

Rapport sur les moyens d'actions de la BCE



Table des matières

Introduction.....	3
Son organisation	4
I.1. L'écosystème : SEBC, Eurosystem, Banques Centrales Nationales,	4
I.2 Objectifs et missions.....	4
I.3 Ses institutions	5
I.4 Stabilité des prix et les pays non-membres de la zone euro.....	6
I.5 Le capital	6
La politique monétaire	8
II.1 Les mesures conventionnelles.....	8
II.2 Les mesures non conventionnelles.....	9
II.3 Programme d'achat d'urgence pandémique et Arrêt de la Cour de Karlsruhe 11	
II.4 MES	12
Une politique monétaire post Covid	13
III.1 Conseil du gouverneur du 10 Septembre	13
III.2 Révision de l'objectif de stabilité des prix	13
III.3 Que font les autres banques centrales en matière de politique monétaire...14	
III.4 Dette perpétuelle ciblée	16
Conclusion	17

Introduction

L'initialisation du processus de création d'une banque centrale européenne remonte à plus de trente ans. En 1988, le conseil européen décida d'instaurer une union économique et monétaire (UEM). La création de cette zone économique avait trois objectifs : liberté de circulation des capitaux, création d'une autorité monétaire commune, et instauration d'une politique monétaire unique au sein de la zone euro.

Plusieurs phases se sont succédées pour aboutir sur le système financier que nous connaissons aujourd'hui. Tout d'abord, en Juillet 1990, l'Union Economique Monétaire voit le jour, entraînant l'abolition de toutes les restrictions liées aux mouvements de capitaux. Puis, en 1994, une instance temporaire, l'institut monétaire européen (IME), est créée afin de travailler à la mise en place du Système Européen de Banques Centrales, et au renforcement des coopérations entre les banques centrales nationales. Le 2 mai 1998, le Conseil de l'Union européenne décida à l'unanimité que onze États membres respectaient les conditions nécessaires pour la participation à la dernière phase : l'adoption de la monnaie unique à compter du 1er janvier 1999. Il s'agissait de la Belgique, de l'Allemagne, de l'Espagne, de la France, de l'Irlande, de l'Italie, du Luxembourg, des Pays-Bas, de l'Autriche, du Portugal et de la Finlande.

A ce titre, les chefs d'État ou de gouvernement sont également parvenus à un accord politique sur le nom des personnalités devant être nommées au Directoire de la Banque centrale européenne (BCE).

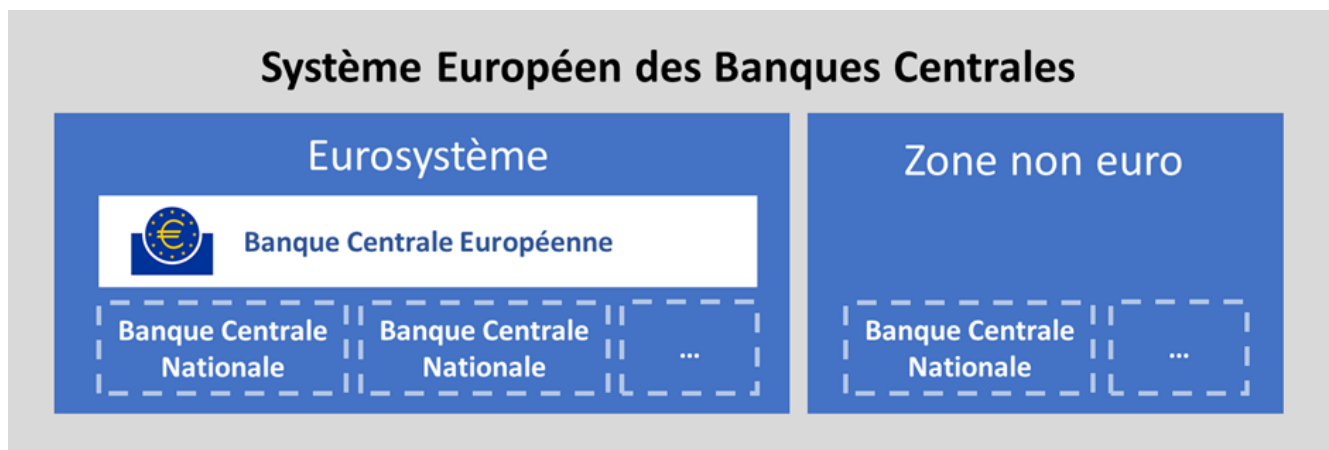
Aujourd'hui, la politique de la Banque centrale européenne (BCE) ne fait plus l'unanimité. Elle est jugée trop généreuse par les pays du Nord de l'Europe alors que les pays du sud souhaiteraient une politique monétaire plus interventionniste. Mais, la BCE a-t-elle fait le tour de son panel d'actions ?

I) Son organisation

Les décisions de la banque centrale européenne s'inscrivent dans un écosystème monétaire plus large : le Système européen des banques centrales (SEBC).

I.1. L'écosystème : SEBC, Eurosystem, Banques Centrales Nationales, ...

En effet, le SEBC regroupe la banque centrale européenne, les banques centrales nationales de la zone euro, et les banques centrales nationales des pays n'ayant pas adopté l'euro.



