UCL Université catholique de Louvain

Faculté des sciences économiques, sociales, politiques et de communication (ESPO)
Faculté ouverte de politique économique et sociale (FOPES)

Regard citoyen sur la politique monétaire de la BCE

« There is (no) alternative » ?

Mémoire réalisé par
Quentin Orban

Promoteur(s)
Réginald Savage

Lecteur(s)
Etienne Lebeau, Pierre Reman

Année académique 2016-2017
Master en politique économique et sociale

Remerciements.

Merci à mon promoteur, Réginald Savage, pour sa grande disponibilité, son soutien, son aide et la motivation que m'a inspiré chacune de nos rencontres.
Merci aux membres de ma commission mémoire, Etienne Lebeau et Pierre Reman pour leur disponibilité, leur énergie et conseils tant constructifs qu'avisés.
Merci à Stanislas Jourdan de la plateforme « QE for people », ainsi qu'à Jan Musschoot pour leurs renseignements.
Merci à Yvette, Pierre et Marlène pour leur travail de relecture.
Merci à mes collègues, Anne, Olga et Marianne, qui ont supporté mes nombreux jours de congés éducations.
Merci à ma famille, mes voisins et amis, qui m'ont soutenu et encouragé dans la rédaction de ce mémoire.
Et enfin, merci à Marlène pour son soutien inconditionnel et ressourçant.

Table des matières

Introduction : 2
Chapitre 1 : Historique de la BCE 4
1.1 Historique de la construction monétaire européenne. 4
1.1.1 : Les débuts 4
1.1.2 : Le serpent monétaire européen 5
1.1.3 : Le Système monétaire européen (SME). 6
1.1.4 : Le traité sur l'Union européenne (traité de Maastricht). 9
1.2. Le modèle théorique qui sous-tend la création de la BCE. 13
1.2.1. : D'une influence idéologique … 13
1.2.2. : Stratégie de la crédibilité vs stratégie de la confiance. 15
1.2.3. : … A un compromis politique. 20
1.2.4 : L'arrangement politique : 23
1.2.5 : La recherche du « consensus». 24
1.2.6 : Un contexte historique favorable 26
1.2.7. : Conclusion. 27
1.3. Les statuts du SEBC et de la BCE. 28
1.3.1 : Des statuts pour qui ? 28
1.3.2 : Objectifs et missions du SEBC. 29
1.3.3. : L'indépendance de la BCE 30
1.3.4. Comparaison entre la BCE et d'autres banques centrales. 31
1.3.5. Comparaison de la notion d'indépendance. 33
1.3.6. : Indépendance politique (political autonomy) : 34
1.3.7. : Indépendance économique (Economic autonomy) : 35
1.3.8. : Conclusion : 36
Chapitre 2 : Impact et critiques de la politique monétaire. 37
2.1. Historique de la période de convergence précédent la création de l'union économique et monétaire : 1990-1999 38
2.2. : Période pré-crise financière : 1999 à 2007. 41
2.3. Crise des « subprimes » 2007-2010 45
2.3.1. Pourquoi des politiques monétaires non conventionnelles ? 46
2.3.3. Les politiques non conventionnelles. 48
2.3.4. Credit easing. 52
2.4. La crise dite « des dettes souveraines » : 2010-2012. 53
2.5. L'après crise : 2013-2016 56
2.5.1. : Le quantitative easing. 58

2.5.2. : Quantitative easing : la diversification des canaux de transmission. 61
2.5.3. Les canaux de transmission du quantitative easing, avantages et limites: 61
2.5.4. : Dommages collatéraux. 64
2.5.5. : Evaluation de la politique monétaire sur la période 2013-2016. 65
2.6. : Bilan de la politique monétaire : acte 1. 75
2.7. Regard critique sur la politique de la BCE. 78
2.7.1.: La politique monétaire est de nature politique. 78
Chapitre 3 : Réforme. 92
3.1. Quelle réalité pour la politique monétaire actuelle et future de la BCE? 92
3.1.1. Bilan de la politique monétaire : acte 2, le policy mix. 93
3.1.2. Quel policy mix pour la zone euro ? 94
3.2. Réformes alternatives : la relance non budgétaire de l'investissement. 99
3.2.1. DiEM25 : un plan de relance de l'investissement « euro compatible ». 100
3.2.2. AGLIETTA, ESPAGNE : un plan de financement des investissements bas carbone en Europe. 104
3.2.3. « Quantitative easing for people » : financement monétaire et « helicopter money ». 108
3.3. Conclusion 123
Conclusion générale 125
Bibliographie : 128
Annexes : 135
Annexe 1 : Ligne du temps : la marche vers l'euro. 135
Annexe 2 : Encadré 1.2.1: Stratégie de crédibilité versus stratégie de confiance : quelles différences ? 137
Annexe 3 : Différence entre libéralisme anglo-saxon/ européisme keynésien/ européisme ordo-libéral. 139
Annexe 4. Estimation des liquidités injectées dans le secteur bancaire de 2008 à Mars 2017 141

Introduction :

Depuis plus de trente ans, l'ensemble des pays de la zone euro n'ont pas eu de budget durablement à l'équilibre[1]. Ils ont donc toujours dû emprunter de l'argent pour combler leurs déficits. A partir de 1993 et la signature du Traité de Maastricht, il leur est interdit de se financer auprès de leurs banques centrales au taux d'intérêt directeur[2]. Par conséquent, les Etats doivent se financer auprès des banques privées en leur payant un intérêt[3], ce qui alourdit la charge des finances publiques[4].

L'interdiction du financement des Etats par leurs banques centrales, fait l'objet de nombreux articles et polémiques[5]; certains la considèrent comme l'équivalent d'un scandaleux coup d'état des milieux financiers, d'autres louent ses vertus pour la stabilité des prix. Comme on a pu le voir lors de la campagne présidentielle française de 2017 (où quatre des six premiers candidats souhaitaient revenir sur l'indépendance de la BCE[6]), mais aussi de manière plus générale, le rôle et les statuts de la BCE font l'objet de nombreuses remises en question.

Ce mémoire est l'aboutissement d'une formation universitaire dont l'objet revendiqué est de former des acteurs de changement. C'est donc dans une démarche citoyenne, que j'ai voulu explorer le rôle et les statuts de la BCE :

> *Quelles sont les missions de la BCE ? Ces missions sont-elles atteintes ? A qui profite la politique monétaire ? Y-a-t-il un scandale monétaire ? Pourquoi la BCE ne peut-elle*

---

[1] Seuls 4 pays dégagent des excédents budgétaires depuis 2010-2012 - Cf. 3.1.2.2.

[2] Le taux directeur principal est celui qu'utilise la BCE pour prêter de l'argent aux banques privées afin de garantir le fonctionnement normal du système bancaire. Il s'agit d'un taux avantageux auquel les Etats pourraient se financer, si cela était permis. Nous y reviendrons au chapitre 1.

[3] S'il faut reconnaître que les taux de long terme sur les obligations d'Etats sont actuellement très bas, en 2011-2012, certains Etats ont dû payer des intérêts très élevés : 22,5% en Grèce (2012), 9,6% en Irlande (2011), 10,5% au Portugal (2012), 5,8% en Espagne (2012). Taux pratiqués sur les obligations souveraines à échéance de 10 ans. Cf. OCDE (2017), base de données en ligne, « taux d'intérêts à long terme (indicateur) ». doi: 10.1787/4e01728c-fr ; in https://data.oecd.org/fr/, rubrique : thèmes-Finance-taux d'intérêt-taux d'intérêts de long terme, (Consulté le 4 juin 2017).

[4]Dans un article, l'économiste O. BONFOND, affirme que si *« l'Etat belge avait financé ses déficits en empruntant à la Banque nationale de Belgique (BNB) à un taux égal à l'inflation (…), la dette publique belge s'élèverait aujourd'hui* [en 2012] *à 50% du PIB* [au lieu de son niveau réel de 100% à la même époque] ». BONFOND, O., « La dette belge pourrait être en dessous de 50% du PIB », in *CADTM*, en ligne, 14 novembre 2012 ; http://cadtm.org/La-dette-belge-pourrait-etre-en, consulté le 4 juin 2017.

[5] L'économiste Benjamin LEMOINE synthétise cette polémique au début de son livre. Cf. LEMOINE, B., *L'ordre de la dette, enquête sur les infortunes de l'état et la prospérité du marché*, Paris, La Découverte, 2016, pp. 33-42.

[6] Lors de la campagne des élections présidentielles françaises de 2017, M. LE PEN, J. CHEMINADE, N. DUPONT-AIGNAN, F. ASSELINEAU, J-L. MELENCHON et (dans une moindre mesure) B. HAMON, souhaitent tous une modification du rôle de la BCE, sous forme de financement de dépenses publiques et/ou de rachat massif de dette. Cf. : SZTAJNKRYCER, P., « Comment les candidats à la présidentielle comptent-ils financer leurs promesses ? », in *le Monde*, en ligne, 21 avril 2017 ; http://www.lemonde.fr, Consulté le 4 juin 2017.

pas financer les Etats ? Y-a-t-il un enjeu citoyen derrière la politique monétaire ? La création monétaire de la BCE pourrait-elle techniquement et légalement servir à financer un plan de relance en Europe ? La BCE peut-elle jouer un rôle dans la lutte contre le réchauffement climatique ? Etc.

Pour répondre à ces questions, nous allons procéder en trois étapes.

Au premier chapitre, nous retracerons l'historique de la création de la BCE, en analysant le modèle théorique sur lequel elle se base, ainsi que ses statuts.

Au deuxième chapitre, nous analyserons l'impact de la politique monétaire et son évolution au fil du temps. Nous clôturerons celui-ci par une analyse critique basée sur un cadre théorique keynésien.

Quant au troisième chapitre, il nous permettra d'examiner des projets de réformes qui pourraient répondre aux bilans et défis soulignés dans le chapitre deux.

Si les citoyens européens sont obligés d'évoluer dans un cadre politique donné (celui défini par les traités européens), ce mémoire a pour but de leur permettre d'explorer, de comprendre et de questionner la partie monétaire de ce cadre politique.

Chapitre 1 : Historique de la BCE

1.1 Historique de la construction monétaire européenne.

La création de la Banque centrale européenne représente l'aboutissement d'un processus d'intégration monétaire européen qui a lui-même évolué au fil du temps. Pour tracer l'histoire de la BCE, nous allons reprendre les différentes étapes de la construction monétaire européenne.

Cette première partie (chapitre 1) s'inspire de deux ouvrages de références.[7]

1.1.1 : Les débuts.

En 1957, six membres fondateurs signent les traités de Rome et créent la communauté économique européenne (CEE). L'objectif principal de la CEE est d'instaurer un marché commun pour favoriser les échanges commerciaux dans un contexte de libre circulation des biens, des services, des personnes et des capitaux.

Jusque-là, le système monétaire international (système de Bretton Woods) fonctionne relativement bien. Les monnaies des pays membres de celui-ci bénéficient d'une forte stabilité grâce à des taux de change fixes, mais ajustables.

<u>Encadré 1</u> : 1962 – 1972 : premières étapes vers l'union économique et monétaire (UEM).

1962 : Première proposition de la Commission européenne en vue de l'établissement d'une union économique et monétaire *(Mémorandum Marjolin).*

Mai 1964 : Création d'un Comité des gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne (CEE) afin d'institutionnaliser la coopération entre les banques centrales de la CEE.

1971 : Le rapport Werner établit un plan destiné à réaliser une union économique et monétaire dans la Communauté à l'horizon de 1980.

---

[7] - Une publication de la BCE : SCHELLER, H-K**,** *La banque centrale européenne, Histoire, Rôle et fonction***,** Frankfort, Banque centrale européenne, 2006.
- Un livre : LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope).

Avril 1972 : Mise en place d'un système (le « serpent monétaire ») de resserrement progressif des marges de fluctuation des monnaies des Etats membres de la Communauté économique européenne.

Source : SCHELLER, H-K**,** *La banque centrale européenne, Histoire, Rôle et fonction***,** Francfort, Banque centrale européenne, 2006, p.16.

La décennie des années soixante voit apparaître le « délitement progressif du système monétaire international »[8], ce qui place la question de la stabilité monétaire à l'agenda de la CEE. Les premières propositions concrètes de former une union économique et monétaire au sein de la CEE sont formulées dans le mémorandum Marjolin[9] (1962), puis dans le rapport Werner[10] (1971).

En 1962, le système de Bretton Woods, assure encore une stabilité des taux de change satisfaisante, raison pour laquelle la création de nouveaux processus monétaires au niveau de la CEE ne fait pas consensus. Le mémorandum Marjolin n'est pas adopté.

En 1971, la fin du système de Bretton Woods (1971) ainsi que la crise pétrolière de 1973 rendent l'application du rapport Werner impossible. La CEE doit faire face, dans l'urgence, au flottement généralisé des taux de change qui suit la fin de la convertibilité du dollar en or. La période est trop instable pour se lancer dans une UEM.

1.1.2 : Le serpent monétaire européen.

En avril 1972, la CEE crée un *« système communautaire de resserrement progressif des marges de fluctuation de ses monnaies »*[11], appelé système du « serpent monétaire» ou du « serpent dans le tunnel ». L'objectif est de réduire les marges de fluctuation des monnaies européennes

---

[8] ALLEMAND, Frédéric, "La coopération économique et monétaire communautaire", dans ALLEMAND, Frédéric, L'Union économique et monétaire: origine, fonctionnement et futur. Sanem: CVCE, Coll. Dossier thématique, 2013. CVCE, 2013, p 2.

[9] « *La Commission, par la voix de son commissaire aux affaires économiques, Robert Marjolin, appelle, dans son mémorandum (…) à compléter l'union économique par une union monétaire caractérisée par une fixité des taux de change entre les monnaies européennes ». :* ALLEMAND, F., « Le "plan Marjolin" et ses suites », in *L'Union économique et monétaire: origine, fonctionnement et futur*, CVCE, Coll. Dossier thématique, 2013, p.2.

[10]Le premier Ministre Luxembourgeois, Pierre Werner, se voit confier, par le sommet européen de la Haye (décembre 1969), la présidence d'un comité d'experts qui propose en 1971 un rapport qui prévoit la création d'une union économique et monétaire avant 1980.

[11] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p 18.

entre elles à +-2,25% (le serpent) ainsi que celles-ci vis-à-vis du dollar à 4,5% (le tunnel), afin de stabiliser le cours de leurs monnaies et « d'assurer le bon fonctionnement du marché commun et plus particulièrement de son volet agricole ».[12]

Pour assurer le bon fonctionnement de ce nouveau système, la CEE crée, en 1973, le fonds européen de coopération monétaire (FECOM). Le FECOM s'avérera constituer les prémices d'une institution monétaire fédérale, à l'image de la future BCE. Il a 3 objectifs :

1. « veiller au bon fonctionnement du rétrécissement progressif des marges de fluctuation des monnaies communautaires entre elles ».[13]
2. « surveiller les interventions en monnaies communautaires sur les marchés de change ».[14]
3. « se charger des « règlements entre banques centrales tendant à une politique concertée des réserves ».[15]

Au milieu des années 1970, mis en difficulté par la décision américaine de laisser flotter le dollar, le système du serpent monétaire n'arrive plus à stabiliser les taux de change. Il est utilisé comme simple mécanisme de change entre les monnaies de certains pays (RFA, Benelux, Danemark), tandis que « les autres monnaies de la communauté demeurent en dehors de ce système durant la majeure partie voire l'ensemble de son existence ».[16] C'est pourquoi en 1977-78, la CEE met fin à ce système, et se penche sur un nouveau mécanisme monétaire.

1.1.3 : Le Système monétaire européen (SME).

En mars 1979, à la suite d'une résolution du Conseil européen[17], le Système monétaire européen (SME) voit le jour. Il a pour objectif d'établir une certaine stabilité monétaire au sein des pays membres. Pour ce faire, il dispose, en plus du Fonds européen de coordination monétaire (FECOM), d'un mécanisme de change européen (MCE) et d'une nouvelle unité de compte

---

[12] ALLEMAND, F, *Le "serpent monétaire" européen*, in, ALLEMAND, F, *L'Union économique et monétaire: origine, fonctionnement et futur*., CVCE, Coll. Dossier thématique, 2013. CVCE, 2013, p2.
[13] DANESCU, E.R., *Le FECOM,* in *Pierre Werner et la construction européenne: du plan Schuman au sommet de Fontainebleau, www.cvce.eu, p3/4.*
[14] Idem, p.3/4.
[15] Idem, p.3/4.
[16] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p 19
[17] Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978.

(l'écu : European Currency Unit). Le MCE « *consiste en un système automatique de coopération entre les banques centrales en cas de divergence des taux de change* »[18]. Dans le cadre de ce mécanisme, « l'écu » est utilisé comme numéraire. « *Chaque monnaie participante* (au MCE) *a une valeur exprimée en écus, ce qui permet d'établir des taux pivots bilatéraux, c'est-à-dire la valeur de chaque monnaie participante dans chaque autre monnaie*»[19]. Le FECOM, lui, grâce à ses réserves de changes et à un système de crédit, garantit la capacité d'intervention des pays (et de leurs banques centrales) en cas de fluctuations de taux de change supérieures à la limite tolérée.

Entre 1979 et 1990, le SME arrivera à garantir une certaine stabilité des taux de change, ce qui renforce la volonté d'intégration (monétaire) européenne.

Cependant, au début des années 1990, le SME montre ses limites au travers, d'une part, de crises de change des monnaies participantes et d'autre part, de l'apparition d'une asymétrie entre les monnaies de l'ensemble des pays et la monnaie allemande (cf. encadré 2). Ces perturbations ont été en partie provoquées par la réunification allemande.

Encadré 2. Triangle d'incompatibilité de Mundell….

Robert MUNDELL, économiste canadien, détenteur du prix Nobel d'économie[20] en 1999, a établi que, dans une économie ouverte, « *un pays ne peut atteindre au plus que deux objectifs simultanés parmi les trois suivants:*

1. *liberté de mouvement des capitaux, »*[21]
2. *« détermination du taux de change »*[22] (recherche d'un taux de change stable)

[18] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p 22.
[19] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p 22
[20] Qui en fait s'intitule « prix de sciences économiques de la Banque de Suède en mémoire d'Alfred Nobel ».
[21] Alternatives économiques- le dictionnaire d'alternatives économiques en ligne »- triangle d'incompatibilité : http://www.alternatives-economiques.fr/Dictionnaire_fr_52_.html, (mis à jour le 22/01/2010).
[22] Idem

3. *« autonomie de la politique économique »*[23] *et monétaire* (ex. : poursuite d'objectifs internes à l'économie (relance de la croissance ou lutte contre l'inflation) via un contrôle des taux d'intérêt).

Or, avec *l'Acte unique européen*[24], signé en 1986, garantissant la libre circulation des capitaux, les Etats membres du SME sont tenus de retenir l'objectif 1, et n'ont plus le choix qu'entre les objectifs 2 ou 3.

… **et domination monétaire du Mark.**

Dans ce contexte, de par son attractivité (issue de son poids économique et d'excédents commerciaux importants), la monnaie allemande a pris le rôle de monnaie pivot du SME. Cela a permis à la RFA de ne plus se préoccuper de son taux de change (objectif 2) mais de se focaliser pleinement sur sa politique monétaire (objectif 3).

A contrario, les pays dominés monétairement (dont la monnaie n'était pas recherchée sur le marché des changes), ne pouvant pas réduire la liberté de mouvement des capitaux (obj.1), étaient contraints d'utiliser l'outil du taux d'intérêt (souvent en s'alignant sur les taux allemands augmentés d'une prime de risque) pour stabiliser leurs taux de change (obj.2). Ils perdaient de facto l'essentiel de leur autonomie monétaire (obj.3) au sein du SME.

En d'autres termes, au sein du SME, il y avait une asymétrie entre l'Allemagne, monétairement souveraine, et les autres Etats, qui avaient perdu leur souveraineté monétaire.

Les crises de change au sein du SME ainsi que cette asymétrie vis-à-vis du Deutsch Mark font émerger un consensus croissant sur la nécessité de faire converger les politiques économiques des pays membres en vue d'une potentielle union monétaire.

[23] Alternatives économiques- le dictionnaire d'alternatives économiques en ligne »- triangle d'incompatibilité : http://www.alternatives-economiques.fr/Dictionnaire_fr_52_.html, (mis à jour le 22/01/2010).
[24] Cf. Annexe 1.

En plus de ce constat, l'adoption de l'Acte unique européen (AUE) en 1986, qui garantit la libre circulation des capitaux en vue d'instaurer un marché unique, va replacer au premier plan l'idée d'une union économique et monétaire (UEM).

C'est pour toutes ces raisons que le Conseil européen relance le projet de création d'une UEM en 1988.

1.1.4 : Le traité sur l'Union européenne (traité de Maastricht).

En juin 1988, Jacques DELORS, président de la Commission européenne, est chargé de diriger un « comité spécial sur l'union monétaire », composé des gouverneurs des banques centrales, dont la mission sera d'établir un plan concret menant à la création d'une union économique et monétaire.

Le rapport DELORS (17 avril 1989), propose un plan en trois étapes.

- La première étape serait consacrée à « *l'achèvement du marché intérieur, à la réduction des disparités entre les politiques économiques des États membres, à la levée de tous les obstacles à l'intégration financière et au renforcement de la coopération monétaire* ».[25]

- La deuxième étape consisterait en une « *période de transition avant l'étape finale, avec la mise en place des organes fondamentaux et de la structure organisationnelle de l'UEM, ainsi que le renforcement de la convergence économique* ».[26]

- Lors de la troisième étape *« les taux de change seraient irrévocablement fixés et les divers organes et institutions communautaires se verraient attribuer leurs pleines responsabilités monétaires et économiques »*.[27]

En juin 1989, le conseil européen valide la création de l'union économique et monétaire (UEM) selon ces trois phases.

---

[25] SCHELLER, H-K.**,** *La banque centrale européenne, Histoire, Rôle et fonction***,** Francfort, Banque centrale européenne, 2006, p.21.
[26] Idem, p.21.
[27] Idem, p.21.

- La première étape démarre en juillet 1990 dans le cadre institutionnel en vigueur. Une révision du traité de la communauté économique européenne est nécessaire pour réaliser les étapes deux et trois. C'est pourquoi une conférence intergouvernementale (CIG) est créée la même année. Après plus d'un an de négociations, la CIG aboutit en février 1992 à la signature du traité sur l'Union européenne (TUE), également appelé « traité de Maastricht ». En plus d'instaurer l'Union européenne (UE), ce traité définit les bases institutionnelles de la future UEM. Il contient en effet un nouveau chapitre sur la politique économique et monétaire, et définit les statuts du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne (SEBC). Chacune des banques centrales nationales de l'UEM doit, entre autres, devenir indépendante du pouvoir politique. En annexe à ce traité, le protocole de création et les statuts de l'Institut monétaire européen (IME) sont également définis.

- La deuxième étape est marquée par la mise en place de l'Institut monétaire européen (IME) le 1er janvier 1994. Il s'agit d'une institution qui vise à assurer la transition avec la troisième étape de l'UEM et dont les objectifs principaux consistent à :
    - *« renforcer la coopération entre les banques centrales et la coordination des politiques monétaires ;*
    - *assurer les préparatifs nécessaires à l'instauration du SEBC, à la conduite de la politique monétaire unique et à la création d'une monnaie unique lors de la phase III de l'UEM ».*[28]

  En décembre 1995, sur base des travaux préparatoires effectués par l'IME, le Conseil européen valide le nom et l'adoption de la monnaie unique.

  En juin 1997, afin de renforcer la discipline budgétaire au sein de l'UEM, le Conseil européen adopte le Pacte de stabilité et de croissance. Celui-ci met en place des instruments de surveillance des positions budgétaires et des politiques économiques des Etats membres.[29]

  En mai 1998, après avoir analysé la capacité des Etats à intégrer dans le droit et les politiques nationales les mesures définies par les traités, le Conseil Européen établit la liste des pays qui adopteraient la monnaie unique. Onze Etats membres ont été sélectionnés pour

[28] SCHELLER, H-K.**,** *La banque centrale européenne, Histoire, Rôle et fonction***,** Francfort, Banque centrale européenne, 2006, p.22.
[29] Cf : Idem, p.24.

passer à la troisième étape de l'UEM, car ils remplissaient les conditions nécessaires au passage à l'euro (il s'agit de l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal). Notons que le Royaume-Uni et le Danemark ont obtenu une « *clause d'exemption* »[30] car ils ne souhaitaient pas intégrer l'étape 3 de l'UEM. La Grèce et la Suède ne satisfaisaient pas encore aux conditions nécessaires à l'adoption de l'euro.

Toujours en mai 1998, les chefs d'Etats des 11 Etats de l'UEM se mettent d'accord sur la composition des six membres du directoire de la BCE.

Création de la BCE : les six membres du directoire de la BCE prennent leurs fonctions le 1er juin 1998, lors de l'établissement de la BCE, qui hérite des précieux moyens et ressources de l'IME. Grâce à cet héritage, la BCE arrivera à préparer le passage à l'euro en sept mois. L'IME est quant à lui dissout : il a atteint ses objectifs.

- La troisième étape de l'UEM : 1er janvier 1999, passage à la monnaie unique.

  La BCE prend les rênes (et la responsabilité) de la politique monétaire, désormais unique, des membres de l'UEM. Les taux de change sont irrévocablement fixés pour chacune des monnaies participantes. Conformément au calendrier établi par le rapport Delors, une période de transition de 3 ans est établie (janvier 1999 à décembre 2001) durant laquelle les agents économiques sont libres d'utiliser soit l'euro soit leur monnaie nationale.

  Après l'intégration de la Grèce (douzième état) dans la zone euro, en janvier 2001, il faut attendre le 1er janvier 2002 pour que l'euro, en tant que monnaie fiduciaire, soit mis en circulation pour le grand public.

  A l'heure actuelle (2016), la zone euro est composée de 19 états membres et l'Union européenne de 28 états membres (27 si on tient compte de la volonté du Royaume Uni de sortir de l'UE). Selon les traités, à l'exception du Danemark et du Royaume-Uni, tous les pays membres de l'UE ont vocation d'intégrer la zone euro une fois qu'ils rempliront les conditions nécessaires (convergence économique, convergence juridique).

  La BCE et la Commission européenne établissent des rapports tous les deux ans pour évaluer, pays par pays (de l'UE mais hors zone euro) si ces conditions sont remplies. Si ce

[30] SCHELLER, H-K., *La banque centrale européenne, Histoire, Rôle et fonction*, Francfort, Banque centrale européenne, 2006, p.25.

n'est pas le cas, le pays concerné bénéficie d'une « dérogation » qui lui permet de ne pas participer à l'UEM. « *Néanmoins, les Etats membres bénéficiant d'une dérogation restent attachés à l'objectif de l'introduction de la monnaie unique (article 4 (2) du traité CE) et ont l'obligation de parvenir à la convergence économique et juridique, condition préalable à l'adoption définitive de la monnaie unique. L'article 108 relatif à l'indépendance de la banque centrale s'applique également à ces États membres.* »[31]

Cependant, dans la pratique, malgré ce que disent les traités, un Etat membre de l'UE qui ne souhaite pas intégrer la zone euro peut s'y opposer. Exemple : la Suède a voté contre l'intégration à la zone euro par voie de référendum en 2003 et n'est actuellement toujours pas membre de la zone euro (malgré qu'elle remplisse les conditions nécessaires).

[31] SCHELLER, H-K.**,** *La banque centrale européenne, Histoire, Rôle et fonction***,** Francfort, Banque centrale européenne, 2006, p. 39.

1.2. Le modèle théorique qui sous-tend la création de la BCE.

1.2.1. : D'une influence idéologique …

Les théories économiques et monétaires influencent et ont profondément influencé le rôle des banques centrales. De la position doctrinale qui domine au sein des institutions monétaires vont dépendre le rôle et les missions de celles-ci.

Comme l'explique E. LE HÉRON : *« Pour les libéraux, dont la pensée domine aujourd'hui, la monnaie est neutre, elle n'a aucune incidence à long terme sur l'économie réelle et ne joue finalement que sur l'inflation (…); la banque centrale doit devenir une institution indépendante du pouvoir politique et veiller au respect de l'ordre libéral ».*[32]

A l'inverse *: « pour les keynésiens, la monnaie est active, elle constitue une des institutions les plus fondamentales du capitalisme. C'est un signe qui relève du droit, du politique et qui fait partie des moyens d'action de tout gouvernement pour atteindre ses quatre objectifs finaux de politiques économiques à savoir : la croissance, l'emploi, l'inflation et l'équilibre extérieur. Cela suppose une très forte coordination entre l'institution de régulation monétaire (la banque centrale) et le gouvernement ».*[33]

La vision libérale de la « monnaie neutre » s'oppose à la vision keynésienne de la « monnaie active ». Les implications pour les institutions monétaires sont différentes. Selon E. LE Héron, on peut considérer que la BCE relève d'un *« type de banque centrale défendue par les libéraux, tandis que la Federal Reserve américaine (Fed) correspond d'avantage à la vision keynésienne ».*[34]

Encadré 3 : Zone monétaire optimale.

