. L'équilibre empirique entre la politique de la BCE et son développement institutionnel conduit à se demander si l'indépendance est la condition appropriée et suffisante pour garantir le respect, par la Banque, des buts et limites de son mandat. L'indépendance sacrée de la BCE présente en effet des traits factuels et formels qui la distinguent de toutes les autres banques centrales nationales.

Le système électoral du Conseil des gouverneurs repose sur le principe « un homme – une voix ». Devrait-il y avoir, en termes d'économie

(*) Professeur d'Economie financière et d'Economie politique à l'Université technique de Berlin. Fondateur d'Europolis, centre de réflexion germanophone sur les problèmes européens.

institutionnelle, des droits de vote égaux entre les représentants de pays aussi différents que l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne d'un côté, le Luxembourg, l'Estonie, Malte et la Lituanie de l'autre ? Est-il vraisemblable qu'une politique raisonnable sorte d'une banque centrale dans laquelle pouvoir de gestion et responsabilité financière sont à ce point hors de proportion ? Peut-on escompter une bonne gouvernance si des pays comme l'Allemagne se voient privés de leur droit de vote au Conseil durant certaines périodes ? En d'autres termes, la déconnexion entre maîtrise opérationnelle et responsabilité économique, qui est le caractère institutionnel le plus frappant de la BCE, conduirait-elle à des politiques qui sont ou bien considérées avec méfiance par quelques pays majeurs ou bien ouvertement rejetées par leurs peuples ?

Ces questions soulignent la différence toujours sous-estimée entre les banques centrales nationales et la BCE. Une banque nationale indépendante ne peut s'affranchir de la démonstration de cette indépendance qu'avec l'appui de l'opinion publique, au cours des batailles politiques quotidiennes. La BCE mène sa politique sans se soucier des opinions publiques. L'absence d'un espace public européen s'avère avantageux pour elle. Elle limite sa responsabilité au stade de quelques conférences de presse de ses président et vice-président. Jusqu'à présent, le président a vainement tenté de convaincre l'opinion publique allemande des vertus de sa politique. Ses efforts de communication montrent clairement la crainte du président Mario Draghi de perdre ce que la Bundesbank n'a jamais perdu : la confiance du peuple allemand. En dépit de la multiplication d'entretiens personnels destinés à y parvenir, le public allemand est loin d'être persuadé. La base de leur conviction est que l'Allemagne a été marginalisée par la BCE. Deux positions-clefs ont été attribuées à des Français. Benoît Cœuré est en charge de toutes les opérations de marché, y compris le programme d'achats du secteur public ; Danièle Nouy est responsable de la surveillance des activités bancaires. Comme d'habitude et sans en dire plus, la France est fort bien représentée dans les organisations internationales.

Alors que les nationaux d'un pays sont aux manettes de leurs banques centrales nationales en dépit de leur indépendance, la BCE n'a pas de dirigeant unique, économiquement un « patron », et, dès lors, accroît ses pouvoirs au-delà de son mandat monétaire. Ce dernier est clairement limité à la stabilité des prix au moyen d'une politique monétaire. En outre, comme les questions monétaires sont très complexes et que la surveillance des banques est par définition discrète, le contre-pouvoir de l'opinion publique n'est pas en mesure de percer l'opacité naturelle des mesures de la BCE.

Pour résumer les considérations qui précèdent, il est évident que l'indépendance de la BCE est un problème et non la solution de la tentation, bien connue et largement discutée sur le plan intellectuel, d'exercer un monopole dans la création monétaire. Ce problème intrinsèque de la BCE pourrait être atténué si elle adhéraient strictement à son mandat. A l'inverse, son interprétation extensive de ses attributions et leur élargissement entraînent d'importantes conséquences, surtout en termes de conflits

d'intérêt. Même investie d'un mandat très restreint, la BCE et ses dirigeants tiennent le même discours, laissant entendre que leurs mesures durant la crise de 2007-2008 ont assuré un sauvetage bienfaisant, tout comme les mesures originales prises depuis 2010. Ce propos est renforcé par les pouvoirs de supervision de la BCE sur la base du Mécanisme unique de supervision (SSM) appliqué depuis novembre 2014. Or cette compétence est juridiquement contestée, même si elle existe en fait.

Ce qui suit présente une analyse radicalement différente. En dépit de politiques dérogatoires et de pouvoirs de supervision accrues, la BCE semble avoir perdu sa capacité de diriger de façon autonome la politique monétaire tout en ayant un impact sur le marché des capitaux, à moins que les programmes en vigueur ne soient prolongés et élargis. L'effet latéral de la distorsion de concurrence sur le marché des capitaux – peut-être voulue par la BCE – est le trait dominant de cette politique. On peut se demander dans quelle mesure elle a contribué à l'instabilité potentielle du système financier. Elle a d'ores et déjà dégradé la réputation au sein des Etats de la Zone euro. A long terme, c'est une menace pour son autorité. Pour approfondir l'analyse de la relation entre la politique de la BCE et la stabilité monétaire, il convient d'en confronter la notion avec le résultat des mesures de la Banque depuis 2010.

LA NOTION DE STABILITÉ FINANCIÈRE

La notion de stabilité financière a un contenu normatif, qui est d'une certaine manière en relation avec l'idée macro-économique d'équilibre. La référence juridique à la stabilité financière figure dans l'article 127§5, qui stipule que la BCE « *contribuera à la conduite harmonieuse de politiques menées par les autorités compétentes en matière de supervision prudente des institutions du crédit et de stabilité du système financier* ». La question de savoir jusqu'où peut s'étendre cette compétence soulève des controverses juridiques dont on ne traitera pas à ce stade. Indépendamment de cette question de droit, la discussion économique autour de la stabilité financière appelle une brève description d'un concept très débattu. Ce qu'on peut en retenir dans le cadre de cette étude peut être résumé comme suit.