L'eurosystem regroupe la banque centrale européenne et les banques centrales nationales des pays ayant adopté l'euro. Le SEBC continuera à exister tant qu'il y aura des pays membres de l'union européenne n'ayant pas adopté l'euro, c'est-à-dire pour encore très longtemps étant donné que certains Etats-membre ont des « opt-out » de l'euro permanents.

La Banque centrale européenne est responsable de la définition des politiques de l'eurosystem. Les banques centrales nationales (BCN) membres de l'eurosystem exécutent les politiques dictées par la BCE de façon décentralisée.

I.2 Objectifs et missions

Les missions de la BCE ont été inscrites à l'origine au sein du traité sur l'Union Européenne de 1992. Après une première révision avec le traité de Lisbonne mis en vigueur fin 2009, les objectifs ont été élargis avec des missions de supervision bancaire en 2014 à la suite de la crise financière de la dette souveraine.

Le rôle classique de la BCE comme toute banque centrale est de dicter la politique monétaire de la zone euro et d'émettre la monnaie unique.

Son périmètre d'action s'articule autour des axes décrits ci-dessous. Il est plus large que le rôle classique d'une banque centrale avec notamment le Mécanisme de Surveillance Unique et l'objectif de renforcer les coopérations internationales et européennes.

- **Maintenir la stabilité des prix**

D'après le Traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne (TFUE, art. 282, §2), l'objectif du SEBC est de maintenir une stabilité des prix. Pour parvenir à cet objectif, la BCE analyse l'inflation qui doit se maintenir en dessous mais « proche » de 2%, et l'évolution de la masse monétaire en circulation.

- **Emettre la monnaie papier**

La BCE supervise le volume d'émission de billets. Elle est également le point d'interaction entre les autorités de contrôles bancaires des différents pays afin de garantir un contrôle prudentiel au sein de toute l'Union européenne. Par ailleurs, elle héberge le Centre d'analyse des contrefaçons (CAC).

- **Garantir le bon fonctionnement des systèmes de paiement**

Via une composante du mécanisme de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel, la BCE réalise la liaison entre les différents systèmes de paiement interbancaire.

- **Superviser les banques commerciales via le Mécanisme de Surveillance Unique (MSU)**

Avec la succession des crises financières (crise des subprimes puis crise de la dette souveraine), son rôle a été élargi à un rôle de supervision. Aujourd'hui, via le MSU, la BCE coordonne la réalisation de stress test afin de s'assurer de la robustesse des établissements bancaires face à une crise financière. Elle contrôle aussi l'application des normes réglementaires des plus grandes banques (par exemple Bâle 3). Pour les banques de plus taille petite, les banques nationales s'assurent du bon respect des réglementations.

- **Renforcer la coopération internationale et européenne**

La BCE participe aux réunions du G7, du G20, du Conseil de stabilité financière, de l'Eurogroupe et a un rôle d'observateur au sein du FMI.

1.3 Ses institutions

Les organismes qui régissent les institutions de la BCE sont au nombre de trois.

Le **directoire** est composé du président et du vice-président de la BCE ainsi que de quatre autres membres nommés par les Etats membres au niveau des chefs d'Etat et de gouvernement.

Le **conseil des gouverneurs** est le principal organe de décision de la BCE. Il est composé des six membres du directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales des Etats membres ayant adopté l'euro.

Le **conseil général** se compose du président et du vice-président de la BCE ainsi que des 27 gouverneurs des banques centrales nationales faisant partie du SEBC.

I.4 Stabilité des prix et les pays non-membres de la zone euro

Même si certains états membres de l'UE n'ont pas adopté la devise unique, leur politique monétaire doit répondre à l'objectif de stabilité des prix car leur banque nationale fait partie intégrante de la SEBC. Ainsi le Mécanisme de Change Européen (MCE puis MCE II) a été mis en place afin de maintenir la stabilité des taux de change entre l'euro et les monnaies pour éviter des fluctuations de taux de change trop importantes dans le marché intérieur.

Un cours pivot par rapport à l'euro pour la monnaie de chacun des États membres n'appartenant pas à la zone euro est déterminé. Il existe une marge de fluctuation standard de 15% de part et d'autre des cours pivots. La BCE ainsi que les États membres ont le droit d'engager une procédure confidentielle pour réexaminer les cours pivots.

I.5 Le capital

Tous les pays membres de l'Union Européenne contribuent au capital de la BCE, y compris les pays n'ayant pas adopté l'euro, notamment au titre de la participation au mécanisme de taux de change européen. La clé de répartition est selon le PIB des pays et selon le nombre d'habitants de chacun des Etats membres de l'UE.

En plus des contributions au capital de la BCE, les BCN transfèrent une partie de leurs réserves officielles (devises, or) à la BCE.