En plus des controverses autour de la nature de la monnaie (« neutre » vs « active »), se pose la question de la viabilité d'une potentielle union économique et monétaire (UEM).

[32] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p. 63.
[33] Idem, p.63.
[34] Idem, p.64.

L'espace géographique de la communauté économique européenne (CEE) constitue-t-il une zone monétaire optimale ?

Dès la fin des années 80, un nombre important de travaux tentent de répondre à cette question. Pour ce faire, la majorité de ceux-ci s'appuient sur la théorie des zones monétaires optimales (ZMO) développée par R. Mundell en 1961.

Selon ce dernier, les pays composant une ZMO doivent respecter les critères suivants :

1. « Ils doivent être soumis aux mêmes chocs macroéconomiques »[35]. S'ils subissent les mêmes chocs, ils pourront y réagir avec la même politique monétaire. En d'autres termes ils ne peuvent pas subir trop souvent des chocs asymétriques (des chocs qui frappent certains pays et pas d'autres) de grande ampleur.
2. Avoir une forte mobilité des facteurs de production (mobilité du capital et du travail). S'ils sont soumis à des chocs asymétriques, les travailleurs (et le capital) des régions économiquement sinistrées doivent pouvoir migrer facilement vers les régions économiquement performantes. Ce mouvement des facteurs de production, « plus que la politique macroéconomique, permet aux pays de s'ajuster aux chocs. »[36].
3. La diversification des exportations.
4. L'ouverture de l'économie.

En effet, *« pour une économie ouverte [4] et diversifiée [3], les avantages de l'adhésion à une union monétaire en termes de gains de liquidité et de stabilité financière peuvent compenser les coûts d'ajustements supplémentaires que pourrait imposer son adhésion à l'union »*[37].

Il va y avoir de nombreux débats pour savoir si l'UEM telle que prévue par le plan Delors constitue une ZMO.

[35] BLANCHARD, O., COHEN, D., JONHSON, D., Macroéconomie, Montreuil, Pearson 6e édition, 2013, p. 450.
[36] Idem, p.450.
[37] FMI (Fonds monétaire international) - Article et commentaire en ligne : http://www.imf.org/
SWOBODA. A., « Robert Mundell et Les Fondements Théoriques de l'Union Monétaire Européenne », 13 décembre 1999, consulté le 28 février 2017.

A l'inverse de la Commission et des gouvernements européens, la plupart des analystes affirmeront que non[38], puisque les critères ne sont que partiellement rencontrés.

En parallèle, se posait à l'époque (fin des années 1980 jusqu'à la création de l'UEM) la question de savoir s'il y aurait plus d'avantages que de coûts économiques à créer l'UEM. Selon E. LE HERON, avec le recul, *« on constate que les difficultés et les contraintes inhérentes à une telle évolution* [la création de l'UEM] *ont eu tendance à être minimisées voire occultées dans les rapports soumis à la Commission ».*[39]

L'UEM est pensée et créée dans un contexte où l'idéologie néolibérale est dominante, où de solides ouvrages économiques défendent la vision de la « monnaie neutre » et justifient l'indépendance des banques centrales. Elle naît d'un contexte où, dès 1970, la pensée monétariste prend une influence primordiale sur les questions monétaires et particulièrement sur la question de la lutte contre l'inflation.

Ce contexte idéologique très hostile à l'approche keynésienne de la « monnaie active » et de l'interventionnisme économique d'Etat constitue une première explication à la configuration actuelle de la BCE (qui se démarque de ses consœurs de par sa forte indépendance).

1.2.2. : Stratégie de la crédibilité vs stratégie de la confiance.

Plusieurs auteurs affirment que la BCE est de *« conception monétariste »*[40] alors que *« le monétarisme* [tel que prôné par M.Friedman] *était mis à mal, dès 1982, en raison de l'instabilité*

[38] Malgré le fait que, paradoxalement, R. Mundell soit en faveur de l'UEM, *« La plupart des analystes vont conclure que les pays de l'Europe, qu'elle soit des six, des onze ou des quinze, ne constituent pas une zone monétaire optimale car ils ne répondent que partiellement aux critères précités. »*. FMI (Fonds monétaire international) - Article et commentaire en ligne : http://www.imf.org/, SWOBODA. A., « Robert Mundell et Les Fondements Théoriques de l'Union Monétaire Européenne », 13 décembre 1999, consulté le 28 février 2017.
[39] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope) p. 26.
[40] AGLIETTA, M., « La politique monétaire de la banque centrale européenne dans tous ses états », in Terra Nova la fondation progressiste, 23 septembre 2014, p. 9.

de la mesure de la masse monétaire et de la demande de monnaie »[41] et qu'il a disparu de la vie universitaire au milieu des années 1980.[42]

Encadré 4. : BCE, pourquoi parler de conception monétariste ?

Le monétarisme au sens strict du terme (contrôle de l'offre de monnaie), après avoir été incontournable, s'est éteint début des années 80.

C'est donc par les courants de pensées dont il a « enfanté » qu'il a continué d'influencer des institutions monétaires comme la BCE.

La nouvelle école classique (NEC : cf. point suivant), ainsi que le « nouveau consensus macroéconomique » sont deux des principaux courants de pensée de l'héritage monétariste contemporain.

Ce dernier a été très influent dans la doctrine des banques centrales du monde entier, qui en ont appliqué beaucoup de principes jusqu'à la crise financière de 2008.

Le « nouveau consensus macroéconomique » est basé sur un *« recueil d'idées structurées par l'expérience du début des années 1980, mais adaptées, du moins en surface, aux changements qui se sont produits depuis »*[43]. Ces idées sont :

- La politique monétaire est la seule à pouvoir réduire l'inflation de manière permanente[44]. Par conséquent sa mission prioritaire doit être la stabilité des prix.
- Une politique de *« stabilité des prix n'a pas de coût en termes d'activité économique, du moins à long terme (…). Ainsi, l'idée selon laquelle garantir la stabilité des prix est la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à une croissance économique durable s'est généralisée [avant la crise]»*[45]. Une politique monétaire doit chercher à atteindre un taux d'intérêt d'équilibre, qui engendrera un taux de croissance naturel ainsi qu'un taux d'emploi d'équilibre (taux de chômage n'accélérant pas l'inflation : NAIRU).

[41] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p. 73.
[42] GALBRAITH, J.K., « La faillite du monétarisme et l'illusion du nouveau consensus monétaire », in, L'Économie politique, 2009/1 (n° 41), p. 35.
[43] GALBRAITH, J.K., « La faillite du monétarisme et l'illusion du nouveau consensus monétaire », in, L'Économie politique, 2009/1 (n° 41), p. 36.
[44] *«Seule la politique monétaire peut réduire l'inflation de manière permanente, avec un coût pour la production et l'emploi (…) très inférieur à celui des scénarios Keynésiens courants. ».* Idem, p.36.
[45] AUCREMANNE, L., IDE.S., « Leçons de la crise : politique monétaire et stabilité financière », in *Revue économique de la BNB,* septembre 2010, p. 9.

- Une banque centrale crédible (indépendante, munie d'un mandat prioritaire et explicite de stabilité des prix) permet d'ancrer les anticipations d'inflations sur la cible d'inflation[46].
- *« Une hausse marquée des taux d'intérêt décidée au bon moment peut réduire les anticipations d'inflation et en prévenir le retour sans créer de récession ».*[47]
- L'instauration de réformes structurelles (proches de celles prônées par les nouveaux classiques), pour corriger les rigidités du marché, permet d'augmenter le taux de croissance naturel.[48]
- « la flexibilité (principalement des prix et des salaires) permettra au marché, à moyen terme, d'absorber les baisses de production de court terme par rapport au niveau de production naturel ».*[49]*
- « la politique budgétaire, même à court terme, doit être retirée de la boîte à outils des décideurs politiques. Elle doit être encadrée par des règles afin d'empêcher tout comportement opportuniste et trop d'interventions des gouvernements dans l'économie ».[50]

Constats :

- Si la pensée du nouveau consensus macroéconomique (NCM) était incontestablement la pensée dominante des banques centrales avant la crise, la plupart des observateurs s'accordent à dire que cette dernière l'a remise en doute. Depuis 2008, les politiques monétaires se sont diversifiées (des politiques monétaires non conventionnelles, incompatibles avec le NCM, sont apparues), mais les concepts clés du NCM font toujours partie intégrante du fonctionnement des banques centrales (taux d'intérêt

[46] *« Dans cette optique, une banque centrale indépendante régie par un cadre réglementaire la forçant à se préoccuper prioritairement d'un objectif explicite (mesurable) d'inflation est conseillé »*. AUCREMANNE, L., IDE.S., « Leçons de la crise : politique monétaire et stabilité financière », in *Revue économique de la BNB,* septembre 2010, p. 9.
[47] Idem, p. 9.
[48] *« To increase the natural growth rate of the economy, and to make the natural equilibrium converge to the first best, policy needs to eliminate the rigidities through the very same structural reforms that were called for by New Classical macroeconomists. »*. SARACENO, F., "*Macroeconomic theory, the emu crisis, and secular stagnation: a reappraisal of fiscal policy", in http://fsaraceno.free.fr/WorkingPaperFiscalRules.pdf,* september 2016, p.16.
[49] *« The short run deviations from natural output tend to be reabsorbed in the medium run by markets through (mostly price and wage) flexibility »*. Idem, p.16.
[50]*« The New Consensus removed fiscal policy, even in the short run, from the set of tools available to policy makers. Fiscal policy, therefore, needed to be constrained by rules aimed at preventing opportunistic behaviours and excessive weight of the government in the economy. »*. Idem, p.17.

d'équilibre, croissance naturelle, taux d'emploi d'équilibre (NAIRU), réformes structurelles, etc.).

- Avant la crise, la politique monétaire de l'Eurosystème, était largement en adéquation avec le « nouveau consensus macroéconomique »[51]. Depuis lors, la BCE a fait preuve d'ouverture, en appliquant des politiques monétaires non conventionnelles, mais elle reste cependant une grande adepte des concepts repris ci-dessus.

Cet encadré nous permet de constater que le monétarisme, via deux courants qui s'en inspirent directement (la nouvelle école classique et le nouveau consensus macroéconomique), a effectivement fortement influencé la création et le fonctionnement de la BCE et de sa politique.

- La **nouvelle école classique** (NEC), début des années 1980, d'inspiration monétariste développe alors la théorie de la « stratégie de la crédibilité ». Pour la NEC, l'intervention du politique dans les décisions monétaires engendre une inflation non anticipée (conjoncturelle) de court terme, issue des erreurs d'anticipation qu'elle provoque chez les agents économiques. Par conséquent, *« la lutte contre l'inflation doit être crédible si l'on veut éliminer ces erreurs d'anticipation. Pour obtenir cette crédibilité, il faut retirer la politique monétaire des mains du pouvoir politique et la confier à une banque centrale indépendante »*[52]. Dans cette vision, la monnaie est considérée comme neutre. La lutte contre l'inflation est l'objectif primordial de la banque centrale et appelle un besoin de crédibilité absolue, procuré par l'application de règles intangibles accompagnée d'une transparence totale.

  Le statut préconisé par la stratégie de la crédibilité de la NEC est celui de *« **l'indépendance totale** de la banque centrale (dans la fixation de ses objectifs et le choix de ses instruments) vis-à-vis du pouvoir politique, sans coordination autre que le respect par chacun de règles strictes (« règles d'or » budgétaires et règle monétaires). »*[53].

[51] Affirmation corroborée par : AUCREMANNE, L., IDE.S., « *Leçons de la crise : politique monétaire et stabilité financière »,* in *Revue économique de la BNB,* septembre 2010*,* p.12.
[52] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p.73.
[53] Idem, p.79.

- A l'opposé, la **nouvelle école keynésienne** (NEK) propose la « stratégie de la confiance ». La NEK considère que pour faire face aux chocs économiques imprévus, une *« banque centrale doit pouvoir réagir avec flexibilité. Il est dès lors impossible d'appliquer une règle de comportement intangible. Il faut au contraire accepter un certain arbitrage que la banque centrale indépendante n'a pas de légitimité à déterminer seule ».*[54] Dans ce modèle, la monnaie est considérée comme non neutre à court terme, et relève du politique. La banque centrale doit accomplir ses objectifs de manière responsable, dans un cadre de gouvernance où les relations avec le politique sont équilibrées. Pour ce faire, elle préférera une réelle stratégie de communication à une transparence totale.

  Dans ce cas de figure, le statut préconisé est « ***l'indépendance instrumentale*** *de la banque centrale où l'objectif et la responsabilité de la politique monétaire relèvent in fine du pouvoir politique ».*[55] Ce type d'indépendance est appliqué aux banques centrales anglo-saxonnes et notamment à la Fed.

En annexe 2, vous trouverez un tableau reprenant les différences entre la NEC et la NEK.

Encadré 5. : Différence entre « Nouvelle école keynésienne » et école « Post-keynésienne ».

Si la NEK se revendique de l'héritage de Keynes, elle *« se présente plutôt comme une nouvelle synthèse néo-classique-néo-keynésienne »*[56]. Elle introduit des concepts[57] Keynésiens dans un cadre néo-classique.

Elle n'est donc pas à confondre avec la pensée post-keynésienne (PK), plus hétérodoxe et proche de la pensée de Keynes. La NEK et l'école PK s'opposent, par exemple, sur les causes du chômage, ou encore sur la nature de la monnaie (neutre à long terme pour la NEK, alors que non neutre à court comme à long terme pour les Post Keynésiens).

[54] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p.75.
[55] Idem, p.75.
[56] GOUX, J-F., « Une explication monétaire non monétariste : la théorie post-keynésienne », in *Revue française d'économie*, Paris, volume 11, n°3, 1996. p.70.
[57] La nouvelle école keynésienne, si elle reconnaît, tout comme les néo-classiques, la loi de l'équilibre général de l'économie, se distingue de ceux-ci en considérant que les récessions dans l'économie sont dues à des défaillances du marché. Selon elle, la politique monétaire peut influencer l'emploi et la production à court terme, mais pas à long terme. En d'autres mots, pour la NEK la monnaie est neutre à long terme mais pas à court terme (cf. Annexe 2).

Les statuts octroyés à la BCE correspondent à la vision de la NEC et donnent à la BCE une indépendance totale. Si ce choix peut s'expliquer en partie par le contexte idéologique décrit plus haut (conception de la monnaie neutre dominante, remise en cause du keynésianisme, appui théorique de la stratégie de la crédibilité), une autre part de l'explication se trouve dans l'influence de l'ordo-libéralisme allemand (cf. 1.2.3.), dont la vision institutionnelle est parfaitement compatible avec cette stratégie de la crédibilité.

1.2.3. : … A un compromis politique.

Lors du processus de création de l'UEM et de la banque centrale européenne, trois visions politiques de l'Europe se sont affrontées. Pour les définir nous reprenons, en l'adaptant, la terminologie utilisée par E.LE HERON[58] : les visions 1) libérales anglo-saxonnes, 2) européistes keynésiennes et 3) européistes ordo-libérales, respectivement issues des traditions intellectuelles anglaises, françaises, allemandes.

- La vision libérale anglo-saxonne consiste à octroyer à l'Europe la structure et les caractéristiques d'un grand marché libre, une communauté de nations souveraines qui commercent sans entraves. Dans cette vision, le Royaume-Uni se méfie des institutions supranationales (qu'il souhaite réduite à leur strict minimum) car elle veut garder l'entièreté de sa souveraineté. Tout *« transfert de souveraineté monétaire est rejeté : la monnaie est en effet perçue comme une question politique relevant de la souveraineté nationale »*[59].
- La vision européiste keynésienne consiste quant à elle à fédérer les Etats européens selon un modèle fédéral à l'image des Etats Unis d'Amérique. Cette vision a eu son âge d'or dans l'après-guerre (1950-1970), elle *«attache de l'importance à l'Etat providence et à un certain interventionnisme d'inspiration keynésienne (…). Elle repose sur une grande confiance envers les experts et les intellectuels et, pour faire avancer la construction européenne, elle préfère s'appuyer sur ces derniers (…) plutôt que sur les peuples et les hommes politiques nationaux »*.[60]

---

[58]LE HERON utilise les termes : « européisme », « ordo-libéralisme », « libéralisme anglo-saxon ». Dans la mesure où la vision ordo-libérale peut, selon nous, également être qualifiée d' « européiste », nous avons opté pour les terminologies suivantes : « européisme keynésien » plutôt qu'européisme (selon LE HERON), ainsi que « européisme ordo-libéral » plutôt que ordo-libéralisme. LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p.39.

[59] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p. 40.

[60] Idem, p. 42.

Pour poursuivre le développement de leur Europe fédérale, les européistes keynésiens se basent sur une démarche « fonctionnaliste ». Elle consiste à utiliser les échecs économiques pour justifier la nécessité d'avancer dans le projet européen. Ils sont pour la création d'une union économique et monétaire, puisque « *dans cette optique* (fonctionnaliste)*, l'adoption d'une monnaie unique (…) doit logiquement être suivie par la mise en place d'un gouvernement économique européen (…) afin de remédier aux insuffisances de la méthode de coordination actuelle. ».*[61]

- La vision européiste ordo-libérale allemande.

Encadré 6 : Distinction entre « Européisme ordo-libéral » et « ordo-libéralisme ».

Le terme « européisme ordo-libéral », repris dans ce chapitre, est associé à la vision allemande, qui prône une forte indépendance des banques centrales.
Paradoxalement, tel que démontré par Jörg BIBOW[62] le modèle de banque centrale indépendante n'est pas compatible avec la pensée ordo-libérale dans sa forme authentique.

Du point de vue de l'ordo-libéralisme pur, il est *« primordial d'établir un ordre monétaire qui ne nécessite et qui n'implique aucune intervention dans le processus de marché ».*[63] Ainsi, W. EUCKEN[64], considère qu'une *« banque centrale très indépendante et faiblement contrôlée convient difficilement à la structure d'Etat. Elle serait tentée de se positionner en opposition des politiques économiques générales de l'Etat ».*[65] Dès lors, il affirme qu'une banque centrale devrait recevoir ses statuts de l'Etat et faire l'objet d'un contrôle spécifique et précis de celui-

[61] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p. 42.
[62] Chercheur au *Levy economics institute*. BIBOW, J, « Investigating the Intellectual Origins of Euroland's Macroeconomic Policy Regime: Central Banking Institutions and Traditions in West Germany After the War », in *The Levy Economics Institute*, Working paper N°406, mai 2004, pp. 13-19.
[63] « From an ordoliberal viewpoint, it is key to establish a monetary order that does not require and involve interventions in the market process ». BIBOW, J., « Investigating the Intellectual Origins of Euroland's Macroeconomic Policy Regime: Central Banking Institutions and Traditions in West Germany After the War », in *The Levy Economics Institute*, Working paper N°406, mai 2004, p.19.
[64] W.EUCKEN (Ecole de Freiburg) est la figure de proue de l'ordo-libéralisme.
[65] *« an all too independent and weakly controlled central bank is difficult to fit into the structure of the state. It will be tempted to position itself in opposition to the general economic policy of the state »*. BIBOW, J., « Investigating the Intellectual Origins of Euroland's Macroeconomic Policy Regime: Central Banking Institutions and Traditions in West Germany After the War », in *The Levy Economics Institute*, Working paper N°406, mai 2004, p.16.

ci.[66] Rappelons néanmoins que l'Etat, selon EUCKEN, doit être privé de toute intervention dans le processus de marché.

Par conséquent, le lecteur doit retenir que, dans cet ouvrage, le terme « européisme ordo-libéral », fait référence à la vision/au modèle économique allemands, qui préconise l'indépendance des banques centrales, et se distingue de l'authentique pensée « ordo-libérale » telle que définie par l'école de Freiburg[67] (opposée à l'indépendance des banques centrales).

La vision européiste ordo-libérale allemande, si elle ne croit *« pas en un équilibre économique spontané résultant uniquement des forces du marché (…), se méfie de l'intervention de l'Etat ».*[68] Les européistes ordo-libéraux sont *« attachés aux institutions indépendantes intermédiaires (…), ainsi qu'à une orthodoxie budgétaire gravée dans le marbre et ils accordent plutôt leur confiance aux experts ».*[69]

A l'inverse des européistes keynésiens, les ordo-libéraux considèrent que la monnaie est neutre, *« elle ne possède aucune force de convergence économique; une union monétaire ne peut donc être déclarée qu'une fois que la convergence économique de ses différents Etats membres a été réalisée ».*[70]

L'européisme ordo-libéral repose sur quatre principes :

- « le respect de la propriété privée,

- la liberté d'entreprise et de marché via une concurrence libre et non faussée qui doit être assurée par une régulation institutionnelle,

[66] Sur la question de l'indépendance, EUCKEN privilégie un système dans *lequel « la banque centrale recevrait ses statuts de l'Etat et ferait l'objet d'un contrôle d'Etat très spécifique et bien défini, qui rendrait impossible (à la BC) de mener sa propre politique économique contre celle de l'Etat. Il considère que l'équilibre de pouvoir entre le trésor [l'Etat] et la banque centrale est d'une importance vitale » (« central bank is to receive its statutes from the state and be subjected to "precisely specified state control, which would make it impossible for it to conduct its own economic policy against the state" (my translation). He identified the balance of power between Treasury and central bank as vitally important »*). BIBOW, J., « Investigating the Intellectual Origins of Euroland's Macroeconomic Policy Regime: Central Banking Institutions and Traditions in West Germany After the War », in *The Levy Economics Institute*, Working paper N°406, mai 2004, p.16.

[67] L'Ecole de Freiburg a été le principal foyer de naissance de la pensée économique ordo-libéral.

[68] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), pp. 43-44.

[69] Idem, p.44.

[70] Idem, p.44.

- l'équilibre des finances publiques, la méfiance envers les entreprises publiques et l'importance donnée aux corps intermédiaires ou à des autorités indépendantes plutôt qu'à un État centralisé. L'État est important au travers du droit et de son respect,

- la stabilité des prix assurée par une banque centrale indépendante ».[71]

Avant la création de l'UEM, la monnaie allemande était une monnaie puissante, dominant les autres au sein du SME et bénéficiant d'une forte crédibilité, ainsi que d'un statut fort. La théorie de la stratégie de la crédibilité justifiait *« la démarche allemande de l'indépendance de la banque centrale et la réputation acquise de la Buba [Bundesbank] comme facteur de réussite ».*[72] Les bons résultats de la Bundesbank dans la lutte contre l'inflation octroyaient à la banque centrale de la première puissance économique de la CEE (donc à l'européisme ordo-libéral), une influence incontournable dans le processus de création de l'UEM.

Ci-annexé, vous trouverez un tableau qui compare d'avantage les caractéristiques des 3 visions reprises ci-dessus (cf. Annexe 3).

1.2.4 : L'arrangement politique :

Lorsque Jacques DELORS (et son comité d'experts) est officiellement chargé de proposer un plan vers la création d'une UEM (juin 1988), il sait que les personnes à convaincre sont essentiellement en Allemagne, particulièrement à la très indépendante Bundesbank.

En effet, comme mentionné ci-dessus, la domination du mark, et le statut de fait de monnaie pivot dont elle bénéficiait au sein du SME (Cf. Encadré 2, p.7-8.) octroyaient à l'Allemagne la pleine autonomie de sa politique monétaire, puisqu'elle avait la possibilité de se focaliser uniquement sur ses objectifs internes (taux d'intérêt, lutte contre l'inflation) sans se soucier d'objectifs externes (taux de change). La création d'une UEM signifierait donc pour l'Allemagne une perte de souveraineté monétaire.

---

[71] LE HERON, E., « L'euro, une monnaie incomplète : retour sur les ambiguïtés du compromis historique, politique et idéologique lors de la création de la BCE », in *Economie et institution,* n°22, GREThA UMR CNRS, Sciences Po Bordeaux, Université de Bordeaux, 1er semestre 2015, p. 190.

[72] LE HERON, E., *L'euro, une monnaie incomplète : retour sur les ambiguïtés du compromis historique, politique et idéologique lors de la création de la BCE,* in Economie et institution n°22, GREThA UMR CNRS, Sciences Po Bordeaux, Université de Bordeaux, 1Er semestre 2015, p. 191.

A l'inverse, les pays dont la monnaie était dominée par le mark, avaient déjà perdu la pleine maîtrise de leur politique monétaire. *« Ils étaient obligés d'ancrer leurs monnaies sur le deutsch mark, devenu la monnaie pivot du SME, et donc d'abandonner toute autonomie de leur politique monétaire. Les taux d'intérêt étant fixés par la Bundesbank, ils devaient les suivre en y ajoutant même une prime de risque par anticipation d'une éventuelle dévaluation de leur monnaie ».*[73]

Pour ces pays, la création d'une UEM ne serait synonyme d'aucune perte supplémentaire de souveraineté monétaire. Au contraire, ils deviendraient membres de la future institution monétaire et seraient associés aux prises de décisions. *« De plus, la question des déséquilibres de la balance des paiements serait résolue par la mutualisation des réserves au sein de la BCE grâce à la monnaie unique ».*[74] Même si la réalité et la crise de la zone euro sont venus contredire les arguments de ce paragraphe[75], ces pays pensaient que la création d'une UEM atténuerait la domination monétaire de la monnaie allemande. Ils avaient globalement intérêt à intégrer l'UEM, tandis que les Allemands risquaient une perte de souveraineté monétaire.

1.2.5 : La recherche du « consensus»[76].

Au vu de ce constat, pour convaincre et rassurer la Bundesbank, Jacques DELORS propose que le comité d'experts chargé de concevoir l'architecture de la BCE soit composé presqu'uniquement de banquiers centraux. Si ce choix est discutable sur le plan démocratique, il a été validé par les tenants des traditions politiques européistes keynésiennes et ordo-libérale,

---

[73] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p. 46.
[74] Idem, p 47.
[75] De par la très forte indépendance de la BCE et la rigidité de ses traités, on ne peut pas dire que les pays anciennement dominés ont vraiment reconquis de la souveraineté monétaire en intégrant l'UEM. De plus, certains économistes expliquent la crise de la zone euro par le fort déséquilibre de la balance courante des pays membres (excédentaire en Allemagne, déficitaire en « périphérie »). Si l'UEM garantit une stabilité du taux de change aux pays membres (ce qui constitue d'ailleurs un handicap pour ceux dont l'économie nécessiterait un euro moins fort), elle ne libère cependant pas les pays de la contrainte de l'équilibre de la balance de paiement (puisque son déséquilibre renforce les déséquilibres économiques entre les pays). L'absence de mutualisation des dettes publiques en zone euro, a pour conséquence que les Etats se financent à des taux différents (en fonction de leurs profils de risque, notamment calculé sur base de leurs balances de paiement).
[76] Le terme « consensus » est à relativiser tant la vision européiste ordo-libérale allemande a bénéficié d'un rapport de force favorable.

qui toutes deux, privilégient le recours aux experts [du comité Delors] sur les acteurs politiques.[77]

De plus, il est *« plus à même de convaincre et de rassurer l'indépendante Bundesbank, au risque de faire de la future BCE une « créature des banquiers centraux » fortement influencée par l'ordo-libéralisme ».*[78]

Pour les européistes ordo-libéraux le caractère indépendant d'une banque centrale fédérale est incontournable tant elle lui garantit une pleine disponibilité sur l'objectif de stabilité des prix, tout en la plaçant hors de portée de n'importe quelles influences politiques. Dans ce cas, *« sans pouvoir politique structuré ou légitime sur cet espace monétaire pour lui faire contrepoids, la BCE serait même plus indépendante et puissante que ne l'était la Bundesbank en Allemagne qui doit rendre des comptes devant le parlement Allemand »*[79].