La stabilité financière recouvre le fonctionnement du système bancaire de prêts et de paiements. Dans la mesure où ces deux fonctions fondamentales sont menacées par des circonstances variées, la stabilité financière est en cause. Une surcharge de risques des banques ou un nombre significatif de prêts non remboursés constituent une telle menace. En outre, des liquidités abondantes dans un système bancaire qui cherche un haut niveau de profits et contribue à un risque disproportionné peuvent devenir insoutenables pour un nombre significatif de banques. Dès lors, la BCE a l'obligation, dans ce cadre, de ne pas inciter, par l'abondance de liquidités, à des activités de négoce risquées ni de récompenser les banques pour des prêts à des sociétés ou des particuliers qui ne fourniraient pas des collatéraux

adéquats. Or la BCE prétend disposer d'un pouvoir discrétionnaire pour définir ce que sont les garanties adéquates au sens de l'article 18§1 de son Statut. De façon plus générale, on peut soutenir que toute politique monétaire incitative qui suspend les mécanismes de marché ou qui fausse la concurrence entre les émetteurs sur le marché des prêts est contraire au mandat de la BCE relatif à la stabilité financière.

Rappelons simplement que le principe de concurrence non faussée est le pilier de l'ordre économique au sens du traité fondateur de l'Union européenne et, par là, de la stabilité financière. La BCE s'est vu confier – même si ce point est contesté devant la Cour constitutionnelle allemande – une responsabilité totale de la supervision des banques de la Zone euro et un rôle de prêteur de dernier ressort. Son champ d'intervention opérationnelle est ainsi défini et peut entrer en conflit avec les objectifs prioritaires d'une politique monétaire. Ainsi, sa responsabilité en matière de stabilité financière équivaut à un engagement de s'abstenir de mesures qui, en faussant la concurrence, mettent clairement en danger la stabilité et l'équilibre du système financier. La confiance que le traité fondateur place dans la concurrence non faussée est un pilier de la stabilité économique et financière et la concurrence représente un contre-pouvoir aux interventions étatiques comme aux abus d'émetteurs importants sur le marché. C'est à partir de ces critères qu'il convient de regarder de plus près les mesures de politique monétaire prises par la BCE.

CHRONOLOGIE DE LA POLITIQUE DE CRISE DEPUIS 2007

Programmes d'achat de titres de marché et d'obligations garanties

En 2009, une année avant la crise grecque, la BCE lança un programme d'achat d'obligations garanties. Un second suivit en 2011. Les deux conduisirent à un accroissement de 76,4 milliards d'euros du bilan de la BCE. Ils sont maintenant dépassés parce que les obligations sont échues. En 2010, les obligations de la Grèce et, en conséquence, de l'Irlande et du Portugal devinrent éligibles pour les opérations de la BCE. Cette mesure extraordinaire, déclarer pleinement éligibles des obligations provenant d'Etats qui allaient vraisemblablement faire défaut, a été suspendue pour la Grèce à partir du 2 mars 2012, durant le programme de refinancement. Depuis une décision du 22 juin 2016, l'Eurosystème considère les émissions de la Grèce à nouveau éligibles. Le programme d'achat de titres conduisit à un bilan de la BCE de dette souveraine relativement modeste. Selon la Bundesbank, il se monterait à 210 milliards d'euros. Toutefois, en dehors de ces mesures exceptionnelles, l'assouplissement qualitatif continu est un trait marquant de la politique de crise de la BCE.

Assouplissement qualitatif continu

L'assouplissement qualitatif (*qualitative easing*), à la différence de l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*), concerne l'affaiblissement des exigences de toute nature et de la robustesse des garanties requises pour les opérations de crédit de la banque centrale. Il entraîne un risque structurel pour les actifs du bilan qui l'éloigne de la situation antérieure. Par contraste, l'assouplissement quantitatif accroît le solde de la banque avec l'achat de dettes souveraines. Citons Ulrich Bindseil, haut fonctionnaire de la BCE, au sujet de l'importance de l'ossature des garanties pour une banque centrale : « *Collateral availability is the ultimate constraint to accessing to central bank credit. In this sense, it is difficult to overstate the importance of the collateral framework for monetary policy and financial stability. Unencumbered central bank-eligible collateral is potential central bank money, dependent on the rest of operational framework, as banks can swap it more or less easily into actual deposits with the central bank.* » (1)

Le processus d'assouplissement qualitatif systématique a commencé en décembre 2011 et s'est poursuivi en février 2012. Il a conduit à un amenuisement des critères d'éligibilité générale, qui sont passés de AAA+ à A+. En termes de garanties, cela signifie des avoirs de classe très différente. Parallèlement, la BCE a conféré aux banques centrales nationales un pouvoir discrétionnaire pour assouplir davantage encore leurs critères d'éligibilité. Sept banques centrales ont utilisé cette possibilité (France, Autriche, Espagne, Italie, Grèce, Portugal et Irlande) sans en donner les raisons. On a pris cependant en compte la corrélation entre ces assouplissements et la réduction de la valeur des garanties.

Ce processus a néanmoins renversé la tendance à l'unification des garanties par des critères d'éligibilité formulés dans une liste unique. Le fondement d'une telle liste est le suivant : « pas de monnaie unique sans une liste unique de critères d'éligibilité clairement définis ». Dans le cas contraire, la conséquence est qu'une approche différenciée en matière de politique collatérale fausse la concurrence entre banques de l'Union monétaire européenne. Ainsi, la décentralisation de l'éligibilité par la BCE, décidée en décembre 2011, peut fausser la concurrence entre les banques de la Zone euro.

Indépendamment des aspects fondamentaux du Traité relatifs à une concurrence non faussée, ni la BCE ni les banques centrales nationales des membres de l'Union monétaire ne sont autorisées à modifier de manière discrétionnaire les critères d'éligibilité. Voilà qui est largement ignoré par

(1) « *La détention de garanties est la contrainte ultime pour accéder au crédit de la banque centrale. On ne saurait surestimer l'importance de cette ossature pour la politique monétaire et la stabilité financière. Les banques éligibles à la garantie d'une banque centrale qui en disposent constituent un argent potentiel pour cette banque centrale, en fonction du reste de leur architecture opérationnelle, dans la mesure où elles peuvent échanger plus ou moins facilement en fonds réels avec la banque centrale.* »

les praticiens et les universitaires. U. Bindseil rejette l'idée d'un crédit de banque centrale sans collatéral sous-jacent, mais il admet que, à défaut, des prêts demanderaient une évaluation approfondie des risques incompatible avec des opérations monétaires rapides. Il semble ignorer que l'article 18 du Statut de la BCE exige clairement des « *garanties adéquates* » pour toutes les opérations de crédit. Dans la mesure où la BCE assouplit les critères d'éligibilité de façon indéterminée, elle déclenche un processus d'érosion d'adéquation du risque. L'argent des banques centrales n'est plus distribué dans des conditions qui correspondent à une économie caractérisée par la propriété privée.