Banque centrale nationale	Clé de répartition du capital (en %)	Capital libéré (€)
Banque nationale de Belgique (Belgique)	3,0%	276 290 916,71
Deutsche Bundesbank (Allemagne)	21,4%	1 999 160 134,91
Eesti Pank (Estonie)	0,2%	21 362 892,01
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (Irlande)	1,4%	128 419 794,29
Ilias Plaskovitis (Grèce)	2,0%	187 585 027,73
Banco de España (Espagne)	9,7%	904 318 913,05
Banque de France (France)	16,6%	1 548 907 579,93
Banca d'Italia (Italie)	13,8%	1 288 347 435,28
Yiangos Demetriou (Chypre)	0,2%	16 318 228,29
Latvijas Banka (Lettonie)	0,3%	29 549 980,26
Lietuvos bankas (Lituanie)	0,5%	43 891 371,75
Banque centrale du Luxembourg (Luxembourg)	0,3%	24 980 876,34
Central Bank of Malta / Bank Ċentrali ta' Malta (Malte)	0,1%	7 953 970,70
De Nederlandsche Bank (Pays-Bas)	4,8%	444 433 941,02
Oesterreichische Nationalbank (Autriche)	2,4%	221 965 203,55
Banco de Portugal (Portugal)	1,9%	177 495 700,29
Banka Slovenije (Slovénie)	0,4%	36 515 532,56
Národná banka Slovenska (Slovaquie)	0,9%	86 850 273,32
Suomen Pankki – Finlands Bank (Finlande)	1,5%	139 301 721,39
Zone Euro	81,3%	7 583 649 493,38
Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie) (Bulgarie)	1,0%	3 991 180,11
Česká národní banka (République tchèque)	1,9%	7 629 194,36
Danmarks Nationalbank (Danemark)	1,8%	7 140 851,23
Hrvatska narodna banka (Croatie)	0,7%	2 677 159,56
Magyar Nemzeti Bank (Hongrie)	1,5%	6 287 164,11
Narodowy Bank Polski (Pologne)	6,0%	24 492 255,06
Banca Națională a României (Roumanie)	2,8%	11 483 573,44
Sveriges Riksbank (Suède)	3,0%	12 092 886,02
Zone non Euro	18,7%	75 794 263,89

II) La politique monétaire

Basée sur le modèle allemand, l'indépendance de la BCE vis-à-vis des autorités publiques et des trésors publics est au cœur de la construction de l'eurosystème. C'est pourquoi la BCE ne peut pas créer directement de la masse monétaire et ne peut donc pas directement prêter aux Etats membres. Les banques commerciales jouent le rôle d'intermédiaire entre les banques centrales nationales et les Etats afin de garantir un degré d'indépendance à la BCE. Avant la mise en place de l'eurosystème, il était fréquent de voir avant une élection, les banques centrales procéder à de la création monétaire en achetant directement avec de la nouvelle création monétaire de la dette souveraine aux Etats, permettant des politiques de relance de la consommation. Mais cette connivence contribuait à des périodes de forte inflation.

Le principal rôle d'une banque centrale est de contrôler et d'ajuster la masse monétaire, c'est-à-dire l'argent en circulation. En effet, si celle-ci est trop importante par rapport aux besoins de l'économie (niveau de consommation, allocation de crédit, etc.) alors il y a une hausse de l'inflation et inversement si le niveau d'argent en circulation est trop faible alors il y a une désinflation. Autrefois, l'émission de monnaie fiduciaire autrement appelée « planche à billet » était la principale source de création monétaire. Aujourd'hui, la création monétaire est à plus de 90% dématérialisée et se traduit par des

écritures comptables. Les banques centrales réalisent des prêts aux établissements bancaires sur le marché interbancaire en fonction des taux directeurs. La modulation de ses taux directeurs est le principal outil d'une banque centrale. En période de ralentissement économique, une baisse des taux directeurs permet théoriquement aux banques d'octroyer davantage de crédit et donc de créer de la masse monétaire, permettant une relance de l'activité économique et une hausse de l'inflation. Au contraire, en période de suractivité économique et de tendance hyper-inflationniste, une baisse des taux directeurs permet de ralentir l'octroi de crédit et donc d'ajuster à la baisse la création monétaire.

Pour mettre en place sa politique monétaire, la BCE dispose de deux types de mesures : les mesures conventionnelles et les mesures non conventionnelles.

II.1 Les mesures conventionnelles

Les mesures conventionnelles de la politique monétaire de la BCE sont les mesures à caractère non exceptionnel qui sont actionnées quotidiennement par la banque centrale depuis sa création. Elles ont vocation à ajuster les liquidités en fonction de différents indicateurs macroéconomiques.

Ces mesures s'articulent autour de trois axes : les **opérations de refinancement** dites « d'open market », les **facilités permanentes** et les **réserves obligatoires**.

Les opérations de refinancement dites « d'open market » sont des prêts octroyés par la BCE aux acteurs bancaires sous réserve qu'ils accordent dans un second temps des crédits aux acteurs économiques. Ces opérations sont pilotées par le principal taux directeur de la BCE : « le taux de refinancement ». Elles sont un bon signal de la politique monétaire. Ces prêts sont accordés en échange de collatéral (des actifs financiers remis en caution tels que des titres de dette publique ou des obligations privées). Les maturités des opérations de refinancement dans le cadre conventionnel ne peuvent excéder 3 semaines (« Longer-Term Refinancing Operations »). Depuis le 18/09/2019, le taux est à 0%.