Conscients de l'incompatibilité de leur vision fédéraliste et interventionniste avec l'européisme ordo-libéral, les européistes keynésiens *« virent dans la mise en place d'une première institution fédérale européenne (la BCE) la seule stratégie possible permettant une avancée notable vers le fédéralisme- la monnaie étant une institution (…) politique, de nature à accélérer le sentiment d'appartenance à l'Europe et à affaiblir les nationalismes ».*[80]

Conformément à leur démarche fonctionnaliste *« leur espoir était que si l'euro devait échouer par manque de coordination entre les niveaux asymétriques du pouvoir, il serait nécessairement complété par la mise en place d'un gouvernement économique européen (leur objectif véritable) ».*[81]

Cette stratégie adoptée par les européistes keynésiens d'accepter la structure réclamée par les européistes ordo-libéraux, a rassuré la Bundesbank. Cependant, si le projet d'UEM commençait à être accepté par ceux-ci, ils l'envisageaient dans un processus de long terme, dans lequel la convergence économique serait une condition nécessaire préalable à l'union monétaire. Les européistes keynésiens, quant à eux, l'envisageaient dans un processus plus court.

---

[77] Cf. Annexe 3 : selon E. LE HERON, les visions européistes keynésienne et ordo-libérale se rejoignent sur leurs volontés communes de privilégier les experts sur les acteurs politiques lorsqu'il s'agit de réfléchir à des enjeux de long terme sur l'Europe. L'analyse d'E.LE HERON ne précise cependant pas qui sont exactement les tenants de ces deux traditions intellectuelles française et allemande.
[78] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p 47.
[79] Idem, p. 48.
[80] Idem, p. 48.
[81] Idem, p. 48.

C'est pourquoi il fallut un élément historique supplémentaire pour concrétiser la création de l'UEM.

1.2.6 : Un contexte historique favorable.

Cet élément historique fut la chute du mur de Berlin en 1989 et la réunification des deux Allemagnes.

Helmut KOHL accordait beaucoup d'importance à la réunification des deux Allemagnes après la chute du mur de Berlin. Il était un des derniers dirigeants politiques allemands à avoir connu la guerre, et considérait, tout en exigeant une banque centrale indépendante, qu'il *« fallait sacrifier ce symbole* (le deutsch Mark) *pour bien montrer aux Etats fondateurs de la CEE la volonté allemande de poursuivre ce processus, mais également pour mieux leur faire accepter la réunification de son pays ».*[82]

Plus rien ne semblait s'opposer à la création de l'UEM, si ce n'est le problème de calendrier, les européistes ordo-libéraux voulant un processus long (convergence économique avant union monétaire), alors que les européistes keynésiens voulaient un processus « court » (puisque pour eux l'union monétaire entraînerait la convergence).

A ce moment, l'Allemagne fraîchement réunie, voit cohabiter deux régions, l'ex-RFA et l'ex-RDA qui n'ont pas atteint de convergence économique puisque la productivité en ex-RFA (Ouest) est trois fois plus importante qu'en ex-RDA (Est). Or, en mai 1990, Helmut Kohl, contre l'avis de la Bundesbank, décide d'unifier le deutsche Mark (DM : monnaie ex-RFA) avec le Mark (M : monnaie ex-RDA) en utilisant une parité symbolique de 1 DM pour 1 M.[83] Avec cette réunification, loin de son modèle ordo-libérale, l'Allemagne reconnaissait publiquement que « *la monnaie était devenue un signe de la souveraineté politique ».*[84] Par la suite *« il devint alors impossible à l'Allemagne de refuser à ses partenaires européens ce*

[82] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p.49.
[83] Idem, p.50.
[84] Idem, p.50.

qu'elle venait d'accorder sans contrepartie à l'ex RDA (…) l'union monétaire pouvait précéder la convergence économique ».[85]

C'est ainsi qu'un compromis fut trouvé entre les visions européistes keynésiennes et ordo-libérales : *« Quant aux Anglais, ils restaient à leurs demande sur le bord de la route, tout en n'ayant rien cédé de leurs convictions ».*[86]

1.2.7. : Conclusion.

Les explications ci-dessus nous permettent de mieux comprendre pourquoi la BCE est une banque centrale qui a la plus forte indépendance au monde.

C'est « *une institution fédérale dont l'organisation et le dogme doivent tout à l'ordo-libéralisme allemand, car il fallait qu'elle emporte l'adhésion de la Bundesbank, mais sa mise en place relève également de la conception politique des européistes* [keynésiens] *qui a pu se concrétiser avec l'aide de l'histoire et l'appui déterminant d'Helmut Kohl »*[87]*,* les européistes keynésiens ayant obtenu que l'union monétaire se fasse avant la convergence économique des économies qui la composent.

L'influence de l'européisme ordo-libéral a été renforcée par le contexte idéologique de l'époque (dominance de la conception de la monnaie neutre, hostilité envers l'interventionnisme keynésien), et les développements théoriques de la stratégie de la crédibilité développés par la nouvelle école classique (d'inspiration monétariste).

En conclusion, le terme de « consensus politique » entre les deux visions évoquées est à prendre « avec des pincettes », puisque la BCE a presque tout du modèle ordo-libéral allemand.

---

[85] LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p.50.
[86] Idem, p.51.
[87] Idem, p.51.

1.3. Les statuts du SEBC et de la BCE.

La prochaine étape de notre cheminement est de s'intéresser aux statuts du système européen de banques centrales (SEBC) et de la banque centrale européenne (BCE).

1.3.1 : Des statuts pour qui ?

Pour rappel, les statuts du SEBC distinguent le SEBC de l'Eurosystème.

Le **SEBC** est constitué de la BCE et des banques centrales nationales de l'ensemble des Etats de l'UE, tandis que l'**Eurosystème** est composé de la BCE et des banques centrales nationales des pays membres de la zone euro.

Si les statuts décrits dans ce chapitre portent donc en théorie sur l'ensemble des banques centrales nationales de l'UE, les dispositions prévues au paragraphe 2, article 139 du TFUE[88] reprises à l'article 42 des statuts du SEBC et de la BCE font en sorte que les pays bénéficiant d'une dérogation (à savoir tous les pays qui ne remplissent pas les conditions nécessaires pour l'adoption de l'euro) ne sont pas concernés par un nombre important d'articles repris dans les statuts, en ce compris les objectifs et missions du SEBC.

Par conséquent, on peut considérer qu'une partie importante des statuts du SEBC ne concerne que les banques centrales des pays de la zone euro, puisque conformément à l'article 42.2 : *« Les banques centrales des Etats membres faisant l'objet d'une dérogation, tels que définis à l'article 139 dudit traité* [TFUE]*, conservent leurs compétences dans le domaine de la politique monétaire, conformément au droit national ».*[89]

[88] COMMISSION EUROPEENNE, *Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (version consolidée)*, Bruxelles, Journal officiel de l'Union européenne, 26/10/2012, art 139, §2, pp. 326/107-108
[89] COMMISSION EUROPEENNE, *Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (version consolidée)- Protocole (N°4) sur les statuts du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne*, Bruxelles, Journal officiel de l'Union européenne, 26/10/2012, pp. 326/247, art. 42.2.

1.3.2 : Objectifs et missions du SEBC.

«(…) l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de 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. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 119 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne ».[90]

Dans la manière « hiérarchisée » dont est formulé l'objectif du SEBC, on voit clairement qu'il y a un seul objectif principal (formulé au singulier) qui est celui du maintien de la stabilité des prix. Il est supérieur aux autres. Sa poursuite conditionne la réalisation de l'objectif de soutien aux politiques économiques tel que définis dans l'article 3 du traité sur l'Union européenne (TUE), à savoir notamment : *« le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement ».*[91]

En comparaison, le mandat de la Fed, est un mandat dual qui vise l'objectif de stabilité des prix au même titre que celui du plein emploi. Ce mandat est défini par le Congrès, qui a le pouvoir de le modifier rapidement, tandis que le mandat de la BCE est *« gravé dans le marbre* [des traités], *nécessitant pour être modifié un nouveau traité ratifié par les 28 Parlements de l'Union ».*[92]

Les missions principales du SEBC consistent à :

«- définir et mettre en œuvre la politique monétaire de l'Union;

---

[90] COMMISSION EUROPEENNE, *Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (version consolidée)- Protocole (N°4) sur les statuts du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne*, Bruxelles, Journal officiel de l'Union européenne, 26/10/2012, p. 326/230.

[91] COMMISSION EUROPEENNE, *Version consolidée du Traité sur l'Union européenne et du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne -Protocole (N°4) sur les statuts du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne*, Bruxelles, Journal officiel de l'Union européenne, 7 juin 2016, art 3.3 pp. 202/17.

[92] LE HERON, E., *Fed versus BCE, l'histoire d'un enjeu démocratique*, in L'Economie politique, janvier 2014, p.106.

- conduire les opérations de change conformément à l'article 219 dudit traité [TFUE]*;*

- détenir et gérer les réserves officielles de change des Etats membres;

- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement ».[93]

En plus de ces missions, les statuts du SEBC attribuent à la BCE une fonction consultative (art.4) sur tout acte de l'Union ou des Etats membres relevant de sa compétence, ainsi qu'un rôle de collecte d'information statistique (art.5).

1.3.3. : L'indépendance de la BCE

Nous avons vu au chapitre 1.2.2. que « l'indépendance totale » octroyée à la BCE était inspirée du modèle de la stratégie de la crédibilité, chère aux tenants de la nouvelle école classique (NEC).

Dans les statuts, cela s'illustre par l'article 7 qui stipule que : « *ni la BCE, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions, organes ou organismes de l'Union, des gouvernements des Etats membres ou de tout autre organisme. Les institutions, organes ou organismes de l'Union ainsi que les gouvernements des Etats membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions* ».[94]

En plus de marquer la forte indépendance institutionnelle de la BCE, cet article définit l'autonomie dont elle bénéficie, au sens où elle ne doit se plier à aucune forme de coordination entre sa politique monétaire et les politiques générales appliquées par les gouvernements. Cette absence de coordination provient, comme nous l'avons vu plus haut, de la conception neutre de la monnaie sur laquelle repose la BCE. Dans la mesure où l'objectif principal de la BCE est la stabilité des prix, et si la monnaie est perçue comme neutre, - un objet purement technique qui

---

[93] COMMISSION EUROPEENNE, *Version consolidée du Traité sur l'Union européenne et du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne -Protocole (N°4) sur les statuts du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne*, Bruxelles, Journal officiel de l'Union européenne, 7 juin 2016, art 3.1, p. 202/231.
[94] Idem, art.7, p. 202/232

n'influence pas la vie politique -, il n'y a pas besoin de se coordonner avec les politiques gouvernementales des Etats membres.

L'article 21 des statuts, conformément à l'article 123 du Traité de Lisbonne (TFUE) rajoute un élément à l'indépendance de la BCE dans ce sens où « *il est interdit à la BCE et aux banques centrales nationales d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite* ».[95] Cette interdiction est formulée clairement dans les statuts et prive la BCE de son rôle de prêteur en dernier ressort des Etats.

1.3.4. Comparaison entre la BCE et d'autres banques centrales.

Afin de voir clair dans ce qui fait ses spécificités, nous allons comparer la BCE avec la FED (banque centrale des Etats-Unis), qui représentent les deux banques centrales les plus puissantes du monde, puisque le dollar et l'euro représentent respectivement *62% et 26% des réserves mondiales de devises.*[96]

« Comparaison n'est pas raison », d'autant plus que l'âge, l'histoire et la structure de la FED ne sont pas identiques à ceux de la BCE; mais l'idée est de mettre en avant la différence entre l'indépendance totale de la BCE et l'indépendance instrumentale de la FED.

Tout d'abord, le président de la FED, après avoir été nommé par le président des Etats-Unis pour des périodes de 4 ans renouvelables *« est placé sous le contrôle du législatif, qui définit la loi. Le Congrès détermine le mandat de la Fed et lui délègue la politique monétaire. Il peut*

[95] COMMISSION EUROPEENNE, *Version consolidée du Traité sur l'Union européenne et du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne -Protocole (N°4) sur les statuts du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne*, Bruxelles, Journal officiel de l'Union européenne, 7 juin 2016, p. 202/239.
[96] LE HERON, E., *Fed versus BCE, l'histoire d'un enjeu démocratique*, in L'Economie politique, janvier 2014, p. 95.

convoquer le président de la Fed pour lui demander des explications sur sa politique et le révoquer en cas de désaccord profond ».[97]

Le président de la BCE est, lui, désigné par le Conseil européen, pour une durée de 8 ans, non renouvelable *« et ne peut, en aucun cas, être révoqué, ce qui lui assure une totale indépendance »*[98]. En réalité, l'art. 11.4. des statuts prévoit la possibilité, sur base d'une requête du conseil des gouverneurs ou du directoire, que la Cour de Justice démette de ses fonctions *« un membre du directoire qui ne remplit plus les conditions nécessaires à l'exercice de ses fonctions »*[99] ou qui a commis une faute grave. Cela dit, l'art. 11.4. ne constitue pas un réel contre-pouvoir, ou une quelconque mesure de sanction donnée au monde politique puisqu'il s'agit d'une mesure interne à la BCE.

On peut lire dans une publication[100] de la BCE : « *(…) la légitimité des banques centrales indépendantes repose sur un cadre complet qui les oblige à rendre compte. La responsabilité est la nécessaire contrepartie de l'indépendance. Par conséquent, la BCE doit expliquer et justifier devant les citoyens européens et leurs élus, l'utilisation des pouvoirs et des prérogatives qui lui ont été confiés ».*[101] On sent ici la nuance qui est faite puisque si la BCE doit « rendre compte », expliquer et justifier son action, aucun membre de la BCE n'est tenu à un devoir de « rendre **des** comptes » aux représentants du peuple, car s'il y a un devoir de *« dialogue et d'audition devant le Parlement* [européen]*, aucune sanction n'est possible. Or, une responsabilisation sans sanction effective n'est ni crédible ni incitative ».*[102]

A l'inverse des banques centrales américaines, d'Angleterre et du Japon, la BCE *« ne publie pas les procès-verbaux des réunions de son principal organe de décision, pas plus qu'elle ne publie les détails des votes exprimés par les membres du Conseil des gouverneurs »*[103]. Cela est

---

[97] LE HERON, E., *Fed versus BCE, l'histoire d'un enjeu démocratique*, in L'Economie politique, janvier 2014, p. 104.
[98] Idem, p. 104.
[99]COMMISSION EUROPEENNE, *Version consolidée du Traité sur l'Union européenne et du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne - Protocole (N° 4) sur les statuts du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne*, Bruxelles, Journal officiel de l'Union européenne, 7 juin 2016, p. 202/235.
[100] SCHELLER, H-K.**,** *La banque centrale européenne, Histoire, Rôle et fonction***,** Francfort, Banque centrale européenne, 2006.
[101] Idem, p. 128.
[102] LE HERON, E., *Fed versus BCE, l'histoire d'un enjeu démocratique*, in L'Economie politique, janvier 2014, p. 104.
[103] SCHELLER, H-K.**,** *La banque centrale européenne, Histoire, Rôle et fonction***,** Francfort, Banque centrale européenne, 2006, p. 131.

justifié par le souci de protéger l'indépendance des membres du Conseil des gouverneurs, pour leur éviter de faire l'objet de pression ou de spéculation.

1.3.5. Comparaison de la notion d'indépendance.

Afin de comparer le niveau d'indépendance de la BCE avec ses consœurs de l'OCDE, nous allons reprendre une étude du FMI[104] mettant à jour l'index Grilli-Masciandaro-Tabellini (GMT), qui permet de mesurer le niveau d'indépendance d'une banque centrale. Les auteurs de l'étude ont repris la méthodologie mise en place en 1991 par GMT pour construire le même indice sur base de données récoltées fin 2003. L'intérêt de cette étude est de distinguer la période pré-SEBC (1991) de la période post-SEBC (2003). En effet, c'est le traité de Maastricht, ratifié en 1992, qui instaure la création de l'Union européenne et prévoit d'annexer au traité sur la communauté européenne, un chapitre sur les fondements de l'UEM ainsi que les statuts du SEBC.

[104] ARNONE, M., LAURENS, B-J., SEGALOTTO, J-F., *Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies*, in IMF Working paper, n°WP/06/228, October 2006 ; https://www.imf.org/, consulté le 15 mars 2016.

Table 2. Distribution of GMT Indices for OECD Economies

Country	GMT 1991		GMT 2003	
	Political Autonomy Score	Ranking	Political Autonomy Score	Ranking
Australia	3	4	2	6
Austria	3	4	8	1
Belgium	1	6	8	1
Canada	4	3	3	5
Denmark	3	4	4	4
France	2	5	8	1
Germany	6	1	8	1
Greece	2	5	8	1
Ireland	3	4	8	1
Italy	4	3	8	1
Japan	1	6	1	7
Netherlands	6	1	8	1
New Zealand	0	7	2	6
Portugal	1	6	8	1
Spain	2	5	8	1
Switzerland	5	2	7	2
United Kingdom	1	6	3	5
United States	5	2	5	3
	Economic Autonomy Score	Ranking	Economic Autonomy Score	Ranking
Australia	6	2	8	1
Austria	6	2	7	2
Belgium	6	2	7	2
Canada	7	1	7	2
Denmark	5	3	8	1
France	5	3	7	2
Germany	7	1	6	3
Greece	2	6	5	4
Ireland	4	4	5	4
Italy	1	7	5	4
Japan	5	3	6	3
Netherlands	4	4	6	3
New Zealand	3	5	5	4
Portugal	2	6	5	4
Spain	3	5	6	3
Switzerland	7	1	8	1
United Kingdom	5	3	8	1
United States	7	1	7	2

Sources: Grilli, Masciandaro, and Tabellini (1991); and authors' estimates (updated data).

Source : ARNONE, M., LAURENS, B-J., SEGALOTTO, J-F., *Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies*, in IMF Working paper, n°WP/06/228, October 2006, p. 8.

1.3.6. : Indépendance politique (political autonomy) :

Si l'ensemble des pays de l'OCDE ont vu, au niveau des banques centrales, leur indépendance politique augmenter de 1991 à 2003, le phénomène est particulièrement marquant pour les pays qui ont intégré la zone Euro, puisqu'ils sont tous désignés comme étant les plus politiquement indépendants en 2003. La raison est clairement établie dans l'étude : *«(…) regarding central banks in Europe, the increases in the indices of political autonomy are to a large extent the*

consequence of the convergence of central banks in Europe toward the Bundesbank model embodied by the European Central Bank ECB »[105]. L'indépendance politique de la BCE peut donc être considérée comme la plus forte des pays de l'OCDE.

> *L'indice "political autonomy"est un indice constitué de la somme des points attribués aux pays qui rencontrent certains critères. Chaque critère rencontré donne droit à un point. Ces critères sont repris en note de bas de pages.* [106]

1.3.7. : Indépendance économique (Economic autonomy) :

Les résultats sont moins affirmés que pour l'indépendance politique, mais on voit que tous les pays de la zone euro ont vu leur indépendance économique renforcée entre les deux périodes. Il y a cependant une exception: la Bundesbank allemande qui passe d'un indice de 7 à 6, ce qui s'explique selon les auteurs: «*this is a consequence of its loss of autonomy arising from the*

---

[105] « En ce qui concerne les banques centrales en Europe, les augmentations des indices d'indépendance politique sont en grande partie la conséquence de la convergence des banques centrales en Europe vers le modèle de la Bundesbank [banque centrale allemande] incarné par la Banque centrale européenne (la BCE) ». ARNONE, M., LAURENS, B-J., SEGALOTTO, J-F., *Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies*, in IMF Working paper, n°WP/06/228, October 2006, p. 6.; https://www.imf.org/, consulté le 15 mars 2016.

[106] Chaque pays remporte un point par critère rencontré. Ces critères sont :
-(i) Le gouverneur/président est désigné sans intervention du gouvernement (the governor is appointed without government involvement);
-(ii) Le gouverneur/président est désigné pour plus de 5 ans (the governor is appointed for more than five years);
-(iii) Le directoire est désigné sans intervention du gouvernement (the board of directors is appointed without government involvement);
-(iv) Le directoire est mandaté pour plus de 5 ans (it is appointed for more than five years);
-(v) La présence d'un représentant du gouvernement dans le directoire n'est pas obligatoire (there is no mandatory participation of government representatives in the board);
-(vi) Aucune approbation gouvernementale n'est requise dans l'élaboration des politiques monétaires (no government approval is required in formulating monetary policy);
-(vii) Les statuts forcent la Banque centrale à inscrire la poursuite de la stabilité monétaire parmi ses objectifs prioritaires (there are requirements in the charter forcing the central bank to pursue monetary stability amongst its primary objectives);
-(viii) Il existe des dispositions légales qui renforcent les positions de la banque centrale en cas de conflit avec le gouvernement (there are legal protections that strengthen the central bank's position in the event of a conflict with the government).
Cf.: ARNONE, M., LAURENS, B-J., SEGALOTTO, J-F., *Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies*, in IMF Working paper, n°WP/06/228, October 2006, Box 1, p. 5.; https://www.imf.org/, consulté le 15 mars 2016.

setting of the discount rate by a new institution (the ECB) that is at least equally autonomous ».[107]

> *Dans cette étude, l'indice "economic autonomy" est constitué de la somme des points attribués aux pays qui rencontrent certains critères d'indépendance économique. Chaque critère rencontré donne droit à un point. Ces critères sont repris en note de bas de page.* [108]

1.3.8. : Conclusion :

En conclusion, reprenons les propos de J-F. BOUCHARD, économiste et haut fonctionnaire de la banque de France : *« la BCE bénéficie de par les traités, d'une indépendance fonctionnelle pour la détermination de la politique qu'elle veut bien suivre; d'une indépendance institutionnelle car les Etats, en application du traité, s'interdisent toute tentative de peser sur ses orientations; d'une indépendance personnelle, car les membres du directoire de la BCE, président compris, ont un mandat de 8 ans irrévocable qui leur laisse les mains entièrement libres; et d'une indépendance financière car elle dispose d'un capital entièrement libéré et de ressources considérables ».*[109]

---

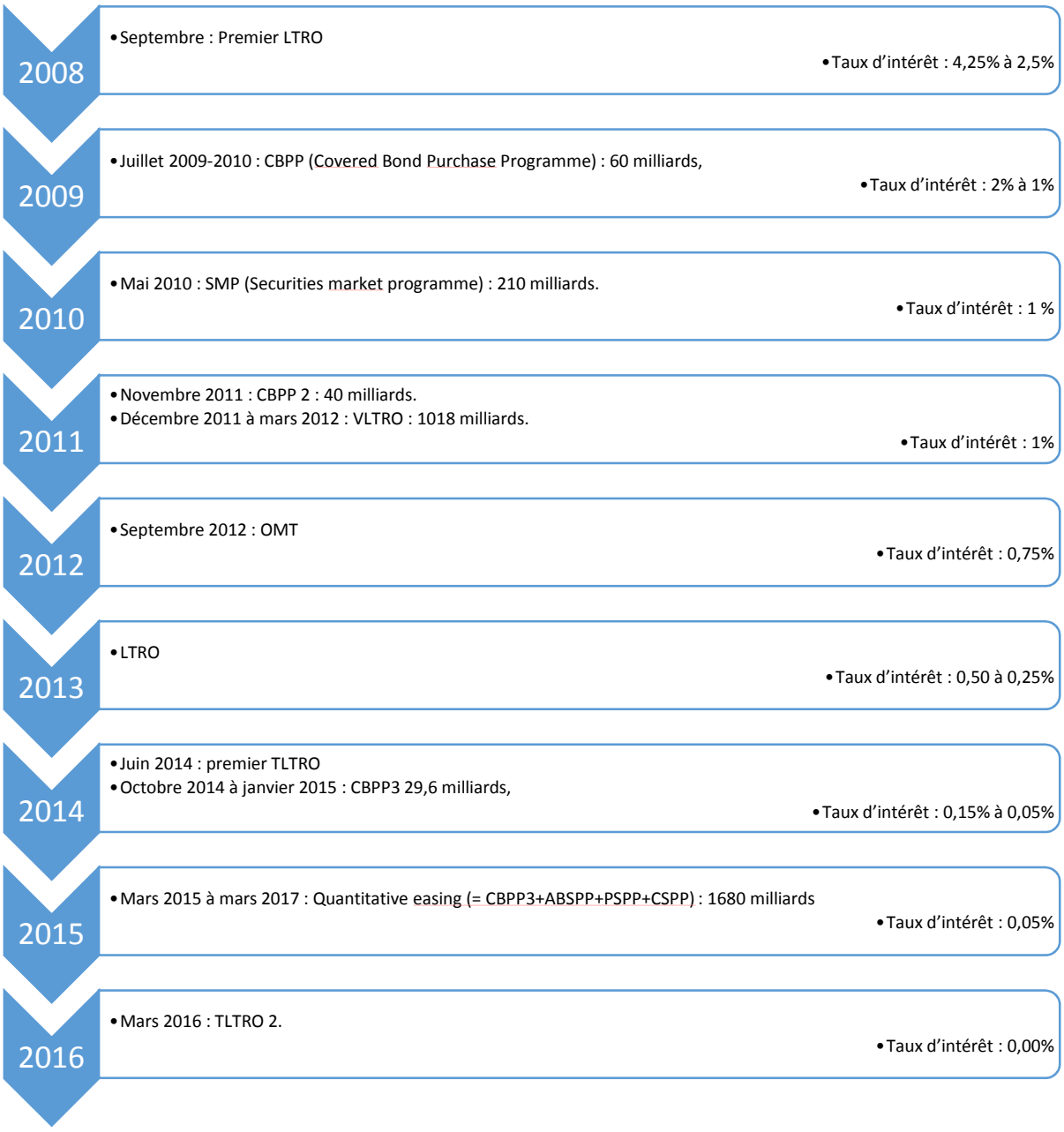
[107] « Ceci est la conséquence d'une perte d'autonomie résultant du fait que le taux d'intérêt est désormais fixé par une autre institution (la BCE) qui est tout autant indépendante ». Idem, p. 8.

[108] Chaque pays remporte un point par critère rencontré. Ces critères sont :
-(i) Il n'y a pas de procédure automatique pour que le gouvernement obtienne des lignes de crédits auprès de sa banque centrale (there is no automatic procedure for the government to obtain direct credit facilities from the central bank);
-(ii) Les lignes de crédits directes au gouvernement sont octroyées aux taux d'intérêts du marché (direct credit facilities to the government are extended at market interest rates);
-(iii) Ces lignes de crédits sont fournies sur base temporaire (the credit is extended on a temporary basis;
-(iv) et pour un montant limité (and for a limited amount);
-(v) La banque centrale n'intervient pas sur le marché primaire des dettes publiques (the central bank does not participate in the primary market for public debt);
-(vi) La banque centrale fixe les taux d'intérêts directeurs (the central bank is responsible for setting the discount rate);
-(vii) La banque centrale n'est pas responsable de la supervision du secteur bancaire (deux points), ou partage la supervision bancaire avec d'autres institutions (un point) (the central bank has no responsibility for overseeing the banking sector (two points) or shares this responsibility with other institutional entities (one point)). Cf. ARNONE, M., LAURENS, B-J., SEGALOTTO, J-F., *Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies*, in IMF Working paper n°WP/06/228, October 2006, Box 1, p. 5; https://www.imf.org/, consulté le 15 mars 2016., .

[109] BOUCHARD, J.F., « BCE, le nouvel empereur de l'Europe », in Géoéconomie, n° 68, janvier 2014, p. 148.

Chapitre 2 : Impact et critiques de la politique monétaire.

Dans ce chapitre, nous passerons en revue l'attitude de la BCE, depuis l'adoption du plan DELORS jusqu'à nos jours. Ci-dessous nous reprenons une synthèse des politiques monétaires conventionnelles (droite) et non conventionnelles (gauche) déployées entre 2008 et 2016. Elles seront expliquées tout au long de ce chapitre.



2.1. Historique de la période de convergence précédent la création de l'union économique et monétaire : 1990-1999.

En juillet 1990, la phase 1 du plan Delors préparant la création de l'union économique et monétaire consiste, entre autres, en *« (…) une réduction des disparités entre les politiques économiques des Etats membres (…)»*[110]. Une conférence intergouvernementale aboutit en 1992 au traité sur l'Union européenne (TUE/Traité de Maastricht) ainsi qu'à une révision du Traité instituant la communauté européenne (TCE) qui se voit, désormais, intégrer un nouveau chapitre - dont notamment, des critères de convergences économiques - (art. 121 du TCE).

Basés sur des indicateurs économiques, ces critères définissent des règles de convergence que doivent atteindre les pays souhaitant intégrer l'union économique et monétaire.