L'assouplissement qualitatif ne s'attache pas seulement aux critères d'éligibilité des collatéraux qualifiés. Il se marque également par leur élargissement avec de nouveaux titres et actions. Normalement, les banques centrales et la BCE n'acceptent d'opérations de crédit que sur la base de garanties négociables sur le marché. Cependant, la BCE a élargi cette liste de façon douteuse. Elle a déclaré éligibles : des valeurs non constituées en euros, sans en détailler le contenu ; des créances bancaires sur des marchés non régulés ; des lignes de crédit d'un syndicat de banques avec une garantie publique ; des dettes hypothécaires ; des dépôts à terme – même si ces dépôts ne sont pas des valeurs mobilières au sens strict et sachant que, dans la mesure où ils sont acceptés comme tels, la BCE ne serait pas en mesure de stériliser un assouplissement quantitatif en demandant aux banques de souscrire à ces dépôts à terme parce qu'ils peuvent être immédiatement échangés auprès de la banque centrale contre de l'argent frais.

U. Bindseil fournit les chiffres de la disponibilité des garanties au sein de l'Eurosystème. Il note que les avoirs des banques se montent à environ 32 000 milliards d'euros. 14 000 milliards étaient en 2012 acceptables pour l'éligibilité avec 5 000 milliards d'euros de décote postérieure. Ainsi, l'assouplissement qualitatif n'est pas seulement une source majeure d'instabilité financière. Il est aussi le trait majeur de la politique de la BCE, sans que le public conscient en soit informé. Il n'est dès lors pas surprenant que la décision du 22 juin 2016 de requalifier comme éligibles les bons souverains de la Grèce pour des opérations d'achat par l'Eurosystème n'ait pas provoqué de protestations, en dépit du fait que ce pays dépend largement des transferts de l'Union européenne pour demeurer solvable.

Gestion relâchée du Fonds de liquidités d'urgence (2)

On fait ici référence à l'article 14§4 du Statut de la BCE, qui autorise les banques centrales nationales à fournir des liquidités individuelles en cas d'assistance en urgence à un secteur bancaire national, sauf si le Conseil de la BCE y met son veto à la majorité des deux tiers. Le montant de 161 milliards d'euros accordé aux banques par les banques centrales des

(2) Emergency Liquidity Assistance (ELA).

membres de l'Eurosystème indique clairement l'importance quantitative du Fonds dans le cadre de la politique de crise de la BCE. Les conditions d'octroi des prêts du Fonds sont vagues. La démarcation entre insolvabilité et absence de liquidité est difficile à tracer. Le Fonds fonctionne comme une réserve permanente, contrairement à son objectif d'octroi transitoire de liquidités.

La manière dont a été géré le secteur bancaire grec de la fin 2014 à l'été 2015 démontre les manipulations de la BCE, en charge à la fois de la supervision bancaire et de la politique monétaire, qui comprend le rôle de l'Eurosystème comme prêteur de dernier ressort. Après l'arrivée au pouvoir du gouvernement d'Alexis Tsipras, la position de la Grèce sur le marché national et international s'est fortement dégradée. L'annonce de l'abandon, par les banques, de réclamations contre des débiteurs faibles, sur instruction du gouvernement, était la preuve, même aux yeux du moins informé des épargnants grecs, que, dans ces conditions, la stabilité du système bancaire national ne pouvait être maintenue. La fuite croissante des dépôts auprès des banques grecques vers des pays offrant des abris sûrs était non seulement une conséquence logique, mais aussi, si on en croit Hans-Werner Sinn, l'effet attendu par une politique de chantage du gouvernement grec. Il menaçait ainsi les Etats créditeurs d'un chaos financier. En dépit des difficultés de la période, la directrice de la supervision bancaire de la BCE continua à rassurer l'opinion publique en affirmant que les banques grecques demeuraient solvables, cependant que des montants importants de crédits du Fonds étaient accordés par la banque centrale grecque aux quatre principales banques du pays.

La contradiction apparente entre le montant de ces crédits pour les banques grecques, plus de 90 milliards d'euros à l'été 2015, et le discours du système de supervision à l'appui de la « solvabilité maintenue » des banques grecques peut s'expliquer par le dilemme inévitable auquel la BCE se trouve confrontée. Si les banques grecques n'étaient plus solvables, la BCE, organe de supervision, devrait les déclarer « en défaut ou en passe de l'être », ce qui provoquerait une intervention immédiate du Mécanisme de résolution unique (Single Resolution Mechanism) de Bruxelles. Au surplus, une telle déclaration aurait entraîné une controverse au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE, dans la mesure où l'usage du Fonds de liquidités d'urgence est strictement interdit en cas d'insolvabilité des banques. En dépit du fait que les deux tiers des membres du Conseil étaient favorables au maintien de ces crédits en faveur des banques grecques, la BCE, en tant qu'institution fondée sur le droit, aurait eu du mal à expliquer pourquoi elle n'aurait pas opposé son veto à l'utilisation des crédits du Fonds par la banque nationale grecque. L'opacité organisée de l'action de la BCE au long de l'année 2015 démontre le conflit entre sa responsabilité en matière de politique monétaire et ses obligations comme superviseur bancaire.

Le caractère discrétionnaire et simultané de la déclaration de Danièle Nouy sur la solvabilité des banques grecques d'un côté et la répugnance

à les liquider de l'autre réfute entièrement le discours sur la finalité de l'union bancaire comme une structure permettant de sortir des institutions de crédit du marché et à saisir les liquidités le cas échéant. Il prouve en plus le déficit normatif crucial du Mécanisme de supervision : ni la qualification d'une banque comme « en défaut ou en passe de l'être », ni sa liquidation subséquente par le Conseil de résolution unique ne sont obligatoires. Les lettres adressées à Danièle Nouy ou au président Mario Draghi soulignant cette lacune n'ont pas reçu de réponses ou n'ont reçu que des réponses évasives. Les engagements relatifs au Mécanisme de supervision ou au Conseil de résolution unique peuvent faire l'objet d'actions devant la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE). Ce n'est que si elle clarifie la question que le système bancaire cessera d'être alimenté par les contribuables. Malheureusement, les banques grecques ont reçu un montant de 25 milliards du Mécanisme européen de stabilité qui leur permet, comme hier, d'alimenter l'instabilité financière.