Les facilités permanentes désignent des prêts d'une durée de 24 heures octroyée par les BCNs aux banques. Elles représentent également les dépôts d'une durée de 24 heures effectués par les acteurs bancaires auprès des BCNs. La BCE décide du taux plancher des prêts et du taux plafond des dépôts. Depuis le 18/09/2019, le taux de rémunération des dépôts est de -0,5 %, c'est-à-dire que les banques commerciales payent la BCE pour déposer des liquidités sur des comptes de dépôts.

Le taux de refinancement ainsi que les taux des facilités permanentes ont une forte incidence sur les taux interbancaires, et les taux d'intérêts bancaires.

Les réserves obligatoires sont imposées par le SEBC et obligent les établissements de crédit de la zone euro à déposer des fonds sur des comptes des BCN pour une durée d'un mois. La BCE calcule les montants à séquestrer et pilote ainsi indirectement les besoins de liquidités des acteurs bancaires. Toutes les banques centrales du monde n'imposent pas des réserves obligatoires (Canada, Australie, Suède, ...).

11.2 Les mesures non conventionnelles

Pour faire face à la crise financière qui a débuté en 2008, des mesures non conventionnelles ont été intégrées à la politique monétaire de la BCE. Ces mesures visent à apporter plus directement de la liquidité aux acteurs bancaires pour qu'ils octroient davantage de prêts. La baisse drastique des taux directeurs pour converger vers des taux négatifs fut le premier pilier de cette politique monétaire accommodante. Ensuite, les maturités des politiques de refinancement ont été élargies à deux ans (TLTRO ou PELTRO). Et enfin des programmes d'achat d'actifs (QE) ont vu le jour.

Les actifs achetés dans le cadre de ces programmes d'achat sont :

- des obligations sécurisées de banque (CBPP, covered bond purchase program) depuis octobre 2014,
- des titres adossés à des actifs (ABSPP, asset-backed securities purchase program) depuis novembre 2014,

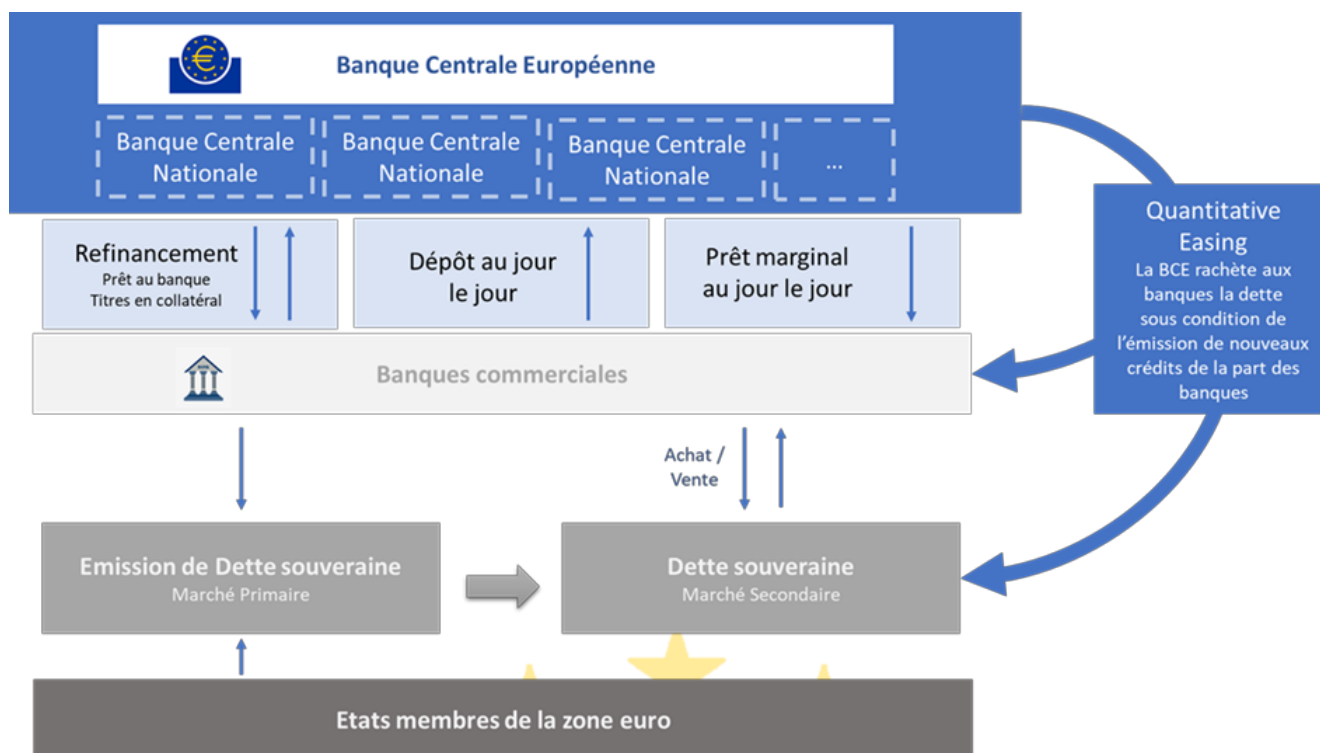
- des titres du secteur public (PSPP, Public sector purchase program) depuis mars 2015,
- ses obligations émises par les entreprises (CSPP, Corporate sector purchase program) depuis juin 2016.