Ils sont au nombre de 4 :

- Lutte contre l'inflation : « *la réalisation d'un degré élevé de stabilité des prix; cela ressortira d'un taux d'inflation proche de celui des trois Etats membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix ».*[111]

- Maîtrise des finances publiques (déficit budgétaire inférieur à 3% du PIB + ratio dette/PIB inférieur à 60%) : *« le caractère soutenable de la situation des finances publiques; cela ressortira d'une situation budgétaire qui n'accuse pas de déficit public excessif au sens de l'article 104, paragraphe 6 ».*[112]

- Stabilité de la monnaie : *« le respect des marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de change du système monétaire européen pendant deux ans au moins, sans dévaluation de la monnaie par rapport à celle d'un autre Etat membre ».*[113]

---

[110] SCHELLER, H-K.**,** *La banque centrale européenne, Histoire, Rôle et fonction***,** Francfort, Banque centrale européenne, 2006, p. 21.
[111] COMMISSION EUROPEENNE, VERSIONS CONSOLIDÉES DU TRAITÉ SUR L'UNION EUROPÉENNE ET DU TRAITÉ INSTITUANT LA COMMUNAUTÉ EUROPÉENNE (2002), Journal officiel des communautés européennes, 24/12/2002, art. 121, p 325/85.
[112] Idem, p. 325/85.
[113] Idem, p. 325/85.

- Convergence des taux d'intérêt à long terme *: « le caractère durable de la convergence atteinte par l'Etat membre et de sa participation au mécanisme de change du système monétaire européen, qui se reflète dans les niveaux des taux d'intérêt à long terme* ».[114]

En plus d'imposer le respect de ces critères, le traité de Maastricht prévoit l'exigence de « convergence juridique », qui consiste à mettre en conformité la législation nationale avec les exigences des traités (en ce compris les statuts du SEBC repris en annexe du TCE).

Le traité de Maastricht, cependant, s'il impose des critères qui conditionnent l'entrée dans l'Union économique et monétaire (UEM), ne prévoit rien de contraignant pour s'assurer que les pays, une fois membres de l'UEM, continuent à respecter ceux-ci. C'est pourquoi, en 1997, le Conseil européen, sous l'influence de l'Allemagne, adopte le pacte de stabilité et de croissance (PSC). Le PSC a pour objectif de garantir la discipline budgétaire au sein de l'UEM en fixant des dispositifs de contrôle des finances publiques, et en mettant en place des procédures dissuasives en cas de « déficits excessifs ».

Parallèlement, depuis sa création en 1994 jusqu'en 1998, l'Institut monétaire européen (IME) - l'ancêtre de la BCE- a joué un rôle important dans la préparation logistique, technique, juridique et organisationnelle de la phase 3 de l'UEM. C'est ce travail qui a permis à la BCE de prendre le relais de manière opérationnelle.

Conclusion :

La période 1990-1999 a été une période d'ajustement, de convergence et de préparation à la phase 3 de l'UEM.

D'une part, les Etats membres souhaitant intégrer l'UEM - après la signature du Traité de Maastricht - ont dû se plier aux critères de convergences économiques et réaliser la convergence juridique (alignement du droit national sur les exigences juridiques des traités). Ceci inclut l'alignement des statuts des banques centrales nationales sur les statuts du SEBC.

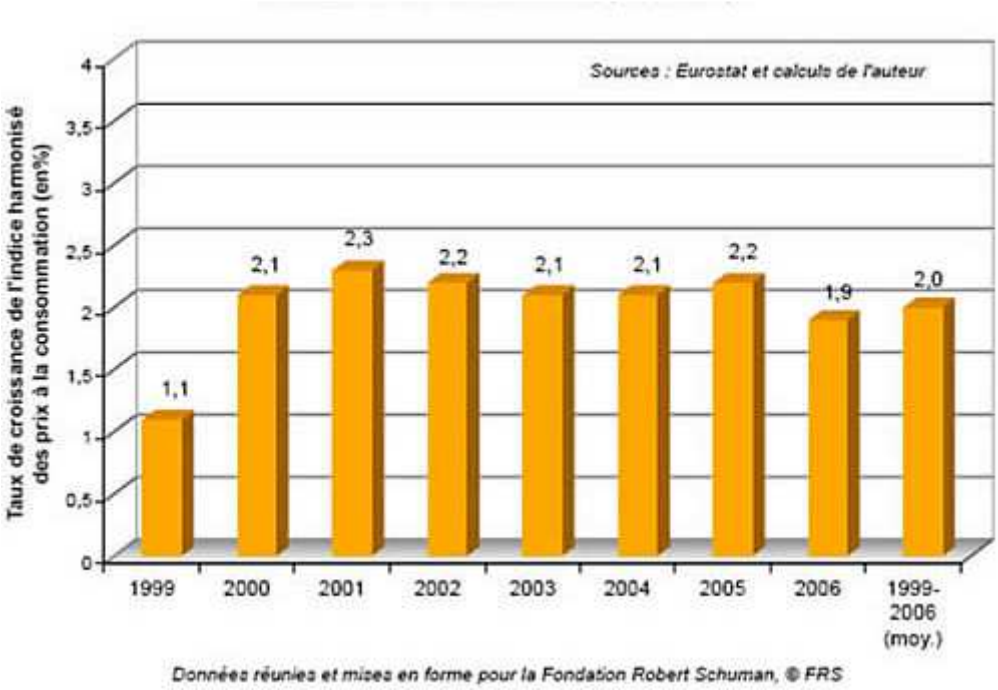
[114] COMMISSION EUROPEENNE, VERSIONS CONSOLIDÉES DU TRAITÉ SUR L'UNION EUROPÉENNE ET DU TRAITÉ INSTITUANT LA COMMUNAUTÉ EUROPÉENNE (2002), Journal officiel des communautés européennes, 24/12/2002, art. 121, p 325/85.

D’autre part, l’IME a, non seulement effectué tout le travail de préparation nécessaire à la construction de l’Union économique et monétaire, mais il a également contribué à évaluer et conseiller les Etats dans leurs démarches de convergence en vue d’intégrer l’UEM.

2.2. : Période pré-crise financière : 1999 à 2007.

Après avoir œuvré, avec l'aide de l'Institut monétaire européen, à la mise en place concrète de la monnaie unique, la période qui a précédé la crise financière (1999-2007) a été couronnée de succès quant à la réalisation de l'objectif prioritaire de stabilité des prix.

Graphique 2.2.1. : L'inflation dans la zone euro (1999-2006)



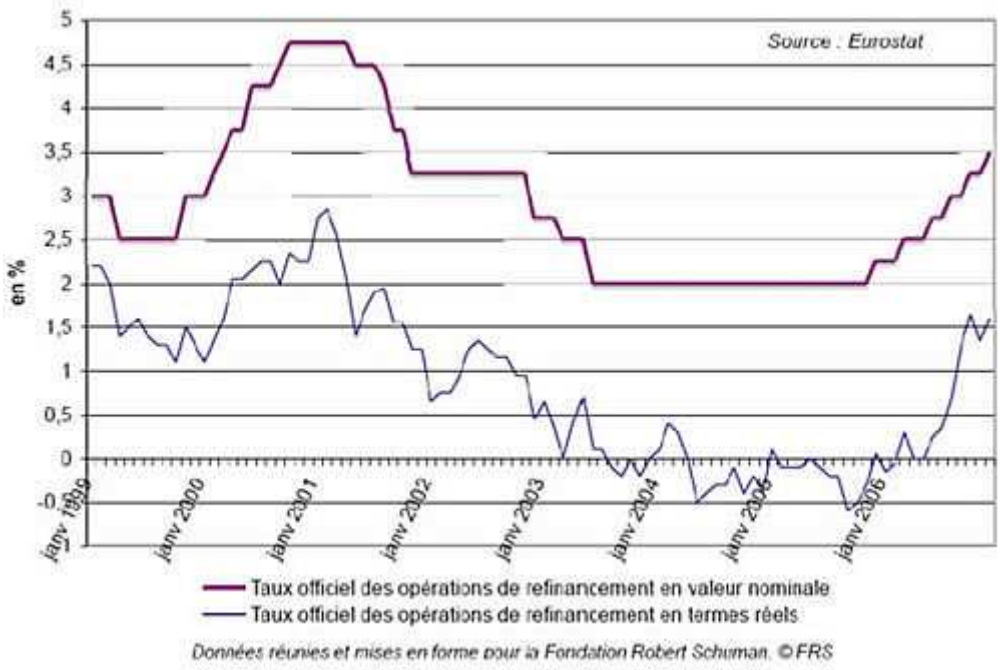
Source : JAMET, J.F., « La politique monétaire de la zone euro et la banque centrale européenne », fondation Robert Schuman, 05/02/2007.

On remarque sur ce graphique, repris par J.F. JAMET[115], que la cible d'inflation de 2% fixée par la BCE est globalement atteinte pour l'ensemble des pays membres de la zone euro. Il est vrai que les pays de la zone euro ont dû se plier aux critères de convergences du Traité de Maastricht avant d'intégrer l'UEM. Cependant, ce résultat est à mettre en perspective avec le taux d'inflation harmonisé de ces pays, avant le Traité de Maastricht. Car si certains pays maîtrisaient la stabilité de leurs prix depuis longtemps (l'Allemagne a un taux d'inflation moyen

[115] JAMET, J.F., « La politique monétaire de la zone euro et la banque centrale européenne », fondation Robert Schuman, publié le 05/02/2007 sur : http://www.robert-schuman.eu/, rubrique : publication-Questions d'Europe-Questions d'Europe n° 51, consulté le 12/11/2016.

de 3,1% [116] entre 1980 et 1992), ce n'est pas le cas de tous (la Grèce a par exemple un taux d'inflation moyen de 19,3% [117] entre 1980 et 1992).

Graphique 2.2.2. : Taux d'intérêt directeur de la BCE en valeurs nominale et réelle.



Source : JAMET, J.F., « La politique monétaire de la zone euro et la banque centrale européenne », fondation Robert Schuman, publié le 05/02/2007.

Le taux d'intérêt directeur de la BCE a varié de manière contra-cyclique : *« en période d'expansion (1999-2000 et 2006), elle* [la BCE] *a relevé ses taux d'intérêt, tandis qu'en période de ralentissement (2001-2005), elle a baissé ses taux, puis les a maintenus à un niveau très bas »*[118]. Afin de stimuler l'activité économique[119], le taux d'intérêt réel (Taux nominal – inflation) a même été négatif de fin 2003 à janvier 2006.

---

[116] Donnée calculée par l'auteur en utilisant la base de donnée de l'OCDE : *« Key Short-Term Economic Indicators : Consumer Prices - Annual inflation »* sur https://data.oecd.org/fr/.
[117] Idem.
[118] JAMET, J.F., « La politique monétaire de la zone euro et la banque centrale européenne », fondation Robert Schuman, publié le 05/02/2007 sur : http://www.robert-schuman.eu/, rubrique : publication-Questions d'Europe-Questions d'Europe n° 51, consulté le 12/11/2016.

[119] Si les taux réels sont négatifs, cela signifie que les détenteurs de capitaux perdent de l'argent en laissant celui-ci dans leurs banques (les prix augmentent plus vite que ce que leur rapportent leurs intérêts). Ils seront donc incités à utiliser cet argent en consommant ou en investissant.

Conclusion :

Pour la période 1999 à 2007, la BCE a mis en place la politique monétaire d'une zone euro fraîchement constituée. Son action a permis d'atteindre des niveaux d'inflation qui correspondent à l'objectif visé. En parallèle, puisque son objectif prioritaire de stabilité des prix était rempli, la BCE a utilisé l'instrument du taux directeur pour stimuler l'activité économique en conjoncture défavorable[120], tout en les relevant lorsque la conjoncture était plus favorable.

Durant cette période, la BCE n'a eu recours qu'à des politiques monétaires conventionnelles.

Encadré 7 : Politique monétaire conventionnelle, définition[121] :

Politique monétaire conventionnelle : Il s'agit de mesures utilisées en temps normal (sous-entendu : hors période de crise économique) par une banque centrale afin d'atteindre ses missions. *« La politique monétaire* [conventionnelle] *consiste principalement à cibler un taux d'intérêt de court terme de référence sur le marché interbancaire et d'y ajuster l'apport de monnaie banque centrale afin d'atteindre ce taux via des opérations d'open market »*[122] (open market : opération de rachat ou de vente de titres sur le marché interbancaire qui vise à y ajuster la quantité de monnaie en circulation). Le deuxième instrument conventionnel de la BCE, moins utilisé, vise à fixer le niveau de réserve obligatoire. [123]

Cette manipulation de taux directeurs, de taux de référence de marché ou du niveau de réserve obligatoire par la BCE va conditionner, en temps normal, la quantité de liquidité en circulation sur le marché interbancaire qui va, elle-même, conditionner à son tour la quantité

[120] Dans ce cas, « conjoncture défavorable » correspond à la période 2001-2005 durant laquelle la croissance du PIB de la zone euro a connu un ralentissement.

[121] Il n'existe pas de définition officielle et claire de ce que sont exactement des politiques monétaires conventionnelles et non conventionnelles. Pour construire les définitions suivantes, je me suis basé sur l'intervention d'un ex-membre du directoire de la BCE : BINI SMAGHI, L., « Conventional and unconventional monetary policy », Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009.

[122] BINI SMAGHI, L., « Conventional and unconventional monetary policy », Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009: https://www.ecb.europa.eu/ Home›Media›Speeches›By date› 2009›28 April 2009. Texte original: *« Nowadays, monetary policy mainly acts by setting a target for the overnight interest rate in the interbank money market and adjusting the supply of central bank money to that target through open market operations ».*
N.B. : l' « overnight interest rate » est, selon LE HERRON, le taux EONIA (euro overnight index average) résultant de la rencontre entre l'offre et la demande de liquidité sur le marché interbancaire. Il n'est pas fixé par la BCE, mais est fortement influencé par celle-ci, puisqu'en temps normal, il converge vers le taux directeur principal fixé par la BCE. C'est pourquoi, afin de ne pas complexifier la définition, je me suis contenté de reprendre la traduction utilisée par LE HERRON « taux de référence » du marché.

[123] Réserve obligatoire : Part des dépôts que reçoit une banque commerciale de la part de ses clients, qui doit être placée en garantie dans les coffres de la BCE.

et le prix des crédits octroyés aux agents économiques par les banques commerciales. C'est par ce biais que la BCE agit, en temps normal, sur l'économie et la stabilité des prix.

2.3. Crise des « subprimes » 2007-2010.

La crise financière de 2007-2008 s'est révélé être la pire crise financière depuis la crise de 1929. Face à l'ampleur de celle-ci, les banques centrales du monde entier ont dû agir pour limiter les impacts négatifs sur l'économie. En plus des outils conventionnels à sa disposition, la BCE a dû déployer des politiques monétaires non conventionnelles.

Encadré 8 : Politique monétaire non conventionnelle.

Lorsque les instruments conventionnels (taux directeurs, réserves obligatoires) ne permettent plus à la BCE d'atteindre ses objectifs, celle-ci développe des mesures supplémentaires qui sont qualifiées de « non conventionnelles ». Selon D. PATERNOSTER et D. VERBEKEN, elles sont de deux types :

- Des indications ou orientations prospectives (forward guidance) de la BCE « sur la trajectoire future des taux d'intérêts directeurs »[124]. L'idée est qu'en communiquant sur sa politique future, la BCE permet aux acteurs financiers d'anticiper le niveau d'inflation, ce qui renforce leur confiance et contribue à réaliser le niveau d'inflation ciblé.
- Les programmes d'achats d'actifs permettent à une banque centrale, qui ne pourrait plus agir sur le prix de la monnaie en raison d'un taux directeur déjà très bas, d'agir sur la quantité de monnaie en circulation. En achetant massivement des titres aux banques commerciales, elle espère, d'une part, que ces banques utiliseront cet argent frais pour prêter à l'économie réelle, d'autre part, que les taux d'intérêts de longs termes baisseront (alors qu'une politique monétaire conventionnelle n'impacte que les taux de courts termes).

Mais de manière plus générale, « les mesures non conventionnelles peuvent être définies par des politiques qui agissent directement sur le coût et la disponibilité du financement externe des banques, des ménages et des agents non-financier. Ces sources de financements [externes] peuvent prendre la forme de liquidités de banque centrale, de prêts, de titres à revenu fixe ou d'actions ».[125]

[124] PATERNOSTER, D., VERBEKEN, D., *LA POLITIQUE MONÉTAIRE EUROPÉENNE,* in Fiche technique sur l'Union européenne, publication du Parlement européen, 2016, p. 4.
[125] BINI SMAGHI, L., « Conventional and unconventional monetary policy », Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009,

Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE sont reprises et détaillées dans les points 2.3., 2.4. et 2.5.

2.3.1. Pourquoi des politiques monétaires non conventionnelles ?

M. TRICHET, président de la BCE de 2003 à 2011, explique lors d'une conférence, qu'au début de la crise financière, - en août 2007 -, *« (…) les dysfonctionnements des marchés financiers ont menacé de compromettre notre capacité à orienter les perspectives en matière de stabilité des prix à l'aide de notre instrument conventionnel des taux d'intérêt. Face à cette situation, au cours des années suivantes, nous avons mis en œuvre un certain nombre de mesures non conventionnelles afin que nos décisions relatives aux taux d'intérêt se transmettent à l'ensemble de l'économie (…) ».*[126]

Ce faisant, et durant le reste de cette conférence, M. Trichet, mis sous pression par les critiques allemandes[127] à l'égard de certaines politiques non conventionnelles (nous y reviendrons), insiste sur le fait que la BCE n'a jamais perdu de vue l'objectif prioritaire de stabilité des prix. Les politiques non conventionnelles mises en place avaient pour objectif de rétablir le canal de transmission (conventionnel) du taux d'intérêt directeur. Le tout servant donc, au final, l'objectif de la stabilité des prix, conformément aux statuts de la BCE.

Analysons ci-dessous les principales politiques monétaires déployées durant la période 2007-2010.

---

https://www.ecb.europa.eu/ Home›Media›Speeches›By date›2009› 28 April 2009. Texte original:
« unconventional measures can be defined as those policies that directly target the cost and availability of external finance to banks, households and non-financial companies. These sources of finance can be in the form of central bank liquidity, loans, fixed-income securities or equity ».

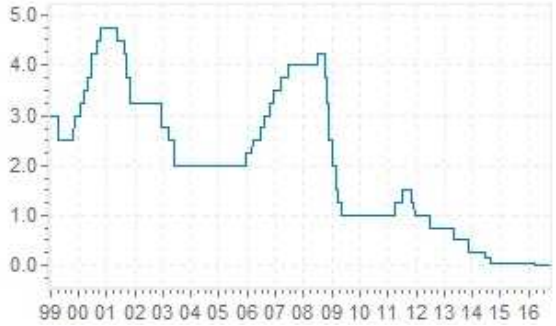
[126]Intervention de Jean-Claude Trichet, Président de la BCE,
Montréal, 6 juin 2011 : https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110606_1.fr.html.

[127] Axel WEBER, gouverneur de la Bundesbank annonce sa démission en février 2011, pour marquer son opposition au programme de rachat de titres publics de pays en difficulté « Securities Market Program » (SMP) cf. : CARRE, E., LE HERON, E., « Comment la BCE a géré la crise », in Alternatives économiques, Hors-série n° 105, avril 2015, p. 50.

2.3.2. : Politique monétaire conventionnelle :

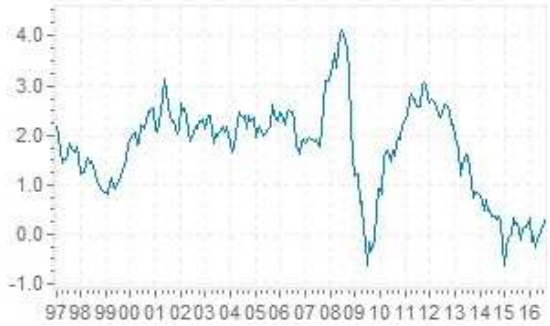
- **L'instrument du taux directeur**

G.2.3.2. : Taux d'intérêt européen BCE



Source : http://fr.global-rates.com, rubrique : taux d'intérêt-banque centrale–BCE

G.2.3.3. : IPCH Zone Euro



Source : http://fr.global-rates.com rubrique : statistiques économiques-inflation-IPCH[128]

En septembre 2008, au moment de la faillite de Lehman Brother - qui marque l'augmentation de la panique sur les marchés interbancaires -, la BCE baisse son principal taux directeur[129], pour le faire passer de 4,25% en septembre 2008 à 1% en mai 2009 (cf. graphique 2.3.2.). La Fed et la BoE (banque centrale d'Angleterre) ont baissé leurs taux déjà fin 2007 (cf. graph 2.3.4. et 2.3.5.). Les baisses effectuées entre 2007 et 2010 par la BoE (taux à 0,5% en mars 2009) et par la FED (taux à 0,25% en décembre 2008) sont bien plus importantes que celles de la BCE (qui maintient un taux de 1% de fin 2008 à 2011).

Si la BCE a réagi moins vite et de manière moins importante[130] que ses consœurs anglo-saxonnes, c'est parce que son objectif prioritaire est de lutter contre des tendances inflationnistes qui augmentent en 2008 et 2011 (cf. G.2.3.3.). Tandis que les mandats duals (inflation et chômage) de la Fed et de la BoE, leur ont permis de focaliser d'avantage leurs actions sur la relance.

---

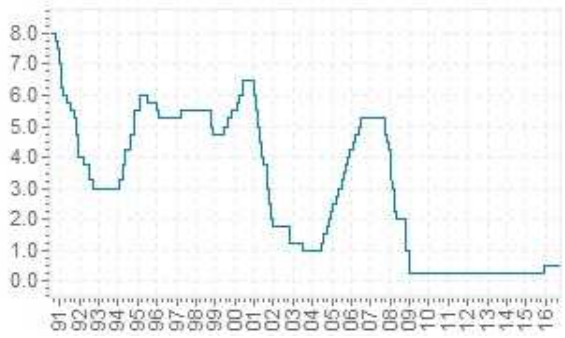
[128] IPCH : Indice des prix à la consommation harmonisé. http://fr.global-rates.com/taux-de-interets/banques-centrales/banque-centrale-européeenne/taux-de-bce.aspx.

[129] Il s'agit du taux de refinancement par appel d'offres, celui par lequel la BCE fournit des liquidités au marché interbancaire.

[130] Ce décalage dans la réaction de la BCE portera préjudice à la zone euro. Nous expliquerons pourquoi au point 2.6.1.1.

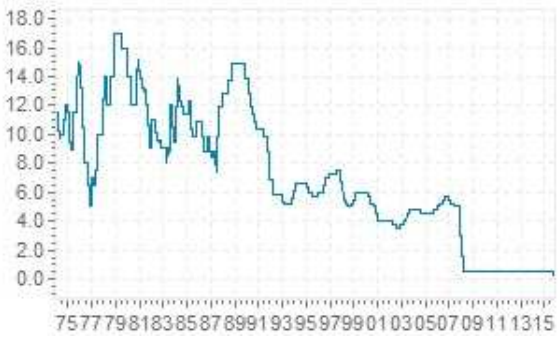
Face à l'ampleur de la crise, les deux banques centrales anglo-saxonnes, comme la BCE plus tard - l'instrument du taux d'intérêt étant déjà proche de 0% -, doivent développer des politiques non conventionnelles pour faire face à la situation.

G.2.3.4. : taux d'intérêts USA (FED)



Source : http://fr.global-rates.com, rubrique: taux d'intérêt-banque centrale–FED[131]

G.2.3.5. : taux d'intérêts anglais BoE



Source : http://fr.global-rates.com rubrique : taux d'intérêt-banque centrale–BoE[132]

2.3.3. Les politiques non conventionnelles.

Encadré 9 : Explication du lien entre programme d'achat d'actifs, bilan d'une banque centrale et création de monnaie centrale.

La majeure partie des politiques non conventionnelles reprises dans les points suivants, consistent en des programmes d'achats d'actifs (appelés parfois « quantitative easing »).
Cet encadré a pour but d'en expliquer le principe.

Lexique :

[131] Il s'agit du *Federal Fund rates*, à savoir un taux qui résulte de l'offre et de la demande de liquidité journalière sur le marché interbancaire US, et que la Fed influence via des opérations d'open market. http://fr.global-rates.com/taux-de-interets/banques-centrales/banque-centrale-americaine/taux-de-fed.aspx.
[132] Il s'agit du *BoE official Bank Rate*, taux directeur principal fixé par la BoE pour les prêts d'un jour aux banques. http://fr.global-rates.com/taux-de-interets/banques-centrales/banque-centrale-anglaise/taux-de-boe.aspx.

- Monnaie banque centrale (M0) = est composée des pièces et billets (monnaie fiduciaire) en circulation dans l'économie ainsi que des réserves placées par chaque banque de second rang[133] auprès de sa banque centrale (BC). Seule la BC a le pouvoir de créer de la monnaie centrale (M0) et celle-ci, à l'exception des pièces et billets, ne circule que sur le marché interbancaire (les banques de second rang s'échangent M0 entre elles ainsi qu'avec leurs BC).
- Base monétaire = l'ensemble de la Monnaie banque centrale qui existe dans une zone monétaire. La théorie nous apprend que *« la base monétaire (M0) détermine* [la quantité de] *la masse monétaire mesurée par l'agrégat monétaire M3 »*[134]. En d'autres mots, M0 détermine l'Offre de monnaie (M3).

Masse monétaire (M3) = Agrégat monétaire qui désigne l'ensemble de la monnaie scripturale[135] et fiduciaire utilisées par les agents économiques d'une zone monétaire. Elle intègre les billets et les pièces mais pas le reste de M0.

Notez que M0 qui, à l'exception des billets et pièces, n'est utilisée que sur le marché interbancaire, est différente de M3 qui est utilisée par tous les agents économiques.

Fonctionnement d'un programme d'achat d'actifs.

Exemple:

1. La BCE achète un actif financier (disons un titre à 100€) à une banque privée sur le marché secondaire (le marché de « l'occasion », les actifs qui s'y échangent ne sont pas neufs).
2. Pour ce faire, la BCE crée, selon le schéma[136] ci-dessous, 100€ de monnaie centrale à son passif[137] (M0+100) qui lui permet d'acheter à la banque privée le titre qu'elle transférera à son actif. Son bilan se voit donc augmenté de 100, tant à l'actif (le titre), qu'à son passif, puisque le paiement de M0+100 est placé sur le compte que possède la banque privée auprès de la BCE (la base monétaire (M0) a augmenté de 100).

---

[133] Il s'agit principalement des banques commerciales.

[134] N.B. : cette théorie est de plus en plus mise à mal par les faits. CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 66.

[135] Définition du dictionnaire LAROUSSE : monnaie scripturale : « monnaie créée et circulant par un simple jeu d'écritures », il s'agit de la monnaie circulant via les chèques, virements, cartes bancaires, etc.

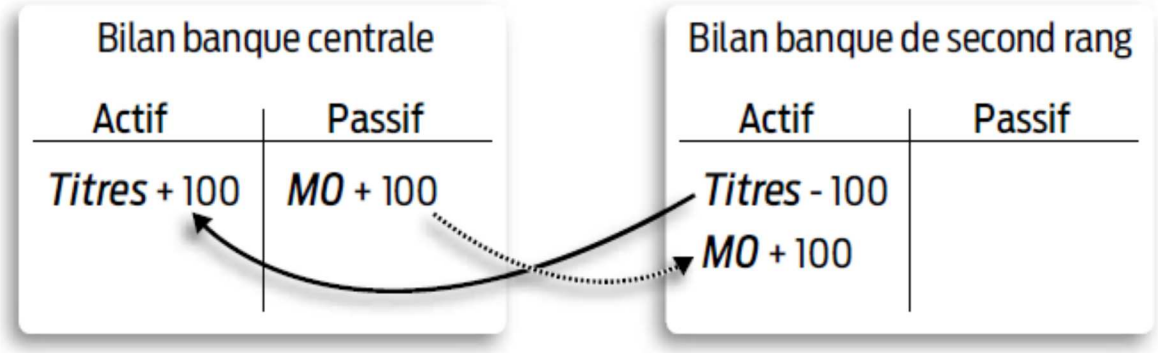
[136] Ce schéma est tiré de : CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 48.

[137] *« Le passif* [d'une banque centrale] *se compose du stock de monnaie* [centrale M0] *en circulation dans l'économie »,* par conséquent, si une banque centrale crée de la monnaie centrale, elle augmente de facto son passif d'un montant équivalent à ce qu'elle a créé *: BLANCHARD, O., COHEN, D., JONHSON, D., Macroéconomie, Montreuil, Pearson 6ème édition, 2013, p. 107.*

3. L'intention d'un tel programme est que la banque de second rang, qui se trouve en possession de 100€ (M0) supplémentaires, utilise cet argent pour prêter à l'économie réelle (particuliers et/ou entreprises). Nous verrons si cela fonctionne.

   Quand une banque centrale crée la monnaie centrale qu'elle utilise dans le cadre de ses programmes d'achats, son bilan augmente puisque la base monétaire (M0) augmente.