L'effet pratique de ces différentes techniques est d'encourager les gouvernements, comme celui de la Grèce, à continuer à abuser d'institutions financières sous-capitalisées pour les financements de l'Etat et des cadeaux sociaux en transférant les coûts au Mécanisme, financé par les contribuables. Comment la BCE peut-elle continuer à affirmer que de telles pratiques contribuent à réaliser la stabilité financière et à accroître la responsabilité fiscale ? En ce qui concerne l'Italie, les caractères de la crise bancaire sont différents, mais peut-être plus alarmants encore. Trois banques, dont l'une, Monte dei Paschi di Siena est la n° 3 du pays, ont dû être recapitalisées par le gouvernement après avoir échoué à lever de l'argent frais sur le marché. La BCE a donné sa bénédiction en soutenant que toutes ces banques seraient solvables !

Depuis le 6 septembre 2012 : les opérations monétaires sur titres (OMT)

Même si elles n'ont jamais été mises en œuvre et en sont demeurées au stade des déclarations d'intention, la BCE déclare que, depuis qu'elle existe, les opérations monétaires sur titres sont la mesure la plus efficace de politique déclaratoire. En même temps, l'annonce de l'achat illimité d'obligations étatiques de pays attaqués sur les marchés a été validée par la CJUE. Dans son jugement préliminaire du 16 juin 2015 (Affaire C – 62/14), la Cour, conformément à la recommandation de l'Avocat général et sur la base de l'article 267 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), a considéré ces opérations pleinement compatibles avec ses articles 119, 123, 127, ainsi qu'avec l'article 17-24 du Statut de la BCE. La Cour a estimé que ces opérations relevaient de la politique monétaire, contrairement à la position des requérants et à celle de la Cour constitutionnelle allemande. Cette dernière soutenait que ces opérations appartenaient au domaine des politiques fiscales et, donc, relevaient de la seule compétence nationale. Le raisonnement suivi par la CJUE retient

l'attention par la méthode utilisée pour déterminer si la BCE respectait bien les limites de son mandat.

« *La Cour considère que, afin de déterminer si une mesure rentre dans le domaine de politique monétaire, il convient de se référer avant tout aux objectifs de la mesure.* » Ainsi, la CJUE ouvre la voie à un pouvoir sans limites de la BCE. Quoi qu'elle fasse, elle restera dans les limites de la politique monétaire dès lors qu'elle prétend que les mesures prises ont un objectif de politique monétaire... On réduit donc à un effort purement rhétorique le respect du TFUE par la BCE. Toutefois, comme l'impact sur la politique économique des pays de la Zone euro des opérations monétaires sur titres est indéniable, la CJUE a dû rester prudente pour ne pas s'exposer aux critiques.

« *Sans doute une mesure de politique monétaire ne peut être équivalente à une mesure de politique économique simplement parce qu'elle peut avoir des effets indirects sur la stabilité de l'Eurozone.* » Après que la Cour a ainsi sécurisé sa décision en ce qui concerne la compétence de la BCE, la question de la distorsion des marchés par l'intervention d'un seul investisseur capable de réaliser des achats sans limites reste ouverte. En fait, même si la BCE ne souscrit pas aux émissions du premier marché, le fait qu'elle puisse procéder à des achats illimités sur le marché secondaire ne peut manquer d'avoir des effets sur les souscriptions au marché primaire. Le souscripteur peut être assuré de vendre au seul investisseur – la BCE –, de sorte que l'opération revient aux souscriptions aux emprunts publics interdites par l'article 123 du TFEU. Les garanties présentées par la BCE pour faire en sorte que ces emprunts ne donnent pas lieu à distorsion de ce fait ont donné satisfaction à la CJUE. La BCE a simplement promis d'assurer qu'un moratoire serait observé entre l'émission sur le marché primaire et les achats de la Banque sur le marché secondaire.

Lorsque la Cour constitutionnelle allemande a eu à se prononcer sur les opérations monétaires sur titres à la lumière de la décision de la CJUE, elle ne l'a pas remise en cause, mais en a retenu une interprétation significative : dès lors que ces opérations ne remplissent pas certains critères – en particulier ne pas exposer la Bundesbank au risque de perte de tout ou partie de ses fonds propres –, ladite Bundesbank serait dans l'obligation de se retirer immédiatement du programme. Ainsi, la Cour constitutionnelle, tout en semblant suivre la CJUE, est revenue par un biais sur le champ de bataille, en proclamant son droit souverain de réinterpréter la décision de la Cour de Luxembourg.

Pour l'instant, cette décision de la Cour constitutionnelle est restée sans conséquences concrètes. Il y sera cependant référé si le programme d'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*) se poursuit en dépit de la montée parallèle de l'inflation et de la croissance, ce qui conduirait la Bundesbank à un risque existentiel si elle continuait à acheter des obligations. La BCE, on le comprend, a fort bien accueilli la décision de la CJUE, puisqu'elle a autorisé l'extension de son mandat, simplement

en déclarant le caractère monétaire de ses opérations. L'étendue de la distorsion de marché ainsi autorisée par la CJUE ne deviendra visible que si les opérations monétaires sur titres s'ajoutent à l'action du Système monétaire européen qui peut, de sa propre autorité, souscrire jusqu'à 50% d'une émission comme mesure de précaution. La possible collusion entre la BCE, le Système monétaire européen (SME), les gouvernements de la Zone euro et, naturellement, les banques est aggravée depuis que la BCE peut acheter directement des valeurs émises par diverses institutions européennes.

On peut comparer toutes ces facilités à un schème de Ponzi. Dans le présent contexte, ce concept de schème de néo-Ponzi peut être compris de manière figurée comme une chaîne perpétuelle de levée de fonds et de refinancements par des joueurs qui, quoique formellement indépendants, sont en réalité interdépendants et feront leur possible pour se porter mutuellement caution. Cela pourrait fonctionner de la façon suivante : si l'économie d'un membre de la Zone euro est en difficulté avec les marchés et si les taux d'intérêt de sa dette publique commencent à monter anormalement, le SME serait libre d'intervenir, même avant la mise au point d'un programme de conditionnalités. Des mesures de précaution autorisent le SME à souscrire jusqu'à 50% d'une émission d'Etat sur le premier marché. Comme la BCE, selon le programme d'opérations monétaires sur titres peut acheter un montant indéfini de fonds, le SME pourra toujours trouver un acheteur pour ses dettes. Les banques, connaissant parfaitement ce mécanisme de collusion qui entrave les forces du marché, voudront en conséquence souscrire aux émissions gouvernementales main dans la main avec le SME.