Le « Public sector purchase program » est le programme d'assouplissement quantitatif le plus connu et 90% de celui-ci est composé de rachat d'obligations d'État, de titres émis par des agences domestiques ou autorités publiques locales. Avant 2015, des programmes pour soutenir le marché de la dette souveraine avaient déjà vu le jour.

En Mai 2010, le Programme « Securities Markets Programme » (SMP) voit le jour et se concentre sur le rachat d'obligations du Portugal, de l'Irlande, de l'Italie, de la Grèce et de l'Espagne pour un montant total d'environ 220 milliards d'euros. Ces rachats ne contribuaient pas à de la création monétaire, car la BCE procédait à une opération de "stérilisation" c'est à dire qu'en contrepartie du rachat de dette aux banques, la BCE retirait le même montant de liquidité. En Septembre 2012, le programme « Outright Monetary Transactions » (OMT) n'a débouché sur aucun rachat supplémentaire. Puis en 2015, le programme d'assouplissement quantitatif "quantitative easing" est créé et il est équivalent au SMP mais sans stérilisation. Il y a donc potentiellement de la création monétaire sous réserve que les banques commerciales octroient des crédits avec les liquidités libérées par le rachat par la banque centrale de la dette d'Etat détenue par ces banques.

Ces rachats sont à 80% réalisés par l'intermédiaire des Banques Centrales Nationales des pays de la zone euro qui supportent le risque de défaillance de l'émetteur national, même si in fine toutes les BCNs sont solidaires. Seuls 20 % des rachats d'obligations sont effectués par la BCE elle-même.

La BCE ne doit pas acquérir plus du tiers du total de la dette de chaque émetteur. Elle ne doit pas, non plus, acheter plus du quart de chaque émission. Les achats d'obligations sont réalisés au prorata de la détention du capital de la BCE par les BCN. Avec ces différents programmes, on estime aujourd'hui que la BCE possède entre 25% et 30% de la dette française. Inconcevable en Europe il y a encore 10 ans, cette situation n'a pourtant aucunement créé d'inflation. L'Union européenne a donc rejoint le Japon dans une situation où la Banque centrale peut détenir d'importantes quantités de dette d'Etat sans que cela ne joue sur l'inflation.



II.3 Programme d'achat d'urgence pandémique et Arrêt de la Cour de Karlsruhe

Face à la crise sanitaire de la Covid-19, la BCE a créé fin Mars 2020 un nouveau programme d'achat d'actif qui vient en complément des programmes précédemment cités. Le montant du programme nommé « Pandemic Emergency Purchase Programme », ou PEPP, s'élève à 750 milliards d'euros soit l'équivalent de 6% du PIB de la zone euro. Les actifs éligibles à ce programme reprennent ceux cités dans le chapitre précédent, en y ajoutant les titres de dette à court terme émis par les entreprises et en agrandissant la liste des titres éligibles en collatéral. Et pour la première fois, les titres de la dette souveraine grecque sont éligibles aux programmes d'achat d'actif. Par ailleurs, la grande différence avec les autres programmes est que la BCE pourra s'éloigner sur une courte période de la clé de répartition habituelle qui alloue les rachats par pays de la zone euro en fonction du capital de la BCE.

Début Mai, en parallèle du PEPP, la cour de Karlsruhe a rendu un arrêt faisant les reproches suivants à la politique quantitative de la BCE initiée en 2012 et en 2015 :

- Les actions de la BCE ont été disproportionnées. La situation économique ne nécessitait pas de telles actions.
- Via les programmes d'achat d'actifs, la BCE financerait directement les budgets des Etats, action interdite d'après les traités.
- Le gouvernement allemand n'a pas questionné la BCE sur les raisons de ce plan.

Il est très fort probable que cet arrêt ne débouche sur rien car par définition la BCE est régie par des traités internationaux et ne doit rendre des comptes qu'à la Cour de justice de l'Union européenne. De plus, les reproches faits sont difficilement justifiables notamment la disproportion des actions menées étant donné qu'il est trop tôt pour faire une étude macroéconomique rétrospective. Mais cet arrêt a avant tout une velléité politique de remise en cause des politiques monétaires accommodantes de la BCE par une partie de l'Allemagne. Et les désirs d'austérité de certains partis politiques de l'Europe du Nord y compris d'Allemagne vont se renforcer car le PEPP ne définit pas de quota d'achat d'actifs par pays contrairement aux plans précédents. Cette règle pourrait renforcer la sensation des pays du nord de contribuer au financement des budgets des pays du sud.

Par ailleurs, début Juin, la BCE a décidé de renforcer l'ampleur du PEPP en augmentant sa durée jusqu'à au moins fin juin 2021 : 600 milliards d'euros ont été ajoutés au programme initial.

Cette décision risque d'accentuer la rancœur des pays du nord envers la BCE.