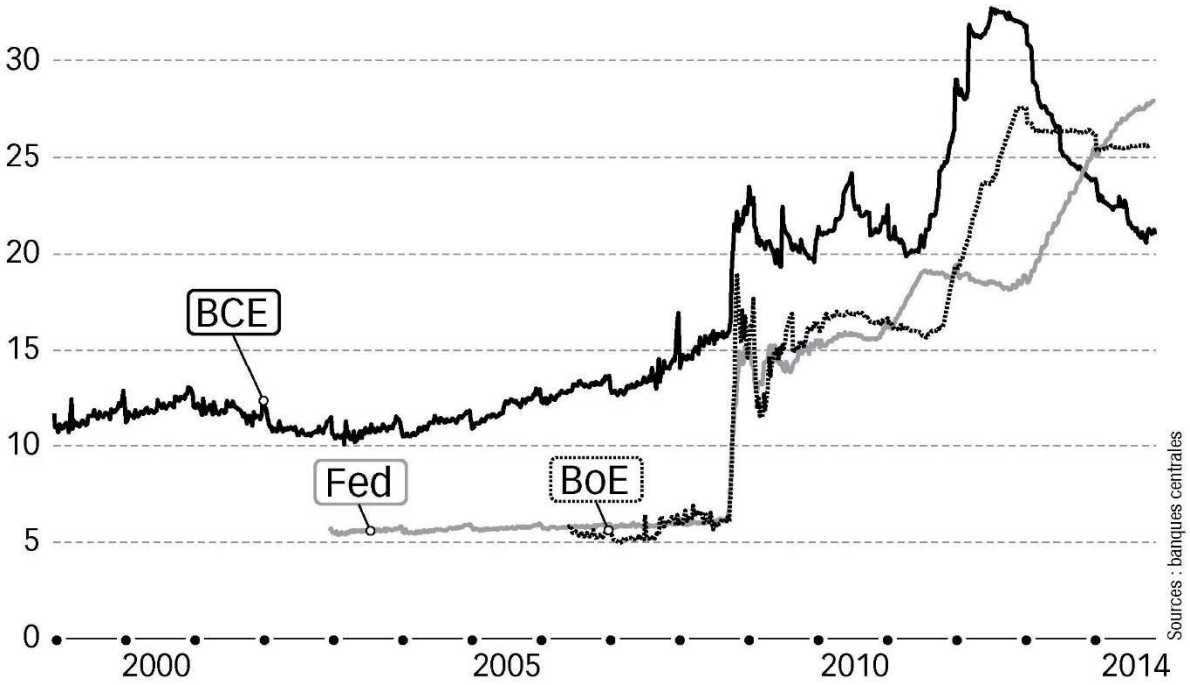
   N.B. : si la BCE ne souhaite pas faire augmenter la base monétaire (M0) lors d'un programme d'achat, elle peut stériliser son action, c'est-à-dire, compenser l'augmentation de M0 (Δ^{+}M0), par une revente de titres équivalents au montant fraîchement injecté (ce qui revient à Δ^{-}M0). Cela a par exemple été le cas lors du programme SMP de 2010 (cf. 2.3.3. ci-dessous).



Source : CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », *in* L'Economie politique n° 66, avril 2015, p. 48.

Dès septembre 2008, la BoE et la FED décident de lancer leurs programmes de « quantitative easing » (assouplissement quantitatif), entraînant une augmentation importante de leurs bilans (le bilan de la FED a plus que doublé en quelques semaines !).

G.2.3.5. : Comparaison de la taille des bilans de la BCE, de la Banque d'Angleterre et de la Fed en % du PIB (2000-2014).



Source : CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 48.

La BCE, quant à elle, agira au même moment - certes dans des proportions moins importantes que ses consœurs anglo-saxonnes - mais son bilan augmentera tout de même de 45%, passant *« de 1.450 milliards en septembre 2008 à 2.200 milliards en janvier 2009 ».*[138]

Cette augmentation du bilan de la BCE entre 2008 et fin 2010 s'est faite en plusieurs temps.

- Tout d'abord, en septembre 2008, la BCE a étendu les **mesures de refinancement des banques**. *« Elle prolonge ses opérations principales de refinancement classique (MRO ou main refinancing operations), d'une durée d'une semaine, en adoptant des opérations de refinancement de long terme (LTRO ou long term refinancing operations) à trois mois, six mois, puis un an ».*[139] Cela évite aux banques de devoir se refinancer semaine par semaine en monnaie banque centrale, et leur garantit une quantité de liquidité abondante sur les périodes mentionnées.

[138] CARRE, E., LE HERON, E., « Comment la BCE a géré la crise », in Alternatives économiques, Hors-série n° 105, avril 2015, p. 50.
[139] CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 44.

- Dans un deuxième temps, à partir de juillet 2009, la BCE adopte le *« Covered bond purchase program (CBPP) »* qui consiste en un rachat d'obligations émises par des banques privées pour un montant de 60 milliards entre juillet 2009 et juin 2010[140].
- Et enfin, dès le mois de mai 2010, elle lance le « Securities markets program (SMP) », qui vise à acheter 210 milliards de titres publics sur le marché secondaire. L'objectif étant de « limiter la hausse des taux d'intérêt à long terme, d'abord en Grèce, puis au Portugal et, en 2012, en Espagne et en Italie ».[141]

2.3.4. Credit easing.

Dans le cadre des opérations de refinancement citées plus haut, la BCE a pratiqué des politiques non conventionnelles de type : « credit easing ».

Lorsque la BCE accorde des financements aux banques, elle exige que, durant la durée du prêt, ces banques lui apportent des actifs en garantie, au cas où celles-ci ne pourraient pas rembourser. Ces actifs financiers placés en garantie sont appelés des « collaterals ». Ceux-ci, pour être acceptés, doivent correspondre aux critères d'éligibilité fixés par la BCE.

Le « credit easing » consiste à assouplir ces critères d'éligibilité, de manière à ce que la BCE accepte plus d'actifs en garantie (en général des actifs plus risqués), ce qui permettra d'augmenter le nombre de prêts aux banques.

Le 23 octobre 2008, la BCE modifie temporairement ces critères d'éligibilité[142]. Elle le fera à plusieurs reprises entre 2008 et 2016.

---

[140] BCE, PRESS RELEASE, "Covered bond purchase program completed": https://www.ecb.europa.eu/, rubrique: Home-Media-Press releases-By date-2010-30 june 2010.
[141] CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 44.

[142] REGLEMENT (CE) N° 1053/2008 DE LA BANQUE CENTRALE EUROPEENNE du 23 octobre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.

2.4. La crise dite « des dettes souveraines » : 2010-2012.

La crise des dettes souveraines révèle la fragilité de la situation économique de plusieurs pays de la zone euro. Ces pays voient leurs notes être détériorées par les agences de notation et ont de plus en plus de mal à se financer sur les marchés financiers qui exigent des taux élevés.

Dans ce contexte, le SMP, précisément créé pour faire baisser les taux d'intérêt des titres publics des pays en difficultés, prend de l'ampleur, provoquant une augmentation du bilan de la BCE. Même si le SMP ne consiste pas directement à financer des obligations d'Etats - puisque les titres sont achetés sur le marché secondaire (ils étaient donc déjà financés, déjà émis) - certains considèrent qu'il revient à faciliter *« l'accès des Etats à un financement privilégié. Or, en achetant des dettes souveraines de pays en difficulté, malgré le risque évident, elle* [la BCE] *donne un signal clair de soutien de ces titres aux marchés »*[143]. C'est pour cette raison que, en guise d'opposition, les deux représentants allemands à la BCE présentent leur démission en 2011.

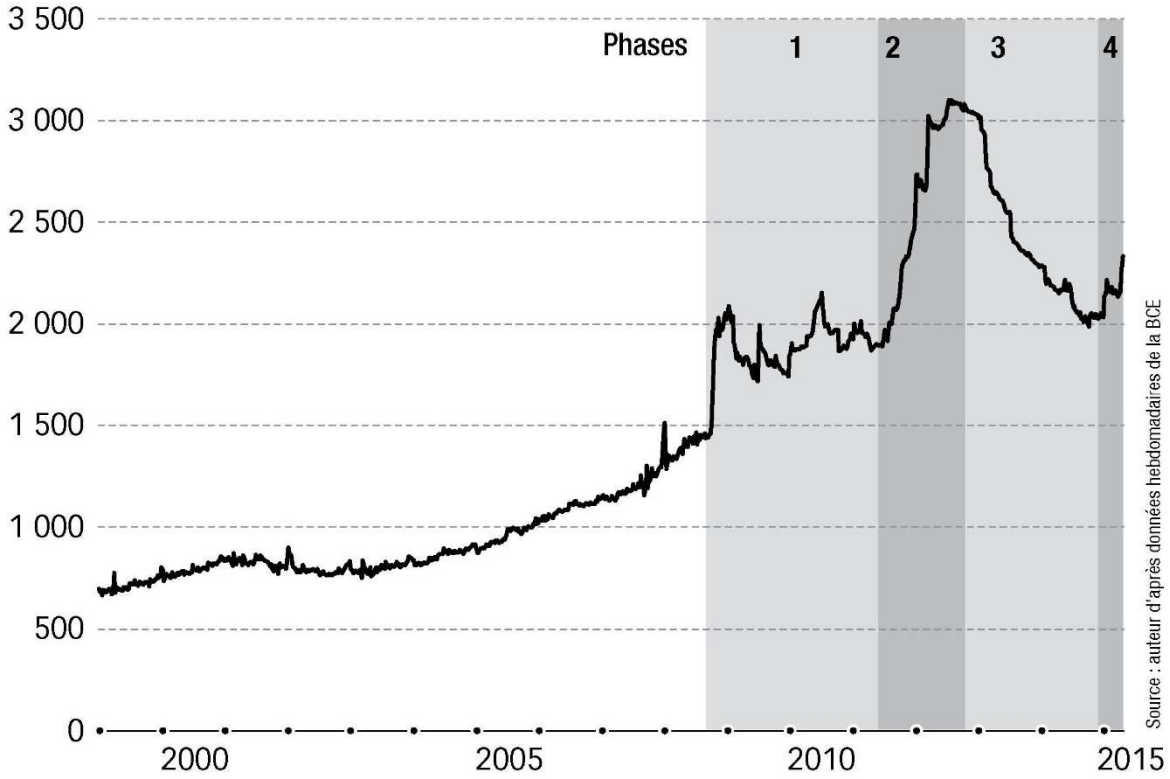
En novembre 2011, Mario DRAGHI remplace J.C. TRICHET à la présidence de la BCE.

Entre novembre 2011 et février 2012, la BCE lance un deuxième programme d'achat de titres privés (CBPP 2) pour une valeur cumulée de 40 milliards.

Face aux oppositions allemandes, la BCE choisit un autre instrument pour relancer l'économie. Il s'agit de simples - mais massifs - prêts aux banques pour des périodes allant jusqu'à trois ans. En décembre 2011 et mars 2012, elle lance deux opérations de refinancement à très long terme (VLTRO) qui injectent un montant cumulé de 1.018 milliards d'euros dans le système bancaire. Ces opérations engendrent une augmentation du bilan de la BCE à son plus haut point de 3.100 milliards (cf. phase 2 du graphique G.2.4.1.).

[143] CARRE, E., LE HERON, E., « Comment la BCE a géré la crise », in Alternatives économiques, Hors-série n° 105, avril 2015, p. 50.

G.2.4.1. : Bilan de l'eurosystème en milliards d'euros.



Source : CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 44.

En septembre 2012, ne tenant pas compte des réticences allemandes, la BCE lance un nouveau programme : « outright monetary transactions », ou opérations monétaires sur titres (OMT). *« Il s'agit d'achat de titres sur les marchés de dette souveraine, à certaines conditions »*[144]. Pour solliciter ce programme, un pays doit faire appel au Mécanisme Européen de Stabilité (MES), dont l'aide est conditionnée par la mise en œuvre de réformes économiques structurelles.

La simple annonce de ce programme et de son caractère illimité lors d'une conférence de presse[145] a permis d'obtenir les effets de stabilisateur de la zone euro, alors qu'il n'a jamais dû être réellement utilisé. La communication est un instrument supplémentaire aux mains de la BCE.

[144] CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 45.

[145] Le 26 juillet 2012, en pleine crise des dettes souveraines, M. DRAGHI annonce qu'il fera « tout ce qu'il faudra » pour sauver la zone euro. Cette déclaration engendrera une baisse significative des taux des obligations souveraines.

Le choix de ce programme a été contesté par la Cour constitutionnelle allemande *« au motif qu'il serait incompatible avec le mandat de la BCE et financerait indûment les Etats »*[146]. En janvier 2015, la Cour européenne de justice a jugé qu'il n'en était rien, et que ce programme était compatible avec le TFUE.

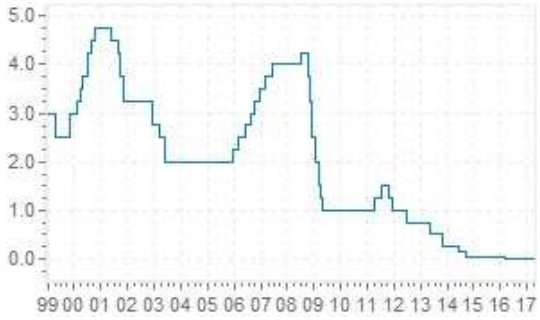
[146] CARRE, E., LE HERON, E., « Comment la BCE a géré la crise », in Alternatives économiques, Hors-série n° 105, avril 2015, p. 50.

2.5. L'après crise : 2013-2016

Après avoir fait très fortement augmenter son bilan avec sa campagne de prêts à très long terme (VLTRO), la BCE laisse redescendre son bilan, de fin 2012 à fin 2014, grâce au remboursement des emprunts contractés par les banques.

Plusieurs éléments vont cependant inverser la tendance.

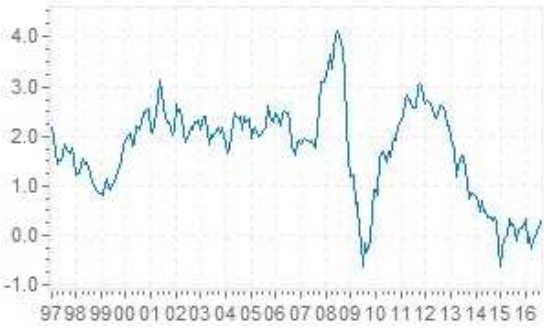
G.2.5.1. : Taux d'intérêt européen BCE



Source : http://fr.global-rates.com,

rubrique : taux d'intérêt-banque centrale–BCE

G.2.5.2. : IPCH Zone Euro



Source : http://fr.global-rates.com

rubrique : statistiques économiques-inflation-IPCH[147]

- En septembre 2014 et mars 2016, la BCE décide d'abaisser son taux directeur principal à 0.05%, puis à 0.00% (cf. : G.2.5.1.), ce qui, selon E. CARRE, marque un tournant dans la stratégie de la BCE. Jusqu'à septembre 2014, les politiques monétaires non conventionnelles (PMNC) *« se justifiaient par la restauration de canaux de transmission détériorés par la crise »*[148]. Il s'agissait de politiques distinctes mais complémentaires aux politiques conventionnelles.

  Cependant, si le taux directeur est à son niveau plancher, cela induit que la politique conventionnelle du taux d'intérêt n'a plus de marge de manœuvre. Les PMNC passent alors en première ligne contre la déflation, leur but n'est *« plus seulement le rétablissement des canaux de transmissions (…) - elles servent désormais aussi directement à assurer l'objectif final de stabilité des prix de la BCE ».*[149]

[147] IPCH : Indice des prix à la consommation harmonisé, http://fr.global-rates.com/taux-de-interets/banques-centrales/banque-centrale-européenne/taux-de-bce.aspx.
[148] CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 46.
[149] Idem, p. 46.

- Comme on peut le voir sur le graphique 2.5.2., la déflation en zone euro fait son apparition dès le mois de décembre 2014. L'Allemagne sera touchée également à partir de janvier 2015, ce qui va fragiliser ses positions (ainsi que celles d'autres pays du nord de la zone euro) hostiles envers les programmes d'achat de titres publics.

- Le 14 janvier 2015, la Cour de justice européenne déclare que les programmes d'achat de titres publics (OMT) sont compatibles avec le Traité (TFUE) et les statuts de la BCE. La sécurité juridique de ce genre de programme s'en voit donc renforcée.

Encadré 10 : Union bancaire : une nouvelle mission pour la BCE.

Après avoir constaté, en 2008, qu'une crise bancaire pouvait se propager facilement d'un pays à un autre, l'Union européenne décide de mettre sur pied un projet d'«union bancaire ». Ce projet doit permettre « la mise en place d'un marché bancaire plus transparent, plus unifié et plus sûr »[150].

La BCE s'est vue chargée de la gestion de cette union bancaire qui concerne tous les pays de la zone euro (obligatoirement), ainsi que d'autres pays de l'UE (sur base volontaire). L'union bancaire repose principalement sur deux piliers :

1. Le Mécanisme de surveillance unique (MSU).

Opérationnel depuis novembre 2014, le MSU vise la supervision directe (par la BCE) des 125 plus grands groupes bancaires des pays participants. Et la supervision indirecte (par les autorités nationales de surveillance prudentielle en collaboration avec la BCE) des autres groupes bancaires.

Concrètement, l'objectif du MSU est de rendre les banques plus robustes, plus résistantes face aux crises financières, via le contrôle de leur fonctionnement (respect : des règles bancaires, de la quantité de fonds propres, de la capacité à absorber des chocs extérieurs, etc.).

2. Le mécanisme de résolution unique (MRU).

[150] BCE- Supervision bancaire : https://www.bankingsupervision.europa.eu, « L'union bancaire », consulté le 3 avril 2017 dans la rubrique : home - A propos – L'union bancaire.

« L'objectif principal du mécanisme de résolution unique est de garantir la résolution efficace des banques défaillantes au coût le plus bas pour les contribuables et l'économie réelle »[151]. Le MRU prévoit la création :

- d'un fonds de réserve constitué par les banques elles-mêmes, qui est supposé intervenir en cas de recapitalisation d'une banque défaillante ;
- d'un « conseil de résolution unique », agence indépendante qui, en collaboration avec les autorités bancaires nationales, décide si une banque doit faire l'objet d'une procédure de résolution et selon quelles modalités.

La gestion de l'union bancaire constitue une nouvelle mission importante pour la BCE. Cependant, elle nous éloigne des questions de politiques monétaires ; c'est pourquoi, afin de ne pas perdre le lecteur, je n'en parlerai pas d'avantage.

2.5.1. : Le quantitative easing.

Pour ces raisons, après avoir lancé un programme de refinancement ciblé (TLTRO) en juin 2014, puis un programme d'achat d'actifs en octobre 2014 (achat d'obligations privées sécurisées : CBPP3), la BCE sort « l'artillerie lourde » en annonçant, le 22 janvier 2015, ce que les journalistes ont baptisé le ***quantitative easing*** européen. Il s'agit en fait d'un programme étendu d'achat d'actifs privés et publics (EAPP : expanded asset purchase program) qui se distingue de ses prédécesseurs (CBPP, SMP, OMT) de par l'importance des montants qu'il mobilise.

Ce quantitative easing (QE) reprend (et prolonge) deux programmes d'achat d'actifs privés lancés fin 2014[152] (*asset-backed securities purchase programme*[153], ABSPP et CBPP3) et y

[151] BCE- Supervision bancaire : https://www.bankingsupervision.europa.eu, « L'union bancaire », consulté le 3 avril 2017 dans la rubrique : home - A propos – L'union bancaire.
[152] COMMUNIQUE DE PRESSE, La BCE annonce un programme étendu d'achats d'actifs, 22 janvier 2015 : https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.fr.html.
[153] ABSPP = programme d'achat de crédits titrisés sur le secteur privé non financier. Cf. : AGLIETTA, M., « la politique monétaire de la banque centrale européenne dans tous ses états », in Terra Nova la Fondation progressiste, 23 septembre 2014, p. 4.

intègre un programme d'achat d'*« obligations émises par les administrations centrales, les agences et les institutions européennes de la zone euro [PSPP]»*[154].

Concrètement :

- Mars 2015 : début du QE. Il *« prévoit 60 milliards d'achats* [mensuels] *de titres sur dix-huit mois* [de mars 2015] *jusqu'à septembre 2016 inclus, soit 1.140 milliards d'euros »*[155]. Cela représente un accroissement du bilan de la BCE d'environ 50% par rapport à la taille du bilan de janvier 2015.[156]

  La BCE achète des titres principalement publics (à plus de 80%[157]) ou (minoritairement) privés[158], sécurisés ou risqués[159], sur le marché secondaire, à des banques commerciales qui, en contrepartie, reçoivent la valeur du titre en monnaie banque centrale. L'idée est qu'ensuite ces banques utilisent ces nouvelles liquidités pour relancer le crédit aux acteurs économiques.

- Mars 2016 :
  - La zone euro est toujours en déflation[160]. La BCE annonce qu'elle va porter le montant d'achat à 80 milliards par mois[161] et rend éligibles les obligations émises par « des *sociétés non bancaires »*[162] (les entreprises, à l'exception des banques) au programme d'achat. Elle baisse également son principal taux directeur à 0%, ainsi que son taux de prêt marginal et de facilité des dépôts à respectivement 0,25% et

---

[154] PSPP: public sector purchase program.
[155] CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 45.

[156] Le QE est annoncé le 22 janvier 2015 par M. DRAGHI, mais ne démarre que début mars 2015.
[157] Selon le rapport annuel 2015 de la BCE, les achats de titres publics (PSPP) représentent en moyenne 50 milliards sur les 60 milliards mensuels du quantitative easing. Cela correspond à plus de 80%. BCE, Rapport annuel 2015, Francfort, février 2016, www.ecb.eu – rubrique : publication - rapport annuel- rapport annuel 2015, consulté le 25/04/2017.
[158] Il s'agit d'obligations sécurisées privées : *CŒURÉ, B.,* « la fascination pour la BCE prospère dans le vide du politique »*, in L'Economie politique n° 66, avril 2015, p. 9.*
[159] La BCE peut acheter des titres d'Etats dont *« la notation financière est insuffisante à condition qu'ils[les pays] bénéficient d'une aide de l'UE et du FMI » : CŒURÉ, B.,* « la fascination pour la BCE prospère dans le vide du politique »*, in L'Economie politique n° 66, avril 2015, p. 9.*
[160] L'inflation est à -0.2% en février et à 0% en mars 2016.
[161] BCE, COMMUNIQUE DE PRESSE, Décisions de politique monétaire, 10 mars 2016 : https://www.ecb.europa.eu/, rubrique : Home-Media-Press releases-By date-2016-10 mars 2016.
[162] Il s'agit du Corporate sector purchase programme CSPP : ECB Press release, « *ECB adds corporate sector purchase programme (CSPP) to the asset purchase programme (APP) and announces changes to APP »,* 10 mars 2016 : https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_2.en.html.

0,4%. Ce dernier taux signifie que si une banque place des liquidités à la BCE elle devra payer des intérêts (0,4%) plutôt que d'en recevoir.

- Elle annonce une deuxième campagne d'opération de refinancement ciblée à long terme (TLTRO 2). *« Les banques participant aux TLTRO II peuvent emprunter jusqu'à 30 % maximum de leur encours de prêts aux entreprises et aux consommateurs. Les banques prêtant davantage à l'économie réelle pourront donc emprunter plus ».*[163]

- Le 20 octobre 2016, M. DRAGHI annonce que le quantitative easing est prolongé *« jusque fin mars 2017, ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce qu'il observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif »*[164]. Ce qui signifie une injection d'au moins 600 milliards d'euros supplémentaires par rapport au programme initial annoncé en janvier 2015.

Encadré 11 : QE, pas de financement monétaire…

Le Quantitative easing contient des garanties afin qu'il ne devienne pas - conformément aux statuts de la BCE - un instrument de politique budgétaire. Exemple :

- la BCE n'achète des actifs que sur le marché secondaire (marché des actifs d' « occasion »)[165].

- « la BCE ne peut pas acheter plus d'un tiers de la dette d'un Etat. Ce plafond vise, d'une part à préserver des mécanismes de marché, et donc une discipline de marché et, d'autre part, à éviter que la BCE ne devienne le financeur privilégié des Etats »[166].

… mais des conditions aux pays en crise :

- Le QE accepte d'acheter des titres d'Etats dont *« la notation financière est insuffisante, à condition qu'ils bénéficient d'une aide de l'UE et du FMI »*[167]. Ces aides étant souvent synonymes d'austérité, la BCE, par le biais du QE, fait pression sur la politique économique de ces Etats.

---

[163] BCE, https://www.ecb.europa.eu/, Home-La BCE expliquée à tous-Notions de base- en quoi consistent les TLTRO II ?, 24 juin 2016.
[164] BCE, COMMUNIQUE DE PRESSE, Décisions de politique monétaire, 20 octobre 2016 : https://www.ecb.europa.eu/, rubrique : Home-Media-Press releases-By date-2016-20 octobre.
[165] La BCE ne peut acheter d'actifs sur le marché primaire. Cela signifie qu'elle ne peut pas acheter un actif directement à l'agent économique qui a émis l'actif (ex. : elle ne peut acheter de titre directement à un Etat).
[166] *CŒURÉ, B.,* « la fascination pour la BCE prospère dans le vide du politique », *in L'Economie politique n° 66, avril 2015, pp. 13-14.*
[167] Idem, p. 9.

2.5.2. : Quantitative easing : la diversification des canaux de transmission.

Jusqu'ici, les politiques monétaires non conventionnelles (PMNC) de la BCE s'adressaient principalement aux banques, puisque *« dans la zone euro, à la différence des Etats-Unis, le financement de l'économie est intermédié, c'est-à-dire qu'il est majoritairement réalisé par les banques »*[168]. Le problème avec cette stratégie, est que la BCE n'a aucun moyen de contraindre les banques à utiliser la monnaie banque centrale pour relancer le crédit et donc, l'économie réelle.

Or, force est de constater que dans le contexte de crise, de faible confiance et de frilosité vis-à-vis du risque, les banques n'utilisent pas l'argent reçu pour prêter aux acteurs de l'économie réelle.

Par conséquent, la BCE a opté pour le QE, car il devrait lui fournir des canaux de transmission supplémentaires (autres que celui de la banque).

2.5.3. Les canaux de transmission du quantitative easing, avantages et limites:

- **Le canal du taux d'intérêt de long terme** :
    - Avantage **:** il ne s'agit plus d'agir via le taux directeur de court terme, mais l'impact souhaité vise ici les taux de moyen et long terme. *« (…) la maturité moyenne des titres achetés dans le cadre du QE est proche de neuf ans »*[169]. *« La baisse des taux d'intérêt à moyen et long terme des dettes souveraines favorise la réduction des taux pour tous les emprunteurs »*[170]. En théorie, cela va stimuler les investissements à long terme ainsi que le crédit et donc, indirectement, l'économie réelle.
- **Le canal du bilan bancaire** :

---

[168] CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 47.

[169] Un titre dont la maturité est de 10 ans est considéré comme une maturité de long terme : *CŒURÉ, B.,* « La fascination pour la BCE prospère dans le vide du politique »*, in L'Economie politique n° 66, avril 2015, p. 19.*

[170] CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 49.

- Avantage : le QE permet aux banques d'échanger des titres risqués contre de la liquidité bancaire. Cela améliore tant la qualité du bilan des banques que la confiance qu'elles ont les unes envers les autres sur le marché interbancaire. Les taux d'intérêt baissent puisque le risque s'amoindrit et les banques possèdent ainsi plus de liquidités pour prêter aux acteurs économiques.
  De plus, puisque le QE fait baisser les taux d'intérêt des obligations d'Etats, les banques qui détiennent ces obligations, et qui souhaitent les garder, voient la valeur de celles-ci augmenter. En effet, sur les marchés obligataires *« il existe une relation inverse entre la valeur d'une obligation et le niveau des taux d'intérêt courants et futurs »*[171]. En d'autres termes, la valeur (le prix) des obligations souveraines augmente, en même temps que leurs taux d'intérêt diminuent. Par conséquent, les banques qui détiennent des obligations dont les taux baissent, se voient indirectement recapitalisées[172] par le QE (via l'augmentation de valeur de celles-ci).

- Limites : si les banques n'utilisent la monnaie banque centrale que pour assainir leur propre bilan, l'impact sur l'économie réelle sera nul. On tombe alors dans une situation dite de « trappe à liquidité ». Cela signifie que, malgré les grandes quantités obtenues, les banques n'utilisent pas les liquidités reçues pour relancer le crédit aux acteurs non-financiers.