Si même le volume de dette publique devient un poids financier, ils auront l'heureuse ressource de trouver un acheteur final avec le Programme d'achat du secteur public (PSPP, la BCE et le SME. A supposer que les banques se trouvent dans une situation à haut risque telle que le manque potentiel de liquidités ou l'insolvabilité, le SME pourra les assister dans le cadre d'un programme de recapitalisation ou encore la BCE pourra ne pas opposer son veto à la fourniture de liquidités en urgence par les banques centrales nationales concernées. En tant qu'il refinance les prêts aux Etats et aux banques, le SME ne peut donner sans prendre. Ce refinancement suppose la souscription d'investisseurs internationaux, des banques qui quant à elles refinancent l'achat des produits du SME en les soumettant à la BCE pour être éligibles à des accords de rachat.

La collusion entre ces différents joueurs fonctionnera aussi longtemps que la chaîne ne se rompra pas. L'accident qui détruit le schème de Ponzi est évidemment difficile à anticiper. Les fonds du SME sont limités et l'appétit des banques pour le profit est illimité, tandis qu'aucun des Etats à problèmes de la Zone euro n'est prêt à avancer vers un meilleur équilibre fiscal. En définitive, la BCE n'est pas un corps homogène, mais plutôt une arène disparate pour des opinions différentes et des intérêts divergents.

Concentrer les regards du public sur la BCE est la meilleure manière d'élargir la discussion sur les difficiles questions que soulève sa politique. Sommes-nous en train d'assister au début d'un schème de néo-Ponzi, initié par la BCE et par certains gouvernements au nom du sauvetage de l'euro et de la stabilité financière ? Le fait que la BCE se soit autorisée elle-même à acheter des émissions de la Banque européenne d'investissement (BEI), du SME, du Mécanisme européen de stabilisation financière (EFSM) et du Fonds européen de stabilité financière (EFSP) jusqu'à 50% du montant de l'émission ne manque pas d'alerter les observateurs vigilants.

Juin 2014 : prêter aux banques pour encourager le crédit

Le TLTRO (opération de refinancement à objectif de plus long terme) décidé en juin 2014 est un pas nouveau et significatif d'une politique continue de gestion de crise. Il intervient clairement au profit des banques commerciales qui assument des risques individuels en soumettant les opérations de crédit de la banque centrale à un type particulier de politique de crédit de ces banques. Les actes juridiques pertinents datent du 29 juillet 2014 et la première opération de demande de crédit dans ce cadre s'est montée à seulement 64 milliards d'euros. Les banques n'apprécient manifestement pas l'assomption de risques micro-économiques par la BCE. Indépendamment de cette réserve, le débat macro-économique sur le point de savoir si une banque centrale devrait utiliser ses crédits sur la base de conditionnalités micro-économiques rigides reste ouvert. On peut laisser la question en dehors de ce contexte, parce qu'en volume le programme est devenu significatif sur le plan macro-économique. On a toutefois annoncé en 2016 un second TLTRO, TLTRO II.

Septembre 2014 : programme de couverture d'achats d'actifs III+ABS (crédits adossés à des titres)

Les 4 et 5 septembre 2014, le président de la BCE annonça un montant d'opérations à comptant pour un nouveau programme d'achats couverts pour 500 milliards d'euros. Il indiqua clairement que la BCE était prête à acheter des fonds titrisés, mais seulement dans la tranche senior, laissant ouvert le problème du risque pour la tranche mezzanine et pour les actions. Les discussions avec les gouvernements n'ont pas abouti et, actuellement, la BEI examine à quelles conditions elle pourrait assumer ces risques. On s'attendait généralement à ce que ces étapes finales préparent la voie à un immense pas vers un nouvel assouplissement quantitatif au début 2015. Sur le plan légal, des universitaires de renom ont vivement critiqué ce programme comme acte *ultra vires*, c'est-à-dire une mesure contraire au mandat de la BCE.

Pour résumer, on doit souligner que l'achat comptant d'actifs jusqu'au PSPP est demeuré limité. Les problèmes viennent du montant faible et déclinant des taux d'intérêt, allant de pair avec l'allocation complète des crédits demandés par les banques. L'assouplissement qualitatif (*qualitative*

easing) est cependant problématique sur le long terme, non seulement en raison de la distorsion de la concurrence, mais aussi pour le credo de l'union monétaire. Comparé à l'opération de refinancement à long terme, la BCE suspend ou réduit le minimum légal des réserves en même temps qu'elle élargit le refinancement d'opérations. Elles sont demeurées marginales. Pour autant, l'achat comptant d'obligations étatiques par les banques centrales nationales s'accroît fortement en volume.

Les mesures de politique non monétaire par les banques centrales nationales : le talon d'Achille du système européen de banques centrales

Dans un système confédéral de banque centrale, les banques nationales demeurent les prêteurs de dernier ressort et conservent leur pouvoir d'émettre de la monnaie. L'article 14-4 du Statut de la BCE précise que les banques centrales dans le système européen demeurent libres de conduire leurs affaires en termes de politique non monétaire. Cette liberté est toutefois subordonnée aux interventions d'une majorité des deux tiers de la BCE, si de telles politiques menacent l'application de la politique monétaire européenne. Cette relative liberté des banques centrales nationales pourrait bien être le talon d'Achille du système. Sans que l'opinion publique en prenne conscience, les banques centrales des pays en crise de l'Union monétaire ont considérablement accru leurs achats d'obligations d'Etat émises par leurs pays et les ont placés sous une rubrique d'« avoirs financiers non monétaires ».