II.4 MES

Il y a 10 ans un débat similaire avait animé le clivage pays du nord versus pays du sud, avec la création du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF). En mai 2010, face au risque grandissant

de défaut de paiement de la Grèce, un fonds commun de créances avait été initié temporairement pour enrayer la défaillance d'un Etat de la zone euro. Il était principalement destiné pour les dettes souveraines grecques, irlandaises et portugaises.

En septembre 2012, le Mécanisme Européen de Stabilité (MES) vit le jour de façon plus pérenne que le FESF afin d'empêcher tout risque systémique face à une nouvelle crise de la dette souveraine au sein de la zone euro uniquement. Ce fonds a un capital de 700 milliards d'euros dont 80 milliards d'euros de capital libéré c'est-à-dire directement payables par les Etats membres de la zone euro dans le cas d'une faillite (différent du capital de la BCE qui est composé d'Etats n'ayant pas adopté l'euro comme monnaie). Le reste pourra être appelé sur les marchés financiers et prêté à des taux préférentiels aux Etats en difficulté.

Le MES dispose d'un statut juridique spécifique et est indépendant de la BCE. Il est dirigé par les ministres des finances de la zone euro. Etant une entité à part, il a fallu amender le Traité de Lisbonne et donc faire voter les Etats membres de l'Union Européenne.

Lors de la crise de la dette souveraine, l'Union Européenne a su mettre en place de nouveaux mécanismes financiers. Existe-t-il encore aujourd'hui des mécanismes non explorés permettant de faire face à la nouvelle ère économique que nous traversons, tout en s'inscrivant au sein de la politique monétaire de la BCE ?

III) Une politique monétaire post Covid

III.1 Conseil du gouverneur du 10 Septembre

Le 10 septembre 2020 se tenait le conseil des gouverneurs dans un climat où les marchés attendaient une réponse face un euro de plus en plus fort et une désinflation qui a frappé la zone euro durant le mois d'août. En effet, depuis le début de la crise de la Covid-19, l'euro a progressé de 12% face au dollar. Il a même dépassé les 1,20 \$ début septembre, une première depuis deux ans. Par ailleurs, la zone euro est même rentrée en déflation pour la première fois depuis 4 ans avec une inflation au mois d'août de -0,2% contre +0,4% en juillet. Cette déflation a touché 12 des 19 pays de la zone euro.

Malgré ce contexte économique, Christine Lagarde s'est montrée optimiste vis-à-vis de la conjoncture économique en déclarant « Les données parvenues depuis notre précédente réunion monétaire en juillet suggèrent un fort rebond de l'activité conformément à nos prévisions précédentes. ». Aucune inflexion vis-à-vis de la politique monétaire actuelle semble donc se dessiner, ni-même une augmentation du programme de rachat d'actifs (PEPP). La BCE s'attend même à ce que l'inflation au sein de la zone euro reste négative durant les prochains mois. Cette posture est en totale opposition avec la décision de la FED de fin août. Celle-ci a déclaré que la banque centrale américaine laisserait l'inflation

dépasser les 2% si l'inflation n'est pas durable, autrement dit que les taux d'intérêt américain vont rester très bas même s'il y a un rebond de l'inflation.

Ce changement de dogme de la FED, comparé au conservatisme de la BCE, illustre le besoin d'une nouvelle politique monétaire européenne.

III.2 Révision de l'objectif de stabilité des prix

Tout d'abord, la crise économique que nous traversons s'inscrit dans une spirale déflationniste dont les trois composantes sont : une chute du taux de natalité des pays développés, une révolution technologique et l'émergence de nouveaux modes de consommation.

Tout d'abord, la baisse du taux de natalité touche à la fois les pays européens mais aussi des pays asiatiques. En Chine, l'année 2019 avec ses 14,6 millions de naissances, aura été synonyme du plus faible nombre officiel de naissances depuis l'année 1961 et sa grande famine. En Allemagne, le recours à l'immigration a permis de contrer le déclin démographique. En Italie, en 2019, le taux de fécondité était même inférieur à celui du Japon, avec un taux à 1,32, record datant de l'unification de 1861. Ce taux est bien en dessous du seuil d'autosuffisance permettant le renouvellement de la population qui est de 2,1. Cette caractéristique démographique des pays développés engendre une baisse de la demande des ménages (la tranche d'âge 35-50 ans se réduit), et une baisse de la propension des Français à investir et épargner.

Ensuite, la révolution technologique déclenchée par la digitalisation des différents pans de la société accompagnée de la désintermédiation, bouleverse nos moyens de production. La phase actuelle que nous traversons ressemble fortement à la première phase du processus schumpétérien de destruction créative. Selon Schumpeter, une révolution technologique conduit dans un premier temps à une phase de disparition des emplois peu qualifiés (et donc à du chômage), pour dans un deuxième temps, laisser la place à une phase de créations de nouvelles activités économiques.

Et enfin, nous vivons une révolution sociétale. L'essor des préoccupations environnementales, de l'économie du partage, et de la déconsommation ébranle les modèles économiques établis. Les marchés de l'occasion en plein essor ainsi que les applications anti-gaspillage illustrent ce phénomène. De plus, la crise du coronavirus va accentuer ce phénomène : réflexions autour de la diminution des surfaces de bureaux, amplification du télétravail, fortes économies par peur de l'avenir, déconsommation pour sauver la planète, et le renforcement de l'adage travailler moins quitte à gagner moins. Toutes ces thématiques sont déflationnistes.