- **Le canal du prix des actifs** :
  - Avantages : les banques se voient en possession d'une quantité importante de liquidité, qu'elles peuvent utiliser pour acheter des actions. La demande d'actions augmente, les prix également, ce qui favorise les détenteurs d'actions qui s'enrichissent. Les acteurs non-financiers détenteurs d'actions voient d'une part leur pouvoir d'achat augmenter et, d'autre part, leur « profil de risque » diminuer, ce qui leur permettra d'emprunter plus facilement. Le crédit repart.

[171] BLANCHARD, O., COHEN, D., JONHSON, D., *Macroéconomie*, Montreuil, Pearson 6ème édition, 2013, p. 309.
[172] Cette recapitalisation est temporaire, elle ne dure que le temps durant lequel les taux sont bas, et ne se transformée en capitaux qu'à condition que la banque vende le titre en question lorsque sa valeur est élevée.

- Limites : si les détenteurs d'actions décident d'épargner plutôt que de consommer ou d'emprunter d'avantage, l'effet sur l'économie (et la déflation) sera nul.

- **Le canal des anticipations** :
  - Avantages**:** en théorie (surtout chez les monétaristes), l'augmentation importante du bilan d'une banque centrale génère des situations de dérapage inflationniste. Pour les nouveaux keynésiens, *« la théorie sous-jacente est que l'inflation courante dépend des anticipations d'inflation future des agents. Si les agents anticipent une hausse de l'inflation, elle aura lieu, et l'économie sortira de la déflation »*.[173] Selon les nouveaux keynésiens, la BCE pourrait donc profiter de cet effet d'anticipation : si les acteurs financiers craignent que le QE engendre de l'inflation, l'inflation pourrait réellement apparaître.
  - Limites : *« en déflation, la formation des anticipations d'inflation devient moins prospective et plus rétrospective : les agents croient de moins en moins à l'efficacité des PMNC pour sortir de la déflation »*.[174]
- **Le canal du taux de change** :
  - Avantages : le rachat important d'obligations d'Etat de la zone euro fait chuter leurs taux, donc leurs rendements sur les marchés. Les acteurs financiers délaissent ces titres d'Etats pour acquérir des titres d'autres Etats qui se négocient dans d'autres devises, dont la demande augmente. A l'inverse, la demande d'euro baisse, l'euro se déprécie, ce qui favorise *« les exportations et amène de l'inflation « importée » réduisant la déflation »*[175].
  - Limites **:** un euro qui se déprécie signifie inévitablement qu'une devise voisine s'apprécie. Cela freine les exportations du pays concerné et *« crée de la désinflation importée, qui peut les faire basculer dans la déflation. Auquel cas une « guerre des monnaies » peut se déclencher »*[176].
- **Canal de la dette publique :**
  - Avantages : l'achat important de titres publics sur le marché secondaire fait baisser les taux longs sur les obligations d'Etat. Les Etats financent leurs dettes

[173] CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, pp. 50-51.
[174] Idem, p. 52.
[175] Idem, p. 51.
[176] Idem, p. 53.

publiques à moindres coûts qu'auparavant, ce qui leur permet, par exemple, de réallouer des budgets à des dépenses d'investissements.

- Limites : cet effet peut générer l'instabilité financière. Les banques et autres acteurs financiers pourraient être tentés de modifier fortement leurs investissements. « Comme les titres publics rapportent moins, elles peuvent se tourner vers d'autres actifs comme l'immobilier et les actions ; d'où de possibles bulles immobilières ou boursières.»[177].

  P. ARTUS [178] met en avant un élément qu'il présente comme une limite : « Il est vrai qu'il est intelligent de soutenir la demande pendant que les gouvernements font des réformes, mais il est vrai que faire disparaître l'incitation à faire des réformes par exemple en ne donnant aucune incitation à réduire les déficits publics peut être dangereux »[179]. Selon lui, permettre à des Etats de se financer « à bon compte » sur les marchés les dissuade de la nécessité de faire des réformes qu'ils auraient peut-être faites si leurs taux de financement étaient plus élevés.

2.5.4. : Dommages collatéraux.

- Le QE est facteur d'augmentation des inégalités, puisque les taux d'intérêt des épargnants diminuent alors que ceux des détenteurs d'actifs (actions ou obligations côtées) augmentent. Un rapport de la banque d'Angleterre a confirmé que son QE avait profité aux plus riches et qu'il accentuait les inégalités de revenus[180]. Cependant, *« La BCE relativise ce problème, en comptant sur le fait que le QE réduira le chômage… »*[181]. On verra que ce dernier argument ne sera pas une réalité.

---

[177] CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 53.
[178] Chef économiste de Natixis, Patrick Artus est professeur à l'université Paris-I Panthéon-Sorbonne. Il est le co-auteur du livre : ARTUS, P., VIRARD, M.P., « La folie des banques centrales », Paris, édition Fayard, 2016.
[179] Interview de P. ARTUS (Natixis) : "La prochaine crise sera extraordinairement violente", le 1er février 2016 dans l'émission « la matinale des Echos » : https://www.youtube.com/watch?v=qqw4eBeUzQc.
[180] Le QE de la banque d'Angleterre a boosté la valeur des actions et obligations de 26%. 40% de ces gains ont été aux 5% des ménages anglais les plus riches. Cf. FRANK, R., « Does Quantitative Easing Mainly Help the Rich? », in *cnbc online,* 14 september 2012.
[181] CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 53.

- La BCE et ses banques centrales nationales échangent des titres risqués contre des liquidités. Le risque est donc d'intoxiquer leurs bilans avec tous ces titres risqués (notamment des obligations souveraines de mauvaise qualité).
- Lorsque la BCE rachète des titres publics de bonne qualité (exemple : des obligations allemandes), le risque devient alors que les taux de ceux-ci ne deviennent négatifs. Cela est possible à cause de l'impact du QE sur ce type de titres. Dans ce cas, la BCE devrait payer des intérêts sur ces obligations d'Etats à la place d'en recevoir, ce qui détériorera d'avantage son bilan.
- L'impact sur les pensions par capitalisation : *« ces baisses de taux d'intérêt sur les dettes souveraines font perdre de l'argent aux épargnants : les retraités allemands* [par exemple] *par capitalisation sont lésés, et donc rejettent le QE. Le QE a de ce fait des effets redistributifs, des créditeurs vers les débiteurs, des pays du Nord vers les pays du Sud de la zone euro. Mais cette forme de solidarité budgétaire implicite n'est pas nécessairement un point négatif »*[182]. Elle est politiquement moins visible et plus acceptable.
- Selon Patrick Artus, *« (…) une crise, c'est le retrait de capitaux d'un endroit où ils s'étaient massivement investis. (…) plus les banques centrales créent de la monnaie, plus la masse des capitaux qui circulent est grande »*[183]. Cette quantité de monnaie alimente d'énormes bulles qui, inévitablement, à la suite d'un élément déclencheur pourraient éclater et déclencher une crise : *« il va y avoir une crise qui sera extrêmement violente puisque la masse de monnaie qui pourra bouger au moment de cette crise sera encore plus importante qu'en 2008 »*[184].

2.5.5. : Evaluation de la politique monétaire sur la période 2013-2016.

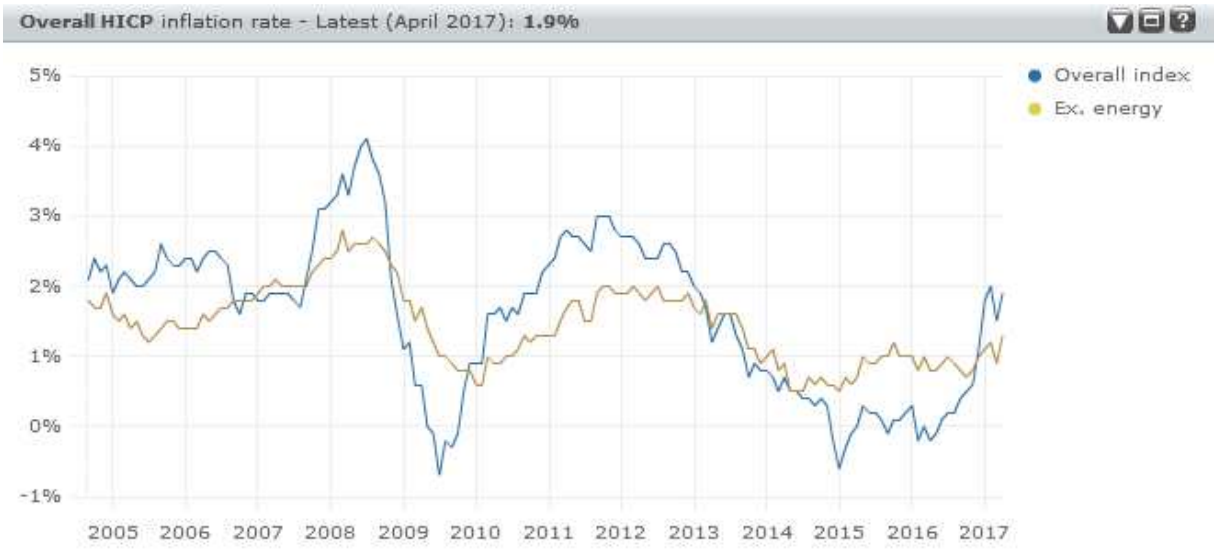
Etant donné que les taux directeurs sont rapidement descendus à leurs niveaux planchés, l'évaluation portera principalement sur le quantitative easing (mesure phare de cette période). Nous utiliserons trois critères : la stabilité des prix, la croissance, la stabilité financière. Pour

[182] CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 53.
[183] Interview de P. ARTUS (Natixis) : "La prochaine crise sera extraordinairement violente", le 1er février 2016 dans l'émission « la matinale des Echos » : https://www.youtube.com/watch?v=qqw4eBeUzQc.
[184] Idem.

évaluer ces critères, nous nous baserons sur les principaux canaux de transmission décrits ci-dessus.

2.5.5.1. : La stabilité des prix :

G.2.5.5.1. Inflation harmonisée et inflation hors prix de l'énergie (en%).



Source : https://www.ecb.europa.eu, rubrique : Home-Statistics-Macroeconomic and sectoral statistics-Measuring inflation HICP-Inflation and the euro, consulté le 19 mai 2017.

Selon M. DRAGHI, la politique monétaire accommodante des trois dernières années (2014-2017) a permis d'engendrer une valeur cumulée de 1,5% d'inflation supplémentaire.[185]

Analysons ce que montre le graphique ci-dessus. La courbe bleue symbolise l'indice harmonisé des prix à la consommation (IHPC). Elle nous permet de constater une remontée significative de l'inflation de janvier 2015 (-0,6%) à décembre 2016 (1,1%).

Cependant, si la tendance est à la hausse, l'inflation, en décembre 2016, n'atteint pas encore les 2% ciblés par la BCE. Mais surtout, cette évolution est à mettre en perspective avec l'inflation hors prix de l'énergie (courbe jaune) qui se stabilise à une moyenne de 1% pour la même

[185] *« We have the impact of the past decisions, which account for a cumulative 1.3 pp. growth over a three-year horizon and 1.5 pp. inflation over a three-year horizon »*. BCE, « Introductory statement to the press conference (with Q&A) », Conférence de presse de M. DRAGHI, 8 décembre 2016, en ligne ; https://www.ecb.europa.eu/, rubrique : Home-Media-Press conferences-2016-8 December 2016, consulté le 14 juin 2017.

période. L'écart entre les deux courbes se creuse d'avantage à partir de janvier 2017 (1,8% contre 1,1%) Cela signifie que ce sont les prix de l'énergie[186] qui font artificiellement augmenter le taux d'inflation, et non l'ensemble des prix à la consommation.

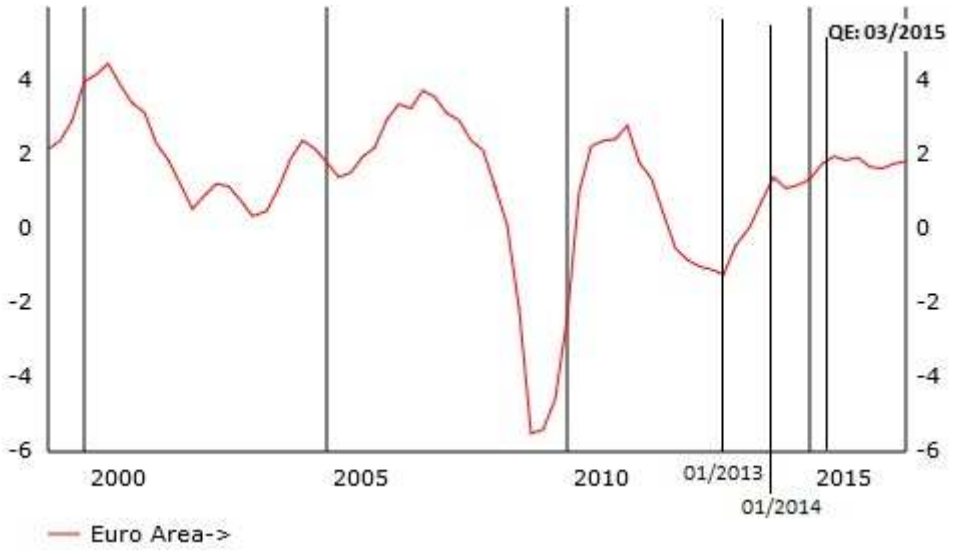
Par conséquent, la cible d'inflation n'est pas atteinte, et l'augmentation de l'indice d'inflation harmonisé n'est pas entièrement le fruit de la politique monétaire. Celui-ci ne donne pas une image fiable de la stabilité des prix en zone euro, particulièrement à court terme, puisque cet indice global est gonflé par des prix de l'énergie qui n'ont pas encore impactés les prix des biens manufacturés.

> *De manière générale, on peut questionner la pertinence d'avoir fixé, à la BCE, une cible d'inflation basée sur un indice des prix à la consommation qui n'est pas à l'abri de l'influence des produits à prix volatiles (comme le pétrole). Par exemple, fin 2011, la BCE a rehaussé ses taux d'intérêts directeurs (cf. 2.3.2.) parce que l'inflation globale atteignait les 3%. Or on constate, sur ce graphique, qu'à cette époque également, l'inflation était artificiellement gonflée par les prix de l'énergie. Cela a porté préjudice à la zone euro en ralentissant son potentiel d'activité en pleine crise des dettes souveraines (nous reviendrons à cet argument au point 2.7.1.1.).*

[186] Selon l'indice de référence (OPEC basket price) de l'Organisation des pays producteurs et exportateurs de pétrole (OPEP), le prix du baril de pétrole est passé de 29,73$ au 1/02/2016 à 54,13$ au 1/03/2017 (+82%). Cf. : OPEP : http://www.opec.org/, rubrique : home-data/Graph-OPEC Basket price, consulté le 19 mai 2017.

2.5.5.2. La croissance.

G.2.5.5.2.1. GDP in prices of the previous year (economic growth)



Source : ECB- Statistical Data Warehouse- GDP in prices of the previous year (economic growth): http://sdw.ecb.europa.eu/home.do.

L'année 2013 a vu la zone euro sortir de la récession (croissance positive à partir du troisième quadrimestre 2013). Même si il est difficile de faire des liens clairs entre politique monétaire et PIB, le programme OMT (connu pour avoir mis fin à la crise des dettes souveraines) de 2012, a permis à l'économie de retrouver, en 2013, une certaine stabilité qui a contribué à ce redressement. Il est à noter aussi que la politique budgétaire en Zone Euro, qui avait été très restrictive en 2011-2013, est redevenue globalement pratiquement neutre à partir de 2014, contribuant également à une sortie de récession et une accélération de la croissance en 2014.

M. DRAGHI affirme que la politique monétaire de la BCE a engendré une évolution cumulée du PIB de 1,3% sur 3 ans[187] (décembre 2013 à décembre 2016), ce qui représente une moyenne de 0,43% par an. Au regard de G.2.5.5.2.1., on peut estimer la croissance globale pour la même période à une moyenne annuelle approximative de 1,6% de PIB. On peut en conclure que la politique monétaire a impacté modestement la croissance du PIB.

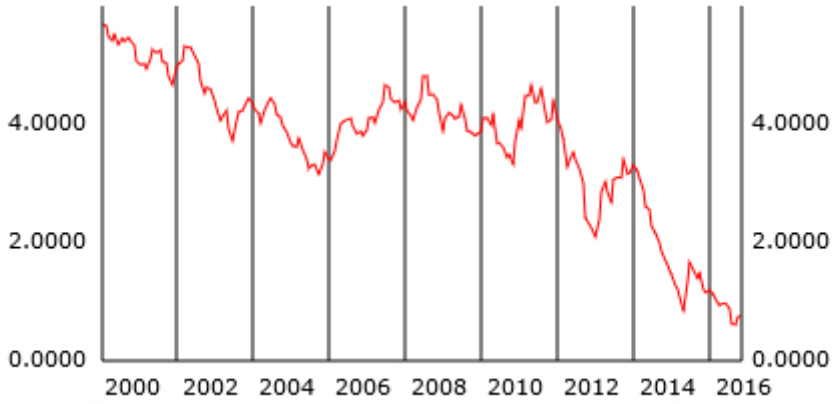
[187] BCE, « Introductory statement to the press conference (with Q&A) », Conférence de presse de M. DRAGHI, 8 décembre 2016, en ligne ; https://www.ecb.europa.eu/, rubrique : Home-Media-Press conferences-2016-8 December 2016, consulté le 14 juin 2017.

On remarque également que le quantitative easing, malgré les montants très important qu'il mobilise, n'est pas corrélé à une évolution important du PIB (moyenne de 1,8% entre mars 2015 et décembre 2016).

Cependant, étant donné que la croissance n'est pas homogène dans toute la zone euro, et qu'il est difficile d'identifier la part de croissance qui est due à la politique monétaire nous allons compléter notre constat avec une analyse de différents indicateurs.

- Les taux d'intérêt de longs termes :

G.2.5.5.2.2. : Euro area 10-year Government Benchmark bond yield – Yield (taux d'intérêt en %)



Source : ECB- Statistical Data Warehouse- Euro area 10-year Government Bench/mark bond yield : http://sdw.ecb.europa.eu/home.do.

L'« euro area benchmark bond yield[188] » reprend la valeur moyenne des taux d'intérêt de longs termes des obligations d'Etat émises par les pays de la zone euro. On constate que ce taux d'intérêt poursuit sa chute entre mars 2015 et octobre 2016. Cela correspond à l'objectif poursuivi par la BCE, à la fois sur le canal du taux d'intérêt de long terme (engendrer une baisse généralisée des taux d'intérêt), ainsi que sur le canal des dettes publiques (permettre aux entités publiques de se financer à moindre coût).

- Le taux de change :

[188] Pour voir si les taux de long terme ont effectivement chuté, c'est cet indicateur qu'il faut observer. Pour rappel, une baisse des taux de long terme des emprunts d'Etat favorise la réduction des taux pour l'ensemble des emprunteurs : cf. « Le canal du taux d'intérêt de long terme », point 2.5.3.

G.2.5.7. Taux de change Euro vs Dollar US (USD) (valeur d'1 euro en USD)

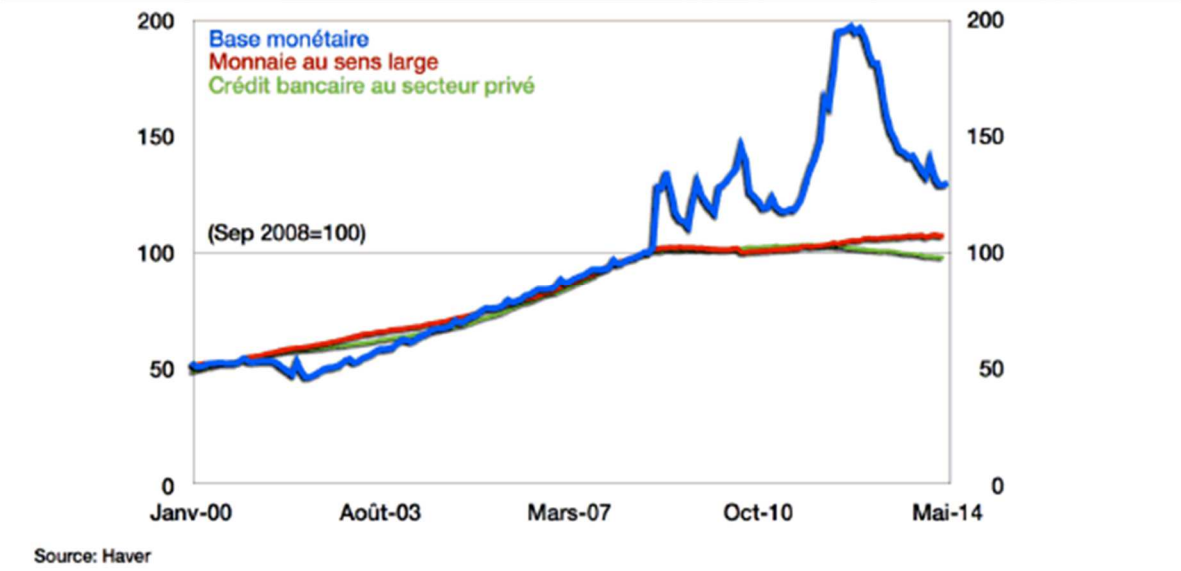
Source : http://www.ecb.europa.eu : Home-Statistics-ECB/Eurosystem policy and exchange rates-Euro foreign exchange reference rates-ECB euro reference exchange rate: US dollar (USD).

Le QE a permis de maintenir à un niveau durablement bas le taux de change, qui avait baissé principalement en 2014, notamment à cause de la diminution des rendements des obligations européennes, amorcée début 2014 (cf. G.2.5.6.) en suite des programmes d'achat de titres publics antérieurs (SMP, OMT) [189]. Cette baisse favorise les exportations de la zone euro, donc son activité économique.

- Evolution de la masse monétaire :

G.2.5.8. : Zone Euro –Base Monétaire (M0), Monnaie au sens large (M3) et crédit bancaire.

[189] Le mécanisme qui fait baisser le taux de change est expliqué au point « canal du taux de change », point 2.5.3.



Source : MOGHADAM, R., TEJA, R., « Zone euro. Questions-réponses à propos de l'assouplissement quantitatif », 14 juillet, 2014, blog du FMI, www.imf.org.

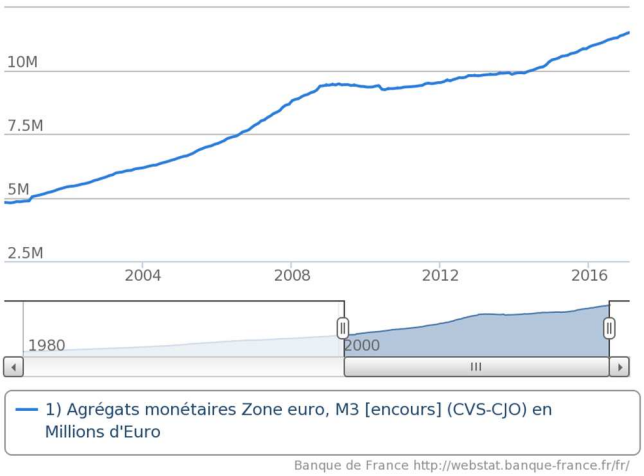
Sur ce graphique, on constate que, depuis la crise, la relation entre base monétaire (M0) et masse monétaire (M3 ou « monnaie au sens large ») est mise à mal. La base monétaire augmente fortement, tandis que la valeur de M3 reste stable alors que la théorie sous-tend qu'elle devrait augmenter proportionnellement à M0. La chute des crédits bancaires au secteur privé explique en partie le fait que M3 n'augmente pas.

Encadré 12 : Théorie de la monnaie exogène vs Théorie de la monnaie endogène.
Si M0 ne détermine pas la quantité de M3 telle que la théorie nous l'explique, c'est que le multiplicateur monétaire, cher aux théoriciens de la monnaie exogène, ne semble pas fonctionner. Ce constat met à mal cette dernière théorie au profit de la théorie de la monnaie endogène (proche du concept de monnaie active dont nous parlons au premier chapitre), qui, en simplifiant, établit que M3 n'est pas conditionné par M0, mais plutôt par la demande intérieure globale[190]. Selon cette dernière théorie, le QE, n'agissant que faiblement sur la demande, n'est pas pertinent.

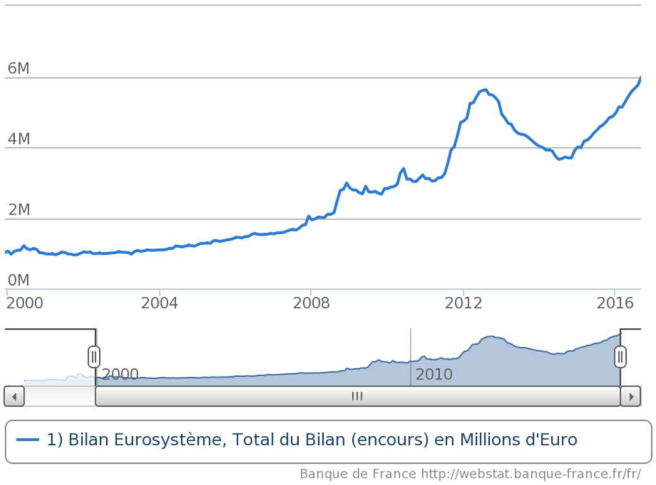
Qu'en est-il pour la période du QE (mars 2015 à décembre 2016) ?

[190] Affirmation inspirée de l'intervention de COUPPEY-SOUBEYRAN, J., Economiste, Maître de conférences à l'université de Paris-I-Sorbonne, lors de la conférence de Presse de lancement de la campagne Quantitative Easing pour le Peuple en France : https://www.youtube.com/watch?v=baGZEvNWF3s.

G.2.5.9. : Evolution de M3 en zone euro.



G.2.5.10. : bilan de l'Eurosystème (M0).

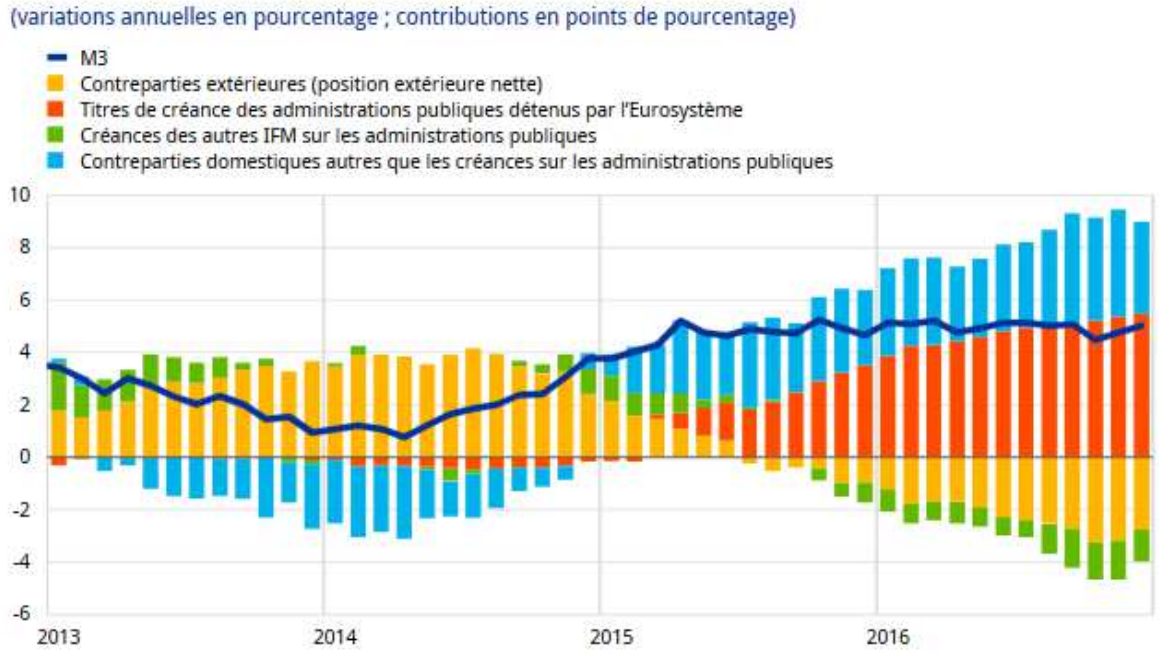


Source : Banque de France, http://webstat.banque-france.fr/fr/. [191]

La cassure du lien entre l'évolution de M0 et de M3 est également identifiable sur les graphiques ci-dessus. Sur G.2.5.10., entre mars 2015 et septembre 2016, le QE provoque une augmentation record de la base monétaire (M0) exprimée par le bilan de l'Eurosystème (+43%[192]), alors que l'augmentation de M3 (G.2.5.9.) pour la même période est, proportionnellement, beaucoup moins importante (+7,5%[193]).