Ces montants ont été quantifiés par Daniel Hoffmann, ancien doctorant de l'Université technologique de Berlin. Jusque fin 2012, la banque centrale française a accumulé 236 milliards d'euros, la banque centrale italienne 112 milliards. La banque centrale espagnole a acquis 64 milliards, sans oublier l'Irlande, avec une position de 56 milliards, ou la Grèce avec 102 milliards. Confronté à ces chiffres par des journalistes lors d'une conférence de presse à Francfort le 3 décembre 2015, le président Mario Draghi ignorait l'existence de ces avoirs dans le bilan des banques centrales nationales, ainsi que leur montant. Cette ignorance de la direction de la BCE déclencha une tempête médiatique. En fait, le soupçon allait croissant quant au fait que certaines banques centrales conduisaient un programme national d'assouplissement quantitatif sans autorisation du conseil des gouverneurs de la BCE.

En outre, un accord du 14 novembre sur les avoirs financiers nets signé par tous les membres de l'Eurosystème était resté confidentiel jusqu'à ce jour. Sous la pression de la Bundesbank, qui publia son rapport mensuel en mars 2016, la BCE rendit publique la substance de l'accord. La BCE était également soucieuse de ne pas donner au public l'impression qu'elle ne maîtrisait pas la création de monnaie par les banques centrales et que les banques centrales nationales avaient pu mener un programme parallèle d'assouplissement monétaire. Considérant le montant considérable

d'achats accumulés depuis 2007, l'impact sur la politique monétaire était indiscutable. Pour autant, la situation demeure inchangée. Les banques centrales nationales, spécialement en France, ont abusé de leur autonomie relative et la BCE a modifié à plusieurs reprises ses explications sur l'accord afin de rassurer les marchés. Des doutes n'en subsistent pas moins et démontrent l'incohérence d'un système dans lequel des pays à problèmes sur les marchés de la dette souveraine utilisent les banques centrales pour stabiliser leurs marchés intérieurs d'actifs.

Les évolutions les plus récentes : le PSPP

En janvier 2015, la BCE annonça une innovation en matière d'assouplissement quantitatif. En mars, le Programme d'achats d'actifs publics (PSPP) fut publié et, depuis juin 2016, le volume mensuel du programme est passé de 60 à 80 milliards d'euros, incorporant pour la première fois les obligations d'entreprise de bonne qualité. L'achat de ces obligations est laissé opérationnellement à un consortium de banques centrales, mais la responsabilité de l'Eurosystème est reconnue pour la première fois.

Les résultats en sont les suivants. Les taux d'intérêt pour ces obligations ont déchu significativement. Les firmes transnationales, même si elles n'ont pas leur siège dans l'Eurozone, ont créé des instruments financiers spéciaux pour lever aussitôt des fonds qui sont transférés à leur centre de trésorerie et sont utilisés à des financements en dehors de l'Eurozone. Les banques centrales n'achètent pas seulement sur le marché secondaire mais peuvent aussi bien souscrire jusqu'à 70% d'une émission d'obligations d'entreprises.

Ainsi que le montre une analyse empirique, les banques centrales nationales se concentrent sur les obligations d'entreprise de leur propre pays.

« RÉALISER L'UNION MONÉTAIRE EUROPÉENNE » :

LA BCE DEVIENT LE SUPERVISEUR OMNISCIENT DES BANQUES (SSM)

Depuis le 4 novembre 2014, la BCE est devenue l'unique mécanisme de supervision pour l'Eurozone, aussi bien pour ses membres que pour les États qui ont accepté de coopérer avec elle en ce domaine.

Conflits avec la politique monétaire : le renard dans le poulailler ?

Tous les observateurs conviennent que la politique monétaire actuelle s'attache aussi bien à la situation fiscale des gouvernements de l'Eurozone qu'aux besoins de financement des banques. Les mesures passées et les mesures d'assouplissement monétaire tant quantitatif que qualitatif ont conduit à une abondance et probablement à un excès de liquidités sur les marchés, qui recherchent des placements à rendements élevés. C'est une situation à haut risque et on ne peut nier que la BCE en est

la source principale. Une question est dès lors légitime : comment la BCE, superviseur unique, peut-elle agir indépendamment de ses prises en considération comme agence de politique monétaire ? D'autant plus que la collusion potentielle avec le SSM et donc avec le secteur bancaire demeure critique, comme on l'a vu.

Suraccumulation de liquidités et garantie pour l'ensemble de l'Europe des dépôts bancaires ?

La BCE semble répugner à discuter l'instabilité structurelle générée par sa politique d'intérêt zéro, son assouplissement qualitatif généreux et le maintien de son assouplissement quantitatif. Draghi et les inspirateurs de cette politique doivent craindre que l'élimination durable de l'intérêt des prêts, la politique relâchée en matière de garanties et la distorsion de concurrence sur les marchés obligataires dans le segment de 2 à 30 ans conduira à une suraccumulation de liquidités dans le bilan des institutions de crédit. Ces liquidités – quoique obtenues par les banques en dehors de toute concurrence – chercheront des retours aussi rapides qu'élevés. C'est pourquoi elles n'iront certainement pas dans les flux des prêts traditionnels, qui demeurent importants en Europe pour les financements d'entreprises. En fait, ce type de financement entraînerait des prêts à long terme et ne générerait que des profits modérés et tardifs. Investir des liquidités dans des actifs à risque, émis par exemple par la Thaïlande ou l'Uruguay, est dès lors une plus grande tentation, dans la mesure où cela ne demande aucune condition en capital. On peut facilement mesurer l'échelle des nouveaux risques accumulés à bref délai.

C'est pourquoi la BCE non seulement soutient mais promeut l'intégration de toutes les assurances dépôt, afin de faire en sorte que, dans le cas d'insolvabilité d'une banque, les déposants ne feront pas la queue pour être remboursés soit par les banques soit par les contribuables. La BCE est bien consciente que les pays à problèmes sont à court de ressources fiscales pour faire face à une seconde crise bancaire. On comprend dès lors que Draghi ait récemment soutenu l'objectif de la Commission d'instituer la solidarité des assurances-dépôt par un mécanisme de réassurance. Cependant cette approche est fondamentalement bancaire dans la mesure où un tel mécanisme ferait bénéficier les banques de pays dépourvues d'assurance-dépôt ou alors pourvues en nombre insuffisant de la protection des pays qui en sont bien dotés. Voilà qui créerait des incitations inversées : les banques des pays sans assurances-dépôt en tireraient avantage. Les dépôts de leurs clients seraient protégés sans aucune contribution de leurs épargnants. Cette protection gratuite inciterait les banques à attirer des déposants avec des conditions plus favorables. Ces derniers pourraient placer leurs fonds n'importe où, sans se préoccuper de la solidité du système bancaire local. Au rebours de l'esprit de l'union bancaire visant à ce que les banques défaillantes puissent être amenées à se retirer du marché, une institution comme la BCE souscrit effectivement à une assurance-dépôt intégrée

pour l'ensemble de l'Eurozone. L'impact contreproductif sur la stabilité financière est palpable. Pour qui observe la logique du marché, c'est un état des affaires stupéfiant.