Ce contexte économique de déflation structurelle rend complètement obsolète la mission de la BCE de maintien d'une stabilité de prix avec un objectif d'inflation en dessous mais « proche » de 2%. La BCE a en effet complètement manqué son objectif de rester proche de 2% sur la dernière décennie. La BCE a

donc fait preuve dans les dernières années d'une complaisance chronique envers une inflation trop basse (autour de 1%). En ce temps de crise, cette situation devient encore plus intenable. La BCE devrait donc moderniser ses objectifs en s'inspirant d'autres banques centrales. Par exemple, la FED a comme premier objectif le maintien d'une croissance en visant le plein emploi. L'objectif de stabilité des prix est en deuxième position. Et en troisième position, nous retrouvons l'objectif de maintien de taux d'intérêt élevés sur des maturités lointaines. Cet objectif vient donc nuancer le deuxième.

Une refonte des objectifs de la BCE devrait être la première pierre d'une adaptation de la politique de la BCE à la nouvelle ère économique qui s'esquisse.

III.3 Que font les autres banques centrales en matière de politique monétaire

Afin de déceler des nouvelles orientations de politique monétaire, il convient d'étudier les politiques monétaires des autres banques centrales.

Les politiques monétaires **conventionnelles** des banques centrales à travers le monde s'articulent toutes autour de deux axes :

- Les **taux directeurs**,
- Et les **réserves obligatoires**.

Il est important de noter que toutes les banques centrales ne contraignent pas les acteurs bancaires de leurs zones économiques à constituer des réserves obligatoires.

Concernant les politiques monétaires non conventionnelles des banques centrales, même si elles sont très diverses, il est possible de les regrouper selon les catégories suivantes :

- Achat de dette souveraine sur le marché primaire ou rachat sur le marché secondaire,
- Achat de dette privée sur le marché primaire ou rachat sur le marché secondaire,
- Achat d'actions privées sur le marché primaire ou rachat sur le marché secondaire,
- « Helicopter Money ».

Le marché primaire désigne le premier lieu d'émission d'un titre au cours du cycle de vie d'un actif financier. Dans ce marché, les émetteurs d'actifs financiers créent des titres financiers et les proposent à des investisseurs.

Quant au marché secondaire, il s'agit du marché de l'occasion : les investisseurs possédant des titres d'actifs financiers peuvent les revendre à d'autres investisseurs.

La BCE procède d'ores et déjà au rachat de dette souveraine sur le marché secondaire, et à l'achat de dette privée sur le marché primaire et secondaire, via les programmes d'assouplissement quantitatif.

Achat de dette souveraine sur le marché primaire

Cependant, la BCE ne peut procéder à l'achat de dette souveraine sur le marché primaire. Selon l'article 123 du traité de Lisbonne, les Etats membres de l'euro zone ne peuvent emprunter directement à la BCE. Mais ce n'est pas le cas des autres banques centrales. Par exemple, la FED et la Banque d'Angleterre peuvent financer une partie du déficit public américain et anglais. Elles « monétisent » la partie du déficit public qu'elles financent, ce qui revient à créditer le compte du Trésor en monnaie nouvellement créée qui a son tour viendra gonfler la masse monétaire via les utilisations qu'en fera le Trésor (traitement des fonctionnaires, paiements des fournisseurs, remboursement des intérêts, etc.). Elles pèsent ainsi directement sur la demande de titres de la dette publique et donc sur la détermination des taux d'intérêt, ce qui est l'objectif principal de ces interventions.

Du fait du quantitative easing massif, et de la proximité temporelle entre le marché primaire et secondaire, le cadre de l'article 123_ est fortement remis en cause par de nombreux économistes dont Tirole. Par ailleurs, le delta entre le taux de financement des banques auprès de la BCE et le taux d'intérêt des obligations d'Etat est souvent critiqué, car ce système est accusé de contribuer à l'enrichissement des banques commerciales. L'argument juridique est souvent utilisé pour justifier l'impossibilité de modifier le traité de Lisbonne afin que la BCE puisse temporairement prêter directement aux Etats. Mais, c'est oublier que, pour mettre en place le MES, un amendement au traité de Lisbonne a dû être voté par les différents Etats membres de la zone Euro.

Achat d'action en soutien aux indices européens

Ce procédé n'a jamais été encore utilisé par la BCE. Il consiste à acheter des actions d'entreprise. Il s'agit d'un procédé très répandu au Japon. En 2018, on estimait que la banque du Japon détenait 3,8% de la capitalisation boursière du Japon. L'achat d'action par la BCE permettrait de soutenir les indices boursiers européens qui portent encore les cicatrices des secousses financières générées par la Covid, contrairement aux indices américains qui sont déjà quasiment revenus à des niveaux d'avant Covid. Cet achat devrait se faire via des ETFs, instrument financier qui permettent de répliquer le contenu d'un indice boursier en achetant des actions des entreprises selon leur poids dans les indices. La logique de la banque du Japon est similaire à ce que fait la BCE pour le marché secondaire de la dette souveraine. La banque centrale nipponne rachète des actions aux banques commerciales afin de leur apporter de la liquidité et en contrepartie elles doivent accorder davantage de prêts.