[191] L'échelle de mesure de ces graphiques s'exprime en millions de millions d'euro, autrement dit 5M = 5 millions de millions = 5.000 milliards.
[192] +43,31% entre mars 2015 et septembre 2016. Calcul de l'auteur sur base du graphique G.2.5.7. Banque de France, http://webstat.banque-france.fr/fr/.
[193] +7,48% entre mars 2015 et septembre 2016. Calcul de l'auteur sur base du graphique G.2.5.6. Banque de France, http://webstat.banque-france.fr/fr/.

G.2.5.11. : M3 et ses contreparties.



Source : BCE.
Note : Les « contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques » incluent les engagements financiers à long terme des IFM (y compris le capital et les réserves), les concours des IFM au secteur privé et les autres contreparties.

Source : BCE, *Rapport annuel 2016*, Francfort, février 2017, p. 34 www.ecb.eu –rubrique : publication –rapport annuel- rapport annuel 2016, consulté le 25/04/2017.

Le graphique G.2.5.11. montre une croissance stable de M3 de 2015 à 2016 qui nous apprend deux éléments :

- La croissance stable de M3 est favorisée par :
    - Des prêts au secteur privé (en bleu) dont la croissance s'est progressivement redressée entre 2015 et fin 2016[194].
    - Les rachats massifs de titres publics par la BCE et les banques centrales nationales (en orange). Ceux-ci permettent de réduire les coûts de financement des Etats, mais ne sont pas directement injectés dans l'économie réelle.
- Mais l'évolution de M3 est principalement freinée par la sortie de capitaux de la zone euro liée à la position créditrice nette des banques vis-à-vis de l'extérieur de la zone

[194] Cela s'explique par le faible rendement des taux de long terme (les banques ont plus de motivation à prêter au secteur privé, plutôt qu'à détenir des obligations peu rentables). Cf. BCE, *Rapport annuel 2016*, Francfort, février 2017, p. 34 www.ecb.eu –rubrique : publication –rapport annuel- rapport annuel 2016, consulté le 25/04/2017.

euro (en jaune)[195]. En d'autres termes, les banques (principalement non résidentes), auxquelles la BCE rachète des titres publics européens, investissent cet argent à l'extérieur de la zone euro (et donc pas dans l'économie réelle de la zone euro)[196].

Ce graphique montre que le quantitative easing (QE) a permis, depuis 2015, une légère reprise des crédits au secteur privé, mais a paradoxalement renforcé la fuite des capitaux hors de la zone euro (puisque les rendements de longs termes en zone euro baissent, les capitaux sont attirés hors zone euro).

Par conséquent, le QE n'a ni rétabli le lien entre M0 et M3, ni réglé le problème d'acheminement des liquidités de la BCE vers l'économie réelle, même s'il a contribué à le réduire. Selon P. ARTUS, la part de ces liquidités qui n'est pas injectée dans l'économie réelle est, soit utilisée par les banques pour consolider leurs bilans, soit placée sur des actifs plus rentables, donc plus risqués, et alimente le risque de bulle financière. [197]

Encadré 13 : QE et changement climatique…

Afin de pousser les banques à prêter d'avantage aux PME[198], la BCE, depuis mars 2016, achète des obligations émises par des sociétés non bancaires. Selon une analyse de l'ONG Corporate Europe Observatory (CEO), la BCE ne met en place aucun critère éthique, écologique de sélection et achète principalement des obligations aux grandes entreprises polluantes (compagnies pétrolières, gazières, industries automobiles, etc.)[199]. Si rien ne

---

[195] Il s'agit en fait de *«la position créditrice nette des Institutions financières et monétaires (IFM) de la zone euro vis-à-vis des non-résidents » :* BCE, *Rapport annuel 2016*, Francfort, février 2017, p. 34, www.ecb.eu – *rubrique : publication - rapport annuel - rapport annuel 2016*, consulté le 25/04/2017.

[196] Plus précisément, l'évolution négative des barres jaunes du graphique G.2.5.11. *« reflète notamment la persistance de sorties de capitaux de la zone euro ainsi que le rééquilibrage des portefeuilles au profit d'instruments hors zone euro. (…) Les cessions d'emprunts publics de la zone euro par les non-résidents, dans le cadre du PSPP, ont apporté une contribution importante à cette tendance, car leurs produits ont été investis essentiellement en instruments hors zone euro ».* C'est pour cela que je mentionne principalement les banques non résidentes : BCE, *Rapport annuel 2016*, Francfort, février 2017, p. 35, www.ecb.eu, *rubrique : publication - rapport annuel - rapport annuel 2016*, consulté le 25/04/2017.

[197] Le mécanisme est le suivant : si la demande d'actifs risqués augmente fortement au fil du temps, les prix de ceux-ci vont augmenter au point de dépasser largement leurs valeurs réelles (c'est ce qu'on appelle la création d'une bulle financière). P. Artus met en avant le risque que, à la suite d'un choc exogène, ces banques se rendent compte que leurs actifs sont surcotés et qu'elles veuillent toutes s'en débarrasser en même temps, ce qui provoquerait une crise économique importante, au vu des masses d'argent placées. Cf. Interview de P. ARTUS (Natixis) : "La prochaine crise sera extraordinairement violente", le 1er février 2016, dans l'émission « la matinale des Echos » : https://www.youtube.com/watch?v=qqw4eBeUzQc.

[198] Dans le cadre du CSPP (Corporate sector purchase programme), la BCE espère, en achetant les obligations de ces (grosses) sociétés non bancaires, faire baisser leur rendement, afin d'encourager les banques à prêter aux PME.

[199] CORPORATE EUROPE OBSERVATORY, « The ECB's 'quantitative easing' funds multinationals and climate change », publié le 12/12/2016, https://corporateeurope.org – home- The ECB's 'quantitative easing' funds multinationals and climate change, consulté le 04/04/2017.

garantit que ces obligations auraient eu du mal à trouver preneur sur les marchés financiers, l'intervention de la BCE leur garantit des liquidités à moindre coût. Même si on sait que ça n'est pas prévu dans ses statuts, est-ce vraiment le rôle d'une banque centrale de faciliter le financement de multinationales, sans un minimum de critères éthiques ou écologiques ?

2.5.5.3. La stabilité financière.

Encadré 14. QE, recapitalisation furtive des banques.

Sur les marchés obligataires « il existe une relation inverse entre la valeur [le prix] d'une obligation et le niveau des taux d'intérêt courants et futurs ».[200] De sorte que si le taux d'intérêt d'une obligation diminue, alors son prix augmente (et inversement).

Par conséquent, puisque le QE de la BCE fait baisser les taux d'intérêt des obligations d'Etat, les banques qui détiennent ces obligations, se voient recapitalisées via l'augmentation de la valeur de celles-ci.

En plus de permettre aux banques d'assainir leurs bilans en rachetant certains de leurs actifs risqués, le QE a pour effet de recapitaliser toutes celles qui détiennent des obligations souveraines dont le prix devrait augmenter (cf. encadré 14).

Cet effet positif sur la stabilité financière, est néanmoins contrebalancé par le risque d'émergence de bulles financières, décrit au point précédent.

2.6. : Bilan de la politique monétaire : acte 1.

Si la politique monétaire de la BCE a permis d'atteindre sa cible d'inflation jusqu'à la crise de 2008, on constate depuis celle-ci que ce n'est plus le cas. L'instabilité financière, la menace déflationniste et la crise des dettes souveraines ont conduit la BCE à développer des politiques

[200] BLANCHARD,O.,COHEN, D., JONHSON, D., *Macroéconomie*, Montreuil, Pearson 6e édition, 2013, p. 309.

monétaires non conventionnelles (PMNCs), principalement en utilisant la taille de son bilan pour tenter de relancer la croissance et remettre l'inflation sur sa cible.

A l'instar de sa principale PMNC, le programme d'achat d'actifs, dit « quantitative easing » (QE), la BCE a déversé des quantités énormes de liquidités sur le marché bancaire.

Rien qu'entre mars 2015 et mars 2017, la BCE a acheté pour 1.680[201] milliards d'actifs dans le cadre du QE, sans compter les modalités de refinancement non conventionnelles (TLTRO et autres).

Baisse des taux d'intérêt de long terme, refinancement à moindre coût des dettes publiques, baisse du taux de change, nettoyage du bilan des banques commerciales… les effets positifs du quantitative easing et des autres PMNCs sont réels, mais sont-ils suffisants pour compenser les effets pervers qu'ils engendrent (augmentation des inégalités, intoxication du bilan des banques centrales, risques de création de bulles financières, achats d'actifs sans critères éthiques/écologiques…) ?

L'objectif principal de stabilité des prix n'est pas encore atteint[202] (même si on constate un relèvement de l'inflation). La difficulté de transférer les liquidités déversées sur le secteur bancaire à l'économie réelle atténue fortement les effets des PMNCs sur l'activité, l'investissement et l'inflation en zone euro. Le problème de cette situation, qu'on peut qualifier de « trappe à liquidité », n'est-il pas que les PMNCs, passent par le bilan des banques, et que leur réussite est totalement dépendante de la bonne volonté qu'auront, ou pas, les acteurs financiers à relancer le crédit dans un contexte de restrictions budgétaires?

En d'autres termes, les préceptes théoriques (théorie de la monnaie exogène) sur lesquels reposent les PMNCs [la base monétaire (M0) détermine la quantité de masse monétaire (M3) qui elle influence l'activité économique et le taux d'inflation] sont mis à mal par la crise et affaiblissent l'impact des PMNCs.

Finalement, dans le contexte de faible inflation de la zone euro, pour lui garantir un plus grand succès, la question de la politique monétaire ne devrait-elle pas être : comment mieux acheminer les liquidités de la BCE directement à l'économie réelle ?

---

[201] Calcul de l'auteur : 60 milliards / mois de mars 2015 à mars 2016 + 80 milliards/mois de mars 2016 à mars 2017. Plus de détails sur les montants de liquidité injectés dans le secteur bancaire à l'annexe n° 4.
[202] Pour rappel, cette analyse porte sur la période allant jusque décembre 2016.

Nous y reviendrons au chapitre trois, en proposant plusieurs éléments de réponses.

N.B.: Un autre élément d'analyse, qui explique la difficulté qu'a la BCE d'atteindre ses objectifs, est la nécessité de combiner des politiques budgétaires cohérentes, en soutien à la politique monétaire. L'articulation entre politique monétaire et politique budgétaire est reprise sous l'appellation « policy mix » qui sera développé au chapitre trois.

2.7. Regard critique sur la politique de la BCE.

Dans ce sous-chapitre, j'ai souhaité développer une analyse ouvertement critique des politiques menées par la banque centrale en zone euro de 2007 à décembre 2016. Afin de ne pas perdre le lecteur, je reprends ci-dessous des critiques s'inspirant d'un cadre théorique keynésien (conception active de la monnaie, hostile à une indépendance totale de la BCE, ouvert aux interventions de l'Etat dans l'économie, etc.). C'est en toute transparence que je n'aborderai pas les critiques « libérales » (d'inspiration ordo-libérale/ monétariste, à savoir : sous-tendant une conception neutre de la monnaie, hostile à toutes interventions de l'Etat dans l'économie, etc.).

Pour rappel, dans le point 2.5., nous avons mis en évidence les effets négatifs du quantitative easing de la BCE en termes d'augmentation des inégalités (2.5.4.), de risques de création de bulles financières (2.5.4.) et de financement privilégié d'industries polluantes (Encadré 13.). Quels sont les autres critiques ?

2.7.1.: La politique monétaire est de nature politique.

Le premier chapitre met en évidence que l'indépendance de la BCE se justifie par des courants de pensée qui considèrent que la politique monétaire relève de questions purement techniques, et que la BCE n'est pas amenée à prendre des décisions politiques. Mais est-ce réaliste, en cas de crise, alors que l'Europe ne possède pas de politique budgétaire commune ?

Comme la plupart des économistes proches du courant keynésien, Joseph STIGLITZ, dans son dernier ouvrage, affirme que *« la politique monétaire, malgré son apparence technique, est de nature politique »*[203]. Les effets négatifs cités ci-dessus (2.5.) devraient nous en convaincre, mais voyons sur quels points Stiglitz base son argumentation.

2.7.1.1. : Critique du choix de l'objectif prioritaire d'inflation.

[203] STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 188.

Rappel. La BCE est dotée d'un objectif prioritaire qui vise la stabilité des prix (une inflation proche mais inférieur à 2%). Ses objectifs secondaires (lutte contre le chômage, etc.) ne peuvent être poursuivis qu'à la condition de ne pas porter préjudice à l'objectif de stabilité des prix. C'est en ce sens que nombre d'observateurs parlent « d'objectif unique » de stabilité des prix.
Stiglitz fustige l'obligation qu'a la BCE de prioriser la lutte contre l'inflation. Selon lui, sans pour autant sous-entendre qu'on pourrait obtenir une relation mécanique entre inflation et chômage, l'arbitrage entre un objectif de lutte contre l'inflation et de lutte contre le chômage devrait être un choix politique, car en général :

- lutter contre l'inflation revient à favoriser les créanciers (banques, investisseurs de marché, etc.), au détriment de l'emploi (des travailleurs) [204].
- lutter contre le chômage revient à favoriser les débiteurs et les travailleurs au détriment des créanciers. La lutte contre le chômage passe par une baisse des taux d'intérêt, pour relancer la production et l'emploi en tolérant une *« inflation* [qui] *réduit la valeur réelle de ce que doivent les débiteurs, elle leur donne un coup de main aux dépens des créanciers »*[205].

S'interdire cet arbitrage en constitutionnalisant une règle qui privilégie l'objectif d'inflation, c'est de facto, favoriser les créanciers, même dans les situations où la conjoncture économique nécessiterait de prioriser l'objectif de plein emploi.

En d'autres termes, cela peut s'avérer économiquement insensé, particulièrement dans un contexte mondialisé, dans lequel les autres banques centrales n'ont pas les mêmes contraintes.

Exemple[206] d'effets pervers qu'engendre l'objectif unique anti-inflation de la BCE :

- Après la crise de 2008, nous avons vu au chapitre 2.3.2., que la BCE, à cause de son objectif d'inflation, n'a pu baisser ses taux aussi rapidement que sa consœur américaine[207].

- Les taux d'intérêt plus élevés en Europe ont entraîné une forte demande d'obligations européennes qui a engendré une appréciation de l'euro.

---

[204] *« La lutte contre l'inflation passe en général par une hausse des taux d'intérêt, qui réduit la croissance et nuit à l'emploi et aux travailleurs ».* STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 188.
[205] Idem, p. 188.
[206] Exemple cité dans : STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 184.
[207] La BCE a attendu fin 2013, pour baisser ses taux à 0.25%, alors que la Fed avait atteint ce taux dès décembre 2008.

- Cette appréciation a eu un effet négatif sur la production européenne, en freinant nos exportations (devenues plus chères), et un effet positif sur la production américaine qui a importé d'avantage en Europe (puisque l'action de la Fed avait déprécié le dollar).

- En d'autres termes, la concentration de la BCE sur le seul objectif d'inflation « *a permis aux Etats-Unis de se livrer à une dévaluation compétitive contre »*[208] l'Europe (via la hausse de l'euro). « *C'est une des raisons pour lesquelles la reprise a été plus forte aux Etats-Unis qu'en Europe; et une des raisons pour lesquelles l'Europe a végété* »[209].

Encadré 15 : Autres effets contre-productifs du mandat anti-inflation[210].

- Certaines hausses d'inflation peuvent être provoquées par une augmentation, isolée, du prix de l'énergie (par exemple). Dans ce cas, la banque centrale réagirait en haussant préventivement ses taux d'intérêt, infligeant ainsi, un ralentissement économique à des ménages et PMEs souffrant déjà d'une hausse du pétrole (double peine pour eux)[211].

- En cas de récession, les salaires réels se réduisent. Lorsqu'une reprise apparaît, les salaires réels se remettent à augmenter, jusqu'à ce que, par crainte d'une poussée inflationniste, la banque centrale ne décide de relever ses taux d'intérêt, entraînant une remontée du chômage *« à un niveau qui rend difficile tout nouveau progrès des salaires »*[212]. Une politique monétaire trop axée sur l'inflation peut contribuer indirectement à la baisse des salaires et donc, à la montée des inégalités.

L'inscription de la cible d'inflation dans le marbre des traités, ne permet pas à la BCE d'adapter celle-ci à la conjoncture économique, même si cela s'avérait nécessaire (pour l'intérêt général); et c'est d'autant plus handicapant, que cette cible n'est pas aussi rigide pour la plupart des autres

---

[208] STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 184.
[209] Idem, p. 184.
[210] Inspiré de : Idem, p. 184.
[211] Stiglitz précise à la note 11 de la page 184 : *« Il n'existe aucune théorie générale qui soutienne que la réaction optimale à une hausse des cours du pétrole doit être la réduction de la demande de tous les biens « non échangés » (hors commerce extérieur) afin qu'un indicateur particulier, le prix moyen pondéré, reste inchangé ».* STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 184.
[212] STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 189.

banques centrales du monde (même si la cible de 2% reste la « norme »). Par exemple, en Angleterre, le gouvernement a le pouvoir, dans des cas exceptionnels, de modifier le taux d'inflation ciblé[213] par la BoE.

Plus simplement, alors que la question du chômage est au programme de tous les partis politiques d'Europe, il est interpellant de constater que la BCE ait été conçue sur le postulat que sa politique monétaire, qui impacte directement le chômage, n'est pas de nature politique, et doit être gérée hors de la sphère démocratique.

2.7.1.2. : Subvention du secteur bancaire.

Depuis 2008, par ses opérations non conventionnelles de refinancement des banques (prêts massifs à des taux inférieurs à ceux du marché), et par ses programmes d'achat d'actifs, la BCE a inondé le secteur bancaire de la zone euro à coups de milliers de milliards de liquidité (plusieurs milliers de milliards de refinancement de long terme ainsi que 2.019 milliards d'achat d'actifs en 9 ans) [214]. Il s'agit du *« programme d'assistance publique au secteur privé le plus massif de tous les temps »*[215]. A l'heure où le moindre petit allocataire social doit se soumettre aux contrôles de ses autorités publiques, dans la plupart des cas, la BCE a aidé les banques presque sans conditions[216]. Elle agit sans prendre en compte leurs responsabilités dans la crise financière ou tout autre critère éthique, social, et il a fallu attendre 2014 pour qu'elle conditionne ses prêts, de manière à inciter les banques à prêter à l'économie réelle (TLTRO).

A l'heure où la BCE elle-même incite les gouvernements à prendre des mesures d'austérités (cf. ci-dessous : 2.6.1.3.), où l'austérité pousse les gouvernements à couper dans la plupart des

---

[213] *« The legislation provides that if, in extreme circumstances, the national interest demands it, the Government has the power to give instructions to the Bank on interest rates for a limited period »*. BANK OF ENGLAND, *Monetary policy framework* : http://www.bankofengland.co.uk, consulté le 2 mai 2017, rubrique : home-Monetary Policy - Monetary Policy Framework.

[214] Calcul de l'auteur détaillé en annexe 4. Il s'agit d'une estimation qui aboutit à un total de plusieurs milliers de milliards de refinancement non conventionnel (LTRO, VLTRO, etc.) auquel il faut ajouter les montants prêtés dans le cadre des TLTROs, ainsi qu'à 2.019,6 milliards de rachat d'actifs aux banques (quantitative easing : SMP, CBPPs, CSPP, ASBPP, PSPP) entre 2008 et mars 2017. Cf. Annexe 4.

[215] STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 184.

[216] Les banques bénéficiant d'aides peuvent faire ce qu'elles veulent avec l'argent fraîchement obtenu, tant qu'elles respectent les règles bancaires en vigueur (y compris celles de l'Union bancaire), qu'elles fournissent les garanties éligibles (en cas de prêt) et qu'elles respectent leur ratio minimal de réserves obligatoires. Elles ne sont pas contraintes d'utiliser l'argent dans l'économie réelle (excepté pour le TLTRO), de respecter d'autres critères d'investissements éthiques /écologiques, de modifier leur mode de fonctionnement interne et rien n'empêche de le redistribuer en salaires ou en dividendes.

aides sociales, et malgré le fait que la crise de 2008 ait mis en évidence le comportement irresponsable des banques, les questions de pertinence, de modalités (conditionnalités, exigences vis-à-vis des banques aidées en terme de fonctionnement, de réduction des salaires, etc.), d'impact (sociétal, environnemental, systémique) et d'ampleur de ces programmes d'aides (publiques !) échappent à tout débat démocratique.

Ce constat pourrait faire éclore un dangereux sentiment d'injustice chez les citoyens, à qui la BCE impose rigueur et austérité, tandis qu'elle se montre complaisante envers les banques.

2.7.1.3. : Ingérence de la BCE dans la vie politique des Etats.

Selon ses statuts, la BCE est indépendante du monde politique. Cette indépendance est respectée par les Etats (qui n'ont aucun moyen de la solliciter), mais est-elle respectée dans le sens inverse ? La BCE intervient-elle dans les décisions politiques des Etats européens ?

2.7.1.3. A. : BCE et Etats, des aides conditionnées…

Pour répondre à cette question, nous nous baserons sur les travaux de A. VITERBO[217], qui met en évidence la présence de conditionnalités implicites et explicites dans les politiques de la BCE.

Conditionnalités implicites : il s'agit de conditions qu'on pourrait qualifier d'« officieuses », c'est-à-dire, qui ne relèvent pas clairement du cadre juridique officiel de la BCE, mais plutôt du pouvoir discrétionnaire que se donne celle-ci sur base de l'interprétation qu'elle fait de son mandat. Selon A. VITERBO, la BCE a appliqué des conditionnalités implicites sur trois de ses instruments : sa politique de crédit easing[218], sa politique d'assistance de liquidité d'urgence

---

[217] Professeur associé de droit international à l'université de Turin. Cf. VITERBO, A., « Legal and Accountability Issues Arising from the ECB's Conditionality », in *European Papers*, en ligne, Vol. 1, 2016, No 2, pp. 501-531 ; www.europeanpapers.eu, consulté le 15 juin 2017.

[218] En échange des prêts qu'elle accorde aux banques, la BCE exige des titres en garantie (*collateral*), qu'elle considère acceptables ou non, sur base de critères d'éligibilités (Cf. 2.3.4.). Lorsqu'elle évalue l'éligibilité des obligations d'un Etat en difficulté, VITERBO démontre que la BCE prend en compte l'acceptation ou non, par ces Etats, des conditions d'austérités liées aux programmes d'aides de l'UE/FMI auxquels ils sont soumis. Si l'Etat accepte ces dernières conditions, ses obligations pourront plus facilement être considérées comme garanties éligibles. Si l'auteure reconnaît que la décision d'accepter ou non des titres en garantie relève du

(ELA)[219] ainsi que son programme Securities Market Programme (SMP).[220] De plus, dans le cadre du SMP, il est arrivé à la BCE de faire d'importants profits sur le rachat d'obligations d'Etats en difficultés.[221] L'Eurogroupe, avec la complicité du SEBC, a décidé, sous la pression des critiques, de transférer les profits réalisés par la BCE sur la dette grecque, à la banque de Grèce, à condition que la Grèce respecte la mise en œuvre des mesures d'austérités imposées par le programme de la Troïka.

Conditionnalités explicites : les observations de A. VITERBO sont confirmées par le fait que la BCE a décidé de passer à des conditions officielles, intégrées au cadre légal de ses programmes OMT[222], et PSPP[223]. Tout d'abord, l'accès à l'OMT, programme clé de la BCE, est conditionné au fait que le pays demandeur ait sollicité l'aide du Mécanisme Européen de Stabilité[224] (MES). Or ce MES, prévu pour aider les Etats touchés par la crise, à se refinancer, octroie des prêts financiers uniquement en échange de *« profondes réformes économiques*

---

pouvoir discrétionnaire légitime de la BCE, elle affirme qu'on peut, tout de même, se demander si la BCE n'a pas usé de ce pouvoir comme d'un moyen d'action politique. *« The ECB Governing Council considered compliance with EU/IMF conditionality relevant to assess the adequacy as collateral of sovereign bonds issued by Euro area countries in distress. However, even if collateral decisions can be considered a legitimate exercise of discretionary power, it may be argued that the latter was stretched to the point of becoming a true political action ».* VITERBO, A., « Legal and Accountability Issues Arising from the ECB's Conditionality », in *European Papers*, en ligne, Vol. 1, 2016, N° 2, p. 528 ; www.europeanpapers.eu, consulté le 15 juin 2017.

[219] Nous expliquons au point 2.7.1.3.B. que la BCE a menacé officieusement plusieurs Etats de couper ses aides de liquidités d'urgence si ceux-ci n'appliquaient pas les politiques recommandées par la Troïka ou la BCE elle-même. Cf. 2.7.1.3.B.

[220] *« Alors qu'il n'existe aucune trace de conditionnalité dans le cadre légal du programme SMP, la BCE a conditionné, officieusement, le rachat d'obligations souveraines d'Etats en difficultés à l'adoption de réformes économiques, budgétaires et structurelles par ceux-ci ».*Texte original : *« For what concerns the SMP, although no reference to conditionality was contained in the relevant legal framework, sovereign bond purchases were conditioned to the timely adoption of economic, fiscal and structural reforms by the country issuing the bonds ».* VITERBO, A., « Legal and Accountability Issues Arising from the ECB's Conditionality », in *European Papers*, en ligne, Vol. 1, 2016, N° 2, p. 529 ; www.europeanpapers.eu, consulté le 15 juin 2017.

[221] Entre 2009 et 2012, dans le cadre des programmes CBPP et SMP, la BCE a acheté 276 milliards d'actifs (des obligations privées, mais aussi grecques, portugaises, irlandaises, etc.). Une partie de ces obligations ont été achetées au « rabais », puisque la valeur de celles-ci était dépréciée. Au vu des intérêts élevés associés à ces obligations et du rabais obtenu à l'achat, *« s'il n'y a pas de défaut de paiement et que les obligations sont détenues jusqu'à maturité, ces programmes devraient générer un gain net d'environ 70 à 80 milliards, dont 9 milliards sur la dette grecque ».* « Assuming no further defaults, these programs should generate a net gain of around €70bn - €80bn, including €9bn on the Greek debt ». VITERBO, A., « Legal and Accountability Issues Arising from the ECB's Conditionality », in *European Papers*, en ligne, Vol. 1, 2016, N° 2, p. 522 note 88 ; www.europeanpapers.eu, consulté le 15 juin 2017.

[222] L'Outright Monetary Transaction, mis en place en 2012, n'a jamais dû être activé mais sa simple annonce a ramené la stabilité sur le marché des obligations souveraines. Il consiste à racheter des titres (des Etats en difficultés) sur les marchés des dettes souveraines (cf. 2.4.).

[223] Public sector purchase programme : part du quantitative easing qui vise à racheter les obligations d'Etats sur le marché secondaire.

[224] Le MES a été conçu pour *« assurer une assistance financière aux Etats de la zone euro n'arrivant plus à se refinancer sur les marchés ainsi qu'à leurs secteurs bancaires »* : FONTAN, C., « La BCE et la crise du capitalisme en Europe », in La vie des idées, en ligne, rubrique essais et débats, 24 février 2015, p. 3, http://www.laviedesidees.fr/.

marquées par le sceau de l'austérité, telles que la diminution des salaires versés aux fonctionnaires et la privatisation d'infrastructures publiques »[225].

Ensuite, les pays dont la notation financière est insuffisante voient leurs obligations d'Etat rachetées par le quantitative easing de la BCE (PSPP) uniquement *« à condition qu'ils bénéficient d'une aide de l'UE et du FMI »*[226]. Cette aide implique également la mise en application de politiques économiques d'austérités.

Par conséquent, au travers des conditionnalités, tant implicites (2008-2012) qu'explicites (2012-2017), qu'elle intègre dans ses politiques monétaires non conventionnelles, la BCE impose aux gouvernements d'Etats en difficultés, l'application des politiques économiques (d'austérités) recommandées par les programmes « d'aides » européens (Troïka, UE-FMI, MES). La mise en place de telles réformes devrait pourtant relever de la souveraineté politique d'un parlement national.

2.7.1.3. B : BCE la matraque de l'Europe ?

Durant la période 2008-2016, la BCE s'est illustrée par une série d'ingérences, soit seule, soit dans le cadre de son mandat au sein de la Troïka.