Pour l'instant, l'Allemagne est opposée au projet de la Commission, par crainte d'une tempête politique contre l'idée que les fonds qu'elle a accumulés puissent être utilisés pour garantir les dépôts des épargnants d'autres pays européens. L'Allemagne pourrait-elle bénéficier de la solidarité réciproque des autres Européens si ses propres fonds s'avéraient insuffisants ? Une telle espérance relève de l'illusion plus que de la probabilité. Que pourrait attendre l'Allemagne de l'Autriche, de la Slovaquie, même de la Finlande ? En réalité, plus un pays est instable, plus il désire un tel système. Si on considère la situation du secteur bancaire italien et les initiatives de la Commission européenne, on constate que la BCE, force active du système d'assurances-dépôt intégré, a non seulement agi dans la coulisse mais aussi illustré sa posture anticoncurrentielle et, en outre, démontré sa volonté d'éviter que des banques soient conduites à se retirer du marché. L'intervention de la BCE dans le contexte de la crise bancaire italienne va la placer au pied du mur, dans la mesure où le gouverneur de la Banque d'Italie a d'ores et déjà postulé publiquement pour la qualification d'emprunts sécurisés mais insolubles de banques italiennes comme éligibles pour des opérations de refinancement.

LE DILEMME DU PRISONNIER DE LA BCE : LA PRÉDOMINANCE FISCALE

La politique originale de la BCE l'a conduite dans un piège. Elle n'a pas jusqu'à maintenant démontré qu'elle parvenait à relancer l'économie réelle. C'est un revers important. Son directoire et son conseil continuent à prendre des risques disproportionnés par rapport aux objectifs souhaitables. Elargir le bilan de la BCE la mène à une plus forte dépendance à l'égard du secteur bancaire et de sa volonté d'accroître ses activités de prêt. On risque d'arriver à un point où les mesures de crise ne demeureront pas exceptionnelles mais deviendront permanentes, simplement parce que les banques et leurs appétits financiers domineront la BCE, au lieu du contraire.

Pour l'instant, la BCE a donné du temps aux gouvernements pour mettre en train les réformes des secteurs public et privé, c'est-à-dire rétablir l'équilibre budgétaire et la compétitivité des entreprises. Ce délai de grâce a conduit la plupart des gouvernements, particulièrement la France, à nourrir l'illusion qu'ils pourraient purement et simplement refuser les réformes inévitables. A nouveau, la BCE dépend désormais des gouvernements qui demandent un éventail plus large de mesures exceptionnelles et de nouveaux délais, voire une prolongation indéfinie. Ces gouvernements ne demanderont pas une cessation rapide ou une réduction des mesures, mais à l'inverse une politique élargie d'assouplissement quantitatif et qualitatif.

LA BCE ENTRE DICTATURE ET IMPUISSANCE

Bilan des effets de sa politique de crise

Si on évalue objectivement le résultat de la politique de crise de la BCE, ce qui paraît évident pour l'instant est une divergence croissante entre la vitalité des marchés financiers d'un côté et l'état de l'économie réelle de l'autre. Cette dernière reste léthargique dans certains pays et soutenue dans d'autres, alors que les marchés financiers, en dépit de leurs volatilités, sont très euphoriques et atteignent des niveaux record, comme le CAC 40 ou le Dow Jones. Alors que Jean-Claude Trichet se désespérait du manque d'affection des marchés à son égard et à celui de sa politique, M. Draghi semble largement accepté. Il met à profit cette attitude positive pour agir. Il est considéré par les marchés comme l'homme qui conduira la politique monétaire la plus conforme à leurs intérêts. La question est de savoir jusqu'à quand cela pourra durer. La réponse est probablement : jusqu'à ce que Draghi ne soit plus en mesure de satisfaire les attentes des marchés du fait des restrictions et des protestations des autres membres de la direction.

Conséquences normatives de la politique de crise actuelle : pas d'équilibre des pouvoirs ou l'omnipotence de la politique monétaire

Il est devenu évident pour le public, lors de l'audience du 14 octobre 2015 de la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE), que la Commission et la BCE prétendent définir le mandat de la Banque en le liant à son intention de conduire la politique monétaire. La définition de prérogatives par des éléments subjectifs est intrinsèquement dangereuse. Une guerre d'agression demeure une guerre d'agression, même si l'agresseur soutient qu'il a agi en légitime défense. Au surplus, depuis la décision de la CJUE sur les opérations monétaires sur titres (OMT), la BCE a prétendu réinventer son mandat en prolongeant et en élargissant sa politique extravagante. Depuis le 8 décembre 2016, nous savons que le PSPP ne se prolongera pas seulement jusqu'en mars 2017, mais jusqu'en décembre 2017. Nulle certitude cependant que la Cour constitutionnelle allemande accepte les décisions encore pendantes de la CJUE relatives au programme d'assouplissement quantitatif.

La BCE dépourvue de réserves stratégiques

Dans une armée en guerre, c'est une directive stratégique essentielle que de maintenir en toute circonstance une réserve stratégique. Suivant Carl von Clausewitz, une réserve stratégique doit toujours être conservée pour pouvoir agir de façon décisive au moment crucial : « *une réserve stratégique a deux fonctions, différentes l'une de l'autre, à savoir la prolongation et le renouvellement du combat, la seconde pour répondre à des circonstances*

imprévues ». La BCE dispose-t-elle d'une telle réserve après toute cette guerre contre la « déflation » et le dysfonctionnement des canaux de la politique monétaire ? Si on prend en considération le montant considérable des achats réalisés depuis mars 2015, on ne peut uniquement affirmer que cette politique dérogatoire n'est pas soutenable à long terme sans obtenir de résultats en termes de croissance et d'inflation, en proportion de ses risques et effets collatéraux. Mais la politique d'assouplissement monétaire a conduit à réduire le nombre d'obligations restées éligibles pour être achetées par la BCE. Du fait de la diminution des taux liée à l'assouplissement monétaire, les obligations disponibles sur le marché ont un intérêt négatif de 0,4%. En plus, la BCE a exclu dans ses décisions de mars 2015 les obligations à échéance inférieure à deux ans et s'est montrée peu disposée à acheter plus de 33% d'obligations en cours de règlement.