« Helicopter Money »

La notion d'« helicopter money » revient sur le devant de la scène à chaque secousse financière. Cette technique consiste à créditer directement les comptes bancaires de tous les citoyens d'une certaine somme dont la banque centrale serait l'émetteur. Il s'agit d'une relance par la consommation basique. A date, elle reste au stade théorique et aucune banque centrale n'a procédé à cette manipulation. Du fait du poids des produits importés hors zone euro dans la consommation des ménages et de la

propension à épargner, nous ne préconisons pas cette mesure qui ne bénéficierait pas totalement à l'économie réelle.

III.4 Dette perpétuelle ciblée

Un autre mécanisme est revenu à l'ordre du jour avec la crise de la Covid-19 : la dette perpétuelle. Il s'agit d'un instrument financier méconnu consistant à émettre de la dette obligataire sans indication sur la date de remboursement du capital prêté. Cet instrument est intéressant pour les prêteurs car les taux d'intérêts sont plus élevés que pour les prêts classiques, mais aussi pour les émetteurs, car du fait de l'inflation sur le long terme, pourvu qu'il y en ait, le coût actualisé des intérêts et du capital emprunté devient de moins en moins onéreux avec le temps. Avec cet instrument, l'emprunteur décide de la date du remboursement du capital.

Les Etats européens ne sont pas néophytes dans ce domaine. En France, en 1535, François 1^{er} a émis le premier emprunt public d'Etat appelé « rente » qui était une dette perpétuelle. En 1825, l'Etat français a émis une dette perpétuelle avec un taux de 3%. Celle-ci ne fut remboursée qu'en 1987. Habituellement, ce type de dette est émis en temps de guerre. A la libération, la France avait émis une dette perpétuelle qui fut remboursée à la fin des années 80. Les britanniques ont également adopté ce procédé. Au Royaume-Uni, certains titres de dette émis au 18^{ème} siècle sont toujours en vie. Lors de la première guerre mondiale, une dette perpétuelle appelée « war loan » avait été émise et elle fut remboursée en 2015.

Avec le poids de la dette qui s'est accru au sein de la zone, cet instrument financier a été proposé par certains pays européens notamment l'Espagne et l'Italie. En France, le poids de la dette pourrait s'élever à plus de 121 % du PIB à fin 2020. Et, plus de 593 milliards d'euros de dette arrivent à échéance en 2023. La dette perpétuelle pourrait être un excellent moyen de renouveler une partie de cette dette. Cependant, au lieu de mutualiser la dette perpétuelle au sein de la zone euro comme le propose l'Espagne, nous pourrions imaginer une autorisation temporaire de la BCE afin que les états membres de la zone euro puissent émettre individuellement une dette perpétuelle. Ainsi, nous ne nous heurterions pas à l'affrontement classique pays du nord versus pays du sud.

IV) Conclusion

Même s'il est urgent de donner un nouveau souffle à la politique monétaire de la BCE, il est important de rappeler l'énorme pas qui a été franchi en une décennie. Alors que pendant la crise de la dette souveraine, il avait fallu attendre quasiment quatre ans avant d'arriver au « whatever it takes » de Mario Draghi, en 2020 seulement après trois semaines de confinement, la BCE a su déployer le programme d'urgence PEPP.

Cependant, les composantes déflationnistes de la zone euro, le ralentissement du commerce mondial et la crise de la Covid-19 nous imposent de réajuster la politique monétaire de la

Banque centrale européenne. Comme nous l'avons vu, les mécanismes permettant de le faire existent, ils demandent juste à être réactualisés afin qu'ils s'inscrivent dans le cadre juridique du fonctionnement de la zone euro.

**Rapport rédigé par Clément Perrin,
ingénieur financier et expert du
Millénaire**



Le Millénaire est un groupe de réflexion spécialisé sur les questions de politiques publiques. Il porte un projet gaulliste, réformateur, disruptif et guidé par l'intérêt national. Il est composé d'une cinquantaine de contributeurs de divers horizons - cadres du privé, du public, chercheurs, chefs d'entreprises - et chacun expert dans son domaine.

Président : William THAY

Vice-Président : Gilles BÖSINGER

Secrétaire générale : Marion PARISSET

Directeur des études : Jean-Claude BERNARDON

Directeur des affaires publiques : Emeric GUISET

Directrice de la communication : Alexandra MONET

Communication : communication@lemillenaire.org

Presse : presse@lemillenaire.org

Et pour suivre toutes les actualités du Millénaire :

<http://lemillenaire.org>



***Mentions légales :** L'ensemble de ce rapport relève de la législation française et internationale sur le droit d'auteur et de la propriété intellectuelle. Tous les droits de la reproduction sont réservés à l'association « Le Millénaire », la reproduction de tout ou partie de ce rapport sur quelque support que ce soit est formellement interdite sauf autorisation expresse du Président de l'association.*