Avec un volume mensuel régulier de 60 milliards d'euros, l'effet d'éviction ne pouvait plus être ignoré en décembre 2016, tandis que ni la croissance ni l'inflation n'avaient atteint un niveau satisfaisant. Draghi n'en a pas moins assoupli les critères d'éligibilité : les obligations à taux d'intérêt inférieur à celui de la facilité de dépôt auprès de la BCE seront autorisés jusqu'à l'importance nécessaire ; les délais d'échéance ont été élargis, de deux à un an.

Apparemment, la BCE n'a pas le courage de modifier la limite de 33% parce qu'elle deviendrait partie de toute potentielle restructuration de dette à l'avenir. Si, après avoir acheté un montant de 540 milliards d'euros entre avril 2017 et la fin de l'année, l'effet d'éviction se poursuit, la BCE aura tôt ou tard des difficultés pour trouver des valeurs éligibles pour son assouplissement monétaire. La question des réserves stratégiques demeure ainsi largement ouverte. Est-ce la preuve d'une sagesse institutionnelle ?

Fin de partie : effondrement ou réforme de l'Eurozone avec des monnaies parallèles

Si la politique de crise de la BCE devait se prolonger et même s'amplifier, elle pourrait finalement conduire à l'effondrement de l'ensemble de l'Eurosystème. La seule alternative est une réforme raisonnable de la Zone euro par des monnaies parallèles. Un plan opérationnel existe déjà. En dépit des hauts et des bas de la crise grecque, l'opinion publique n'est pas encore disposée à des changements fondamentaux. La question de la sortie de l'euro n'en est pas moins en discussion. L'Institut der Deutschen Wirtschaft (3) a présenté, à la demande de l'organisation des assurances allemandes, un plan de sortie de l'assouplissement quantitatif et qualitatif et de la politique d'intérêt zéro. Sa mise en œuvre suppose un redémarrage significatif de l'économie européenne et un accroissement modéré de l'inflation.

(3) Institut allemand d'économie industrielle, organisation de recherche de la Confédération de l'industrie allemande.

Pour l'instant, la BCE est une source majeure d'instabilité financière et institutionnelle. Les traits les plus marquants de ce phénomène d'instabilité généré par une banque centrale sont les suivants ;

- La BCE est devenue un acheteur indispensable sur le marché. L'influence de sa politique de taux zéro combinée avec l'assouplissement qualitatif et le programme d'achat d'obligations d'État est encore accrue par la montée de l'assouplissement quantitatif (QE II). La BCE a habitué les marchés à sa politique d'achats comme gros investisseur aux ressources illimitées, ce qui fausse systématiquement la concurrence. Grâce à l'assouplissement quantitatif, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande ont pu émettre des obligations à court terme à intérêt négatif. Ils ont ainsi reçu le mauvais signal du marché. Ni leurs situations budgétaires ni l'état d'ensemble de leurs économies ne peuvent expliquer un traitement aussi favorable. D'autres pays à problèmes comme la France ont été encouragés à conserver l'illusion que leur budget pourrait être équilibré sans ajustement de leurs dépenses. De ce fait, la BCE s'est trompée elle-même. L'institution centrale pour la souveraineté monétaire de la Zone euro a cessé d'être souveraine. Elle dépend désormais, plus que jamais, de la volonté de réforme des membres de la Zone, tandis que les marchés attendent une poursuite continue d'une politique monétaire dérogatoire.

- La perte de paramètres opérationnels pour la conduite de la politique monétaire va de pair avec une latitude renforcée de la BCE en matière de limitations normatives, institutionnelles et politiques. La décision de la CJUE du 16 juin 2015, en dépit de son application conditionnelle par la Cour constitutionnelle allemande, est considérée par la BCE comme base d'un pouvoir général de poursuivre, voire d'élargir, une « politique non conventionnelle ». Les auditions devant le Parlement européen sont utilisées par le président de la BCE pour prouver le sens de la responsabilité de son institution, même si c'est au sein du Parlement que la BCE rencontre le moins d'opposition. Cette prétention du président de la pertinence de la BCE – alors qu'elle manque singulièrement de représentativité – accompagne son ambition d'obtenir une caution parlementaire afin d'améliorer son image dans l'opinion publique. Cette prétendue responsabilité de la BCE devant le Parlement européen n'est pas seulement une illusion, elle est aussi contraire à l'indépendance d'une banque centrale face au climat volatil d'une institution pseudo-parlementaire. L'audition de Draghi devant une commission du Parlement européen est universellement considérée comme un geste symbolique, non comme un acte de responsabilité authentique.

- La dépendance la plus dangereuse provient de la dépendance de la BCE à l'égard du secteur bancaire. Chéries et choyées par la BCE, les institutions de crédit, spécialement en Italie, demeurent réticentes à financer l'économie réelle. Elles tirent à l'inverse profit des avantages de la politique monétaire pour investir en actions et en dettes douteuses. Leurs risques sont l'héritage le plus inquiétant de la politique de la BCE. Si elles font défaut, le système s'effondrera, en dépit du Mécanisme de résolution

unique, qui ne pourra jamais liquider immédiatement plus d'une banque moyenne. Dans ces conditions on doit craindre que la BCE ne soit devenue l'otage de ses débiteurs. Les institutions de crédit sont-elles devenues maîtresses de la politique monétaire ? Sont-elles les nouveaux seigneurs du monde de la finance ? La BCE a fait son maximum pour renforcer sa dépendance à l'égard d'un secteur bancaire qui n'est en permanence pas intéressé par le métier de prêteur.

Une analyse dépassionnée de la politique en cours de la BCE montre qu'elle a amplifié les risques structurels du secteur financier par des mesures qui jusqu'à présent n'ont atteint aucun de leurs objectifs. La prétention de la BCE, mutualiser les risques individuels de chaque banque, ne peut dissimuler le fait qu'elle est elle-même devenue un risque majeur et, par conséquent, représente une source d'instabilité. Nous sommes ainsi face au début d'un débat fondamental sur les limites de la politique monétaire.