La BCE et la crise Irlandaise : « A bomb will go off »

En 2010 l'Irlande subit une crise bancaire de plein fouet. Ses banques sont au bord de la faillite et l'Etat doit les sauver. Il envisage différentes possibilités, notamment celle de faire *« supporter aux détenteurs d'obligations certains coûts de la restructuration*[227] *des banques*

[225] FONTAN, C., « La BCE et la crise du capitalisme en Europe », in La vie des idées, en ligne, rubrique essais et débats, 24 février 2015, p. 3, http://www.laviedesidees.fr/.
[226] CŒURÉ, B., « La fascination pour la BCE prospère dans le vide du politique », in *L'Economie politique, n°* 66, avril 2015, p. 9.
[227] Un plan de restructuration *« nécessite un effort ou un sacrifice des parties prenantes. Il sera généralement constitué d'une recapitalisation (souvent souscrite par les anciens actionnaires) et d'une renégociation des créances. Les créanciers pourront ainsi accepter un abandon partiel de la dette, un moratoire sur les intérêts ou encore un rééchelonnement des remboursements ».* Cf. : Les Echos- lexique financier- restructuration ; https://www.lesechos.fr, rubrique : Finance-Marché, Lexique financier, restructuration, consulté le 12 avril 2017.

[Irlandaises] »[228]. En l'apprenant, la Troïka, menace l'Irlande, par la voix de J. C. Trichet (via la célèbre formule « a bomb will go off »[229]), de couper ses aides de liquidités d'urgence (ELA) aux banques irlandaises (ce qui signifiait la sortie de l'Irlande de la zone euro) si elle faisait payer les grands détenteurs d'obligations (dont une bonne partie est composée de grandes banques européennes).

Ce faisant, la Troïka, en plus du lot de mesures d'austérité que son intervention implique, a contraint l'Irlande à faire payer l'intégralité du sauvetage de ses banques aux citoyens irlandais, alors qu'il aurait été possible de faire contribuer les créanciers les plus importants qui avaient pris le risque d'acheter ces obligations. Le ratio dette/PIB de l'Irlande est passé de 24% en 2007 à 95.2% en 2015[230].

En 2016, le rapport d'une commission d'enquête parlementaire sur la crise irlandaise confirme que la BCE a exercé des « pressions excessives »[231] sur le gouvernement. Il met en évidence que le FMI avait accepté de faire participer les détenteurs d'obligations[232], mais que c'est bien la BCE qui a menacé le gouvernement pour l'en empêcher[233].

Il est à noter qu'il a fallu attendre novembre 2014[234], une fuite dans l'Irish Times et une demande explicite du Parlement européen[235], pour que la BCE accepte de publier la lettre de menace de Trichet au Gouvernement irlandais.

---

[228] Cf. note 28 : STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p 184.

[229] Trichet a secrètement écrit au Ministre des finances irlandais en « *l'avertissant qu'une bombe économique (« a bomb will go off ») allait exploser à Dublin s'il décidait d'imposer des pertes aux détenteurs senior d'obligations* ». (*the former ECB president warned him an economic bomb would go off in Dublin if he pursued the option of imposing losses on senior bondholders.)*: BARDON, S., « Noonan told 'bomb would go off' if bondholders burned », in *The Irish Times,* en ligne, 10/09/2015 ; http://www.irishtimes.com, consulté le 11 avril 2017.

[230] STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 191.

[231] Undue pressure :*« The ECB nevertheless put the government under undue pressure to enter a programme, but also insisted that there would be no burden sharing with bondholders. ».* HOUSE OF THE OIREACHTAS, « REPORT of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis », volume 1 : Report, Dublin, January 2016, p. 4.

[232] « IMF mission staff favoured imposing losses on senior bond holders in October/November 2010 as part of Ireland's negotiations for a Troika Programme. That position was also held by the Irish Government ». HOUSE OF THE OIREACHTAS, « REPORT of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis », volume 1 : Report, Dublin, January 2016, p. 17.

[233] « The withdrawal of ELA was used as an explicit threat to prevent the Government from imposing losses on senior bondholders in March 2011 ». Idem.

[234] GODIN, R., « La BCE a bien exercé un chantage sur le gouvernement irlandais en 2010 », in *La Tribune*, en ligne, 06/11/2014 ; http://www.latribune.fr, consulté le 11/04/2017.

[235] « [Le parlement européen] *prie la BCE de publier, comme le lui demande le Médiateur européen, la lettre que Jean-Claude Trichet a adressée le 19 novembre 2010 au ministre des finances irlandais de l'époque ».*

Lettre secrète à Zapatero.

En août 2011, alors que l'Espagne est dans le viseur des marchés, Jean Claude Trichet, ex-président de la BCE, envoie une lettre secrète au Premier ministre espagnol en affirmant *« qu'il était prêt à aider les banques espagnoles si, et seulement si, le gouvernement de Madrid acceptait de promulguer des réformes du marché du travail qui conduiraient à une réduction des salaires et de la sécurité de l'emploi »*[236].

La Grèce

Il y a beaucoup à dire sur la Grèce, mais tenons-nous en à trois éléments principaux :

1). Durant la crise, la BCE a fait partie de la Troïka (BCE, Commission européenne, FMI), instance créée, en 2010, pour mettre en place des plans de sauvetage en Grèce (puis dans d'autres pays). Le rôle qu'elle y a joué a été *« fortement critiqué par une commission d'enquête du Parlement Européen qui a noté que la BCE dépassait, de loin, ses compétences monétaires en participant à la définition d'un vaste éventail de réformes, s'étendant de la libéralisation de secteurs professionnels aux politiques de santé »*[237].

Le rapport parlementaire, qui date du 13 mars 2014, met également en évidence que la BCE a exercé *« (…) une pression sur les décideurs au moyen de ses politiques* [monétaires] *(…) »*[238].

PARLEMENT EUROPEEN, *Résolution du Parlement européen du 13 mars 2014 sur le rapport d'enquête sur le rôle et les activités de la troïka (BCE, Commission et FMI) dans les pays sous-programme de la zone euro,* Strasbourg, adopté le 13 mars 2014, art. 54.

[236] La lettre, publiée dans les mémoires de Zapatero, mentionnait la suppression du mécanisme d'indexation des salaires, ainsi que la création de contrat de travail flexible, prévoyant des facilités de licenciements. Elle ciblait également la politique budgétaire en appelant à un respect plus rigoureux que les règles officielles de la zone euro. Trichet écrivant : *« Le gouvernement doit prouver clairement par des actes, son engagement inconditionnel à atteindre ses cibles de politiques budgétaires, quelle que soit la situation économique »* Cf. note 24 : STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 184.

[237] FONTAN, C., « La BCE et la crise du capitalisme en Europe », in La vie des idées, en ligne, rubrique essais et débats, 24 février 2015, p. 5 ; http://www.laviedesidees.fr/

[238] *« tout au long de la crise, la BCE détenait des informations capitales sur la santé du secteur bancaire et la stabilité financière générale, et qu'elle a par la suite exercé en connaissance de cause une pression sur les décideurs au moyen de ses politiques, du moins dans le cadre de la restructuration de la dette grecque, la BCE ayant exigé la suppression des clauses d'action collective inscrites dans les obligations souveraines qu'elle détenait, de la fourniture de liquidités d'urgence à Chypre et de la non-participation des porteurs d'obligations privilégiées aux opérations de renflouement en Irlande, (…) ».* PARLEMENT EUROPEEN, *Résolution du Parlement européen du 13 mars 2014 sur le rapport d'enquête sur le rôle et les activités de la troïka (BCE, Commission et FMI) dans les pays sous-programme de la zone euro,* Strasbourg, adopté le 13 mars 2014, art. 54.

2). L'événement le plus marquant dans la « Crise grecque » a été le refus par la BCE d'agir en préteur en dernier ressort de la Grèce.

Le contexte est le suivant : durant l'été 2015, les banques grecques survivaient uniquement grâce à l'apport de liquidité d'urgence (ELA) que lui fournissait la BCE. Le Gouvernement grec (Syriza) négociait, avec la Troïka et l'Eurogroupe (ministres des finances de la zone euro), un nouveau plan d'aide contenant moins d'austérité. C'est durant ces négociations que la BCE a fait monter la pression, en refusant d'augmenter l'apport de liquidités d'urgences (ELA) aux banques grecques. Par cette décision, la BCE a provoqué la fermeture de celles-ci, tout en menaçant, en coulisse, *« d'imposer des coûts encore plus lourds à la Grèce si elle ne se pliait pas aux exigences de la Troïka. La BCE était devenue la matraque de l'Europe, l'arme par laquelle on forçait la Grèce à accepter ce que voulait la Troïka »*[239].

D'après Yanis VAROUFAKIS[240], M. DRAGHI, même s'il affirmait le contraire (cf. Encadré 16), n'était pas sûr de la légalité de la décision de la BCE. Il aurait commandé un rapport auprès d'un bureau d'avocats indépendant, pour savoir si l'action de la BCE (décrite ci-dessus) était légale ou pas. Malgré les demandes de l'euro-député F. DE MASI, M. DRAGHI refuse de publier ce rapport. En réaction, une campagne ainsi qu'une pétition ont été lancées afin de pousser la BCE à le publier[241].

N.B. : Ces événements ont eu lieu après et malgré la publication du rapport du Parlement européen qui dénonçait, déjà en 2014, les pressions de la BCE à l'égard des gouvernements (cf. ci-dessus).

Encadré 16 : Point de vue de la BCE.

Face à ce genre d'accusations, B. Coeuré[242], se défend en affirmant que *« ce n'est pas à la BCE ou à la Banque centrale de Grèce de financer le gouvernement grec (…) ce serait illégal* [contraire au traité] *(…) mais aussi parce que la décision inverse- financer le gouvernement le temps qu'un accord politique soit trouvé- serait un contournement de la décision de l'Eurogroupe. Ce dernier, qui représente des gouvernements démocratiquement élus, a*

[239] STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 191.
[240] Economiste et ex-ministre grec des finances, co-fondateur du mouvement DiEM25 (Democracy in Europe Movement 2025).
[241] Cf. DiEM25, #TheGreekFiles : https://diem25.org/home-fr/, consulté le 23 mai 2017, rubrique : campagnes-#TheGreekFiles.
[242] Membre du directoire de la BCE.

décidé de ne pas accorder de prêt relais au gouvernement grec : de quel droit la BCE, qui n'a pas de mandat politique, le ferait-elle ? »[243].

On constate que l'action de la BCE peut être interprétée de manière diamétralement opposée. Cela n'enlève rien au fait que, selon le rapport parlementaire européen (cf. note 238), la BCE a déjà enfreint son mandat dans le cas de l'Espagne et de l'Irlande (en faisant pression sur les gouvernements).

3). En 2012, la Grèce a eu besoin de restructurer ses obligations. Les banques, prudentes, souvent de taille modeste, qui possédaient des obligations grecques avaient acheté des assurances (CDS[244]) qui leur garantissaient de compenser la perte potentiellement causée par un défaut de paiement. Ces banques, lorsque les obligations grecques ont dû être restructurées, espéraient toucher le manque à gagner sur celles-ci en faisant valoir leurs assurances.

« Néanmoins, la BCE a exigé que la restructuration soit faite de façon à ne pas déclencher les CDSs »[245]. La raison était double :

- En général, ce sont les grandes banques qui avaient vendu ces assurances (CDS) à leurs consœurs. De sorte qu'en cas de restructuration, de pertes, ce sont les grandes banques qui allaient devoir payer la compensation garantie par les CDS aux banques à qui elles en avaient vendues.

- « La BCE se souciait des grandes banques qui avaient vendu ces produits d'assurance-essentiellement pour parier et spéculer sur la capacité de la Grèce à payer ses dettes - plus que des banques ordinaires qui les avaient achetés ».[246]

Ce troisième exemple de la crise grecque, montre que là encore, le choix de privilégier les grandes banques aux dépens des plus modestes, -qui pourtant s'étaient assurées contre les risques (ce qui est préconisé par les règles de bonne gestion)- relève, d'après Stiglitz, d'un choix politique plus que d'une justification théorique ou technique.

---

[243] *CŒURÉ, B.,* « La fascination pour la BCE prospère dans le vide du politique », in *L'Economie politique,* n° 66, avril 2015, p. 15.
[244] Credit default swaps (CDS) : dérivés sur événement de crédit : outil financier qui permet de s'assurer contre le risque de défaut de paiement à l'égard d'un titre qu'on possède. Cf. STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, pp. 194-195.
[245] STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 195.
[246] Idem, p. 195.

Encadré 17 : La question de la représentativité.

Admettons un instant qu'il existe un consensus absolu pour affirmer que la politique monétaire n'est pas de nature politique, qu'une banque centrale totalement indépendante est le meilleur moyen d'avoir une politique monétaire efficace. Personne ne remettrait plus en question le statut d'indépendance, cependant ne resterait-il pas la question du conflit d'intérêts et de la représentativité ?

- Certains pays ont par exemple interdit *« aux professionnels du secteur financier de siéger au conseil de la banque centrale »*[247], afin d'éviter le risque de conflit d'intérêts.

- D'autres pays *« exigent la présence de représentants des syndicats »*[248], afin de diversifier les points de vue sur la politique monétaire et l'impact qu'elle a sur le monde du travail.

Ce genre d'exemple montre qu'il y a plusieurs manières de gérer une banque centrale indépendante. Force est de constater que la BCE ne s'est pas dotée de toutes les garanties pour éviter certains de ces risques.

2.7.1.B. Conclusion.

Ces trois derniers exemples (irlandais, espagnol, grec), et il y en a d'autres (italiens, chypriotes)[249], nous montrent que la BCE a joué, souvent dans une opacité volontaire, un rôle éminemment politique. Dans les deux premiers cas, elle a fait pression sur les gouvernements pour qu'ils adoptent certaines politiques; tandis que dans le cas de la Grèce, elle a d'abord dicté les politiques à mener (au sein de la Troïka entre 2010-2015) pour ensuite, arrêter les aides d'urgences (ELA), faisant de facto, volontairement ou non, pression sur le gouvernement qui négociait un accord avec l'Eurogroupe.

---

[247] STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 198.
[248] Idem, p. 198.
[249] Une lettre secrète, du même type que celles mentionnées plus haut, aurait également été envoyée au premier ministre italien. De plus, le rapport d'enquête du parlement européen mentionne des pressions exercées par la BCE à l'égard du gouvernement chypriote, via la même menace de réduction des aides de liquidités d'urgences (ELA). Cf. PARLEMENT EUROPEEN*, Résolution du Parlement européen du 13 mars 2014 sur le rapport d'enquête sur le rôle et les activités de la troïka (BCE, Commission et FMI) dans les pays sous-programme de la zone euro,* Strasbourg, adopté le 13 mars 2014, art. 54.

Ces exemples prouvent que la BCE prend des postures de nature politique.

En cas de crise, la BCE a le pouvoir de « subsidier » massivement le système bancaire (LTRO, quantitative easing), sans soumettre les modalités de ces aides à un quelconque débat démocratique. Mais surtout, en acceptant ou non de fournir des liquidités d'urgence (ELA) aux banques en difficultés, elle *« décide en fait de la vie ou de la mort du système bancaire du pays. Aucune décision ne pourrait être plus politique. Aucun manuel technique n'existe sur la question ; ces décisions sont une affaire de jugement »*[250].

Pour la fin de l'indépendance.

Par conséquent, si la politique monétaire est de nature politique, que ses arbitrages ont des conséquences sur la répartition des richesses et sur le peuple, ceux qui la gèrent doivent être responsables devant une autorité politique (qui a un pouvoir de sanction). Au moins pour deux raisons :

- Si on veut qu'une banque centrale reflète l'intérêt général de la société, il faut la mettre à l'abri du risque de *capture cognitive* : *« La simple proximité de la direction et du personnel des banques centrales avec les* [professionnels des] *marchés financiers privés et l'enchevêtrement des parcours - symptôme inévitable des portes tournantes - garantit une convergence de priorités et de perspectives »*[251]entre le monde financier et les banquiers centraux. M. DRAGHI, l'actuel président, a eu un poste à haute responsabilité chez Goldman Sachs international. Une structure décisionnelle plus démocratique garantirait que l'intérêt du peuple soit d'avantage pris en compte à la BCE.
- La manière dont la BCE hiérarchise ses objectifs, ou fixe la cible d'inflation de sa politique monétaire, implique de sacrifier plus ou moins fort, l'emploi, et impacte l'ensemble de la population. Dès lors, il serait bon que cette population ait son mot à dire.

Finalement, la crise, et les différents arguments repris ci-dessus mettent sérieusement en doute les théories sur lesquelles repose la forte indépendance de la BCE. Une politique monétaire qui poursuit le seul objectif de stabilité des prix n'est pas toujours pertinente, et ce n'est pas non plus une question purement technique. Quant à ceux qui pensent qu'une banque centrale non indépendante risquerait de « faire tourner la planche à billets avant chaque élection », c'est vite

---

[250] STIGLITZ, J. E., *L'Euro - comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016, p. 191.
[251] Idem, p. 194.

oublier que ce risque existe déjà avec la politique budgétaire[252] (qu'on ne retire pourtant pas de la sphère politique), et qu'il existe un large éventail de dispositions entre l'indépendance totale et le statut de service public soumis inconditionnellement aux desiderata d'un gouvernement.

[252] *« Tous les gouvernements sont pareillement incités à dépenser avant une élection. Personne n'a proposé de retirer le pouvoir de dépenser aux gouvernements pour prévenir toute « inconduite ».»:* idem, p. 198.

Chapitre 3 : Réforme.

Dans ce chapitre, en complétant le bilan de la politique monétaire réalisé précédemment, nous allons proposer une série de réflexions et d'options alternatives sur ce que pourrait être, ou ce que devrait idéalement être, la future politique monétaire de la BCE.

3.1. Quelle réalité pour la politique monétaire actuelle et future de la BCE?

Encadré 18 : Rappel des constats faits précédemment :

- Jusqu'en 2008, la BCE a rempli sa mission de stabilité des prix.

- La crise a engendré une période de déflation en zone euro et a, de ce fait, montré les limites du mandat prioritaire de la BCE en matière de lutte contre l'inflation, car cela n'a pas permis de garantir la stabilité des prix et a aggravé la situation économique de la zone euro. La crise a poussé la BCE à s'éloigner de ses doctrines fondatrices en mettant en place des politiques monétaires non conventionnelles (PMNC), dans le respect de ses statuts, en vue de sortir de la déflation et de stabiliser le système financier.

- L'action de la BCE a permis de sortir la zone euro de la crise des dettes souveraines (voire de sauver l'euro en 2012), mais n'a pas permis de relancer la croissance durablement ni de remettre l'inflation sur sa cible. L'augmentation importante de la base monétaire (M0), via les PMNCs, n'a pas eu l'effet attendu sur le niveau et le contenu de la masse monétaire (M3) puisque les crédits au secteur privé n'ont pas connu d'augmentation proportionnellement équivalente (à M0). Cela s'explique par le fait que l'argent (M0) injecté par la BCE dans le système bancaire n'a pas été suffisamment transféré à l'économie réelle par les banques privées. Ces banques ont préféré utiliser cet argent frais pour renforcer leurs bilans et/ou acheter des actifs plus rentables, mais plus risqués, ce qui représente un risque pour la stabilité financière.
- En d'autres termes, en zone euro, la relation entre niveau de la base monétaire (M0), de la masse monétaire (M3) et de l'inflation est rompue. Cela met à mal la théorie monétariste sur laquelle est basée la politique de la BCE : à savoir que M0 détermine M3 qui détermine le niveau d'inflation.

Pour ces différentes raisons nous avons clôturé le point 2.6. en soulignant que le défi actuel de la BCE était d'arriver, à l'avenir, à faire en sorte que les liquidités qu'elle crée atteignent effectivement l'économie réelle. En d'autres termes, il s'agit d'arriver à sortir la zone euro de sa situation de « trappe à liquidités ».

3.1.1. Bilan de la politique monétaire : acte 2, le policy mix.

Dans un discours d'août 2014, alors que le chômage frôlait les 12% et que l'inflation passait sous la barre des 0,4%, Mario DRAGHI avertit les Etats que la BCE faisait sa part, mais que seule, elle ne pourrait pas tout. *« Si la politique budgétaire pouvait jouer un rôle accru parallèlement à la politique monétaire, l'orientation globale de cette dernière en serait facilitée »*[253]. Il appelait les dirigeants européens à *« utiliser leurs marges de manœuvre budgétaires, à se coordonner et à mettre en œuvre « un vaste programme d'investissement public » »*[254].

Encadré 19 : Draghi reconnaît le handicap qu'implique les statuts de la BCE.

Dans le même discours, M. Draghi reconnaît que *« la zone euro pâtit de l'efficacité et de la disponibilité moindres de la politique budgétaire, en particulier par rapport aux autres économies avancées. Cela s'explique par le fait que les banques centrales de ces pays ont pu agir - et ont agi - en tant qu'instance de soutien des financements publics »*[255]. Ce faisant, il reconnaît lui-même que les statuts « ultra indépendants » de la BCE constituent un handicap dans la lutte contre le chômage de la zone euro. Contrairement à ses consœurs, elle ne peut soutenir directement le financement public.

L'articulation optimale entre politique budgétaire et politique monétaire, dans le but de poursuivre des objectifs économiques, s'appelle le « policy mix ». M. Draghi, par ce discours, explique que la politique monétaire ne saurait sortir à elle seule la zone euro du marasme et

[253] BCE, « Le chômage dans la zone euro », Discours de M. Mario Draghi, président de la BCE, au symposium annuel des banques centrales, Jackson Hole, le 22 août 2014.
[254] MOATI, S., « Mario Draghi ou le pouvoir du verbe », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 6.
[255] BCE, « Le chômage dans la zone euro », Discours de M. Mario Draghi, président de la BCE, au symposium annuel des banques centrales, Jackson Hole, le 22 août 2014, p. 2.

appelle précisément à établir un policy mix au service de la croissance, de l'emploi mais surtout au service d'une durable stabilité des prix.

3.1.2. Quel policy mix pour la zone euro ?

Si le discours de M. DRAGHI n'a pas été suivi d'effets majeurs sur le plan de la coordination des politiques budgétaires, la commission européenne a lancé en 2015 son « plan Juncker », un plan d'investissement à l'échelle européenne. A peine annoncé, il en était réduit, par certains, à n'être qu'*«un timide pas »*[256] en direction du vaste plan d'investissement réclamé par M. DRAGHI.

Qu'en est-il réellement ?

3.1.2.1. Analyse du plan Juncker.

Le plan Juncker vise à générer 315 milliards d'investissement de 2015 à 2017, mais en ne mobilisant - absence de politique budgétaire commune oblige - que 21 milliards de fonds publics européens préexistants. Parce qu'ils serviront de garantie contre le risque d'investissement, la commission a calculé que ces 21 milliards pourraient bénéficier d'un effet de levier qui multiplierait ce montant par 15, en entraînant des investissements, principalement du secteur privé, à hauteur de 315 milliards, sans toutefois pouvoir en être certaine[257]. La logique est la suivante : *« Les entreprises privées (…) sauront que les risques d'investissements seront de toute façon couverts par la tranche initiale du Fonds* [les 21 milliards] *et donc, par de l'argent public. Cette certitude devrait inciter les entreprises privées à se risquer dans des projets productifs non satisfaits et non financés jusque-là »*[258].

---

[256] Sandra Moati, rédactrice en chef de la revue l'Economie politique. MOATI, S., « Mario Draghi ou le pouvoir du verbe », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, p. 6.

[257] *« D'après les projections de la Commission, les 21 milliards initiaux donneront lieu à 63 milliards de prêts (x 3), qui devraient à leur tour entraîner le secteur privé à réaliser les 315 milliards d'investissements annoncés (x 5, soit au total x 15) » :* SAUSSAY, A., « Plan Juncker : donnez-moi un levier et je soulèverai le monde », in le blog de l'ofce, 16 décembre 2015, consulté sur : http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/, le 26 avril 2017.

[258] CUSTERS, R., « Plan Juncker : une illusion », Gresea, avril 2015, texte disponible à l'adresse : http://www.gresea.be/spip.php? article1365, consulté le 7 mai 2017.

Une étude de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) démontre dès février 2016, que ce plan arrive trop tard après la crise, l'économie de la zone euro s'étant déjà trop enlisée. Pour qu'il soit plus efficace, il aurait fallu qu'il soit déployé plus tôt ou qu'il soit plus ambitieux[259]. En comparaison, les auteurs utilisent le plan d'investissement lancé, dès 2009, par Obama aux USA, qui, rien que pour sa partie « investissements publics » était trois fois supérieur au plan Juncker (1,5% du PIB des USA contre 0,5% du PIB européen)[260]. Sans rentrer dans trop de détails, l'efficacité du plan Juncker est également remise en question par *« la Cour des comptes européenne (CCE)* [qui] *a notamment prévenu que l'effet amplificateur du plan pourrait avoir été « exagéré » »*[261]. Une évaluation commandée par la Commission, auprès d'un cabinet indépendant, arrive à des conclusions similaires[262], tandis que plusieurs ONG environnementales déplorent que ce plan soutienne jusqu'à « 15% de projets relevant des énergies fossiles »[263].

La Commission européenne reconnaît les points d'attention pointés par les deux évaluations précitées[264], mais estime néanmoins que la première année du plan est un succès. En septembre 2016, elle annonce l'élargissement du plan Juncker au-delà de 2018, en portant les montants mobilisés à au moins 500 milliards sur 5 ans (2015 à 2020)[265].

3.1.2.2. TSCG et plan de relance : le plan Juncker, une démarche schizophrénique ?

Depuis la création de la zone euro, l'Union européenne prône une discipline budgétaire renforcée. Depuis janvier 2013, avec l'entrée en vigueur du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG), la zone euro s'est dotée d'un ensemble de règles et de procédures visant à forcer tous les Etats à réduire leurs ratios dettes/PIB en dessous des 60%, ainsi que leurs déficits publics à 0,5% (contre 3% auparavant). Ceux qui n'atteignent pas ces objectifs se

---

[259]LE MOIGNE, M., et al. « Sortir de la crise par l'investissement ? », in, CREEL, J., (sous la direction de), *OFCE, L'économie européenne 2016,* Paris, La découverte, collection repères, p. 124.
[260] Idem, p. 124.
[261] VALERO, J, « Les critiques sur l'efficacité du plan Juncker se multiplient », in *euractiv,* en ligne, publié le 16 novembre 2016, in https://www.euractiv.fr, consulté le 26 avril 2017.
[262] Idem.
[263] ROGGENBUCK, A., TRILLING, M., «Pour des plans européens mieux conçus. Pourquoi le plan d'investissement pour l'Europe ne stimule pas la transition énergétique durable », édité par CEE Bankwatch Network, Bruxelles, octobre 2016, p. 3.
[264] VALERO, J., « Les critiques sur l'efficacité du plan Juncker se multiplient », in *euractiv,* en ligne, publié le 16 novembre 2016, in https://www.euractiv.fr, consulté le 26 avril 2017.
[265] European Commission, https://ec.europa.eu/, consulté le 7 mai 2017, rubrique : Commission européenne – Priorités - Emploi, croissance et investissement – plan d'investissement – plan d'investissement deux ans déjà.

voient placés en procédures de déficits excessifs (PDE) et peuvent faire l'objet de sanctions financières s'ils ne « rectifient » pas leurs trajectoires budgétaires.

La critique du TSCG pourrait faire l'objet d'un mémoire à part entière mais nous allons nous contenter d'en souligner quelques caractéristiques.

- Son caractère irréaliste : à quelques nuances près[266] « *sur les trente dernières années, et alors que l'économie était dans une meilleure situation que la situation actuelle, ni la Belgique, ni les autres pays de la zone euro n'ont été en mesure d'atteindre durablement un tel objectif* [0,5% de déficit] *»*[267].
- Par conséquent, pour la très grande majorité des pays[268] de la zone euro, une augmentation de l'investissement public :
    - au mieux[269], se fera au détriment d'autres dépenses publiques[270] (dépenses sociales par exemple), ce qui risque de fragiliser la demande globale (via une réduction des allocations, des remboursements des soins de santé, etc.) et donc l'activité économique ainsi que … le déficit.
    - au pire (si le pays est en déficit excessif), ne se fera pas, puisqu'il sera impossible de dégager des marges budgétaires suffisantes. Au contraire, une réduction des investissements précédemment planifiés risque d'avoir lieu.

Encadré 20 : Les critères d'exclusions au calcul du déficit budgétaire.

Face aux critiques formulées à l'encontre de ses règles budgétaires, la Commission européenne a prévu la possibilité d'exclure certaines dépenses du calcul du déficit

[266] La citation qui suit (note 267) date de 2013. Depuis lors, selon les données de la commission européenne, l'Allemagne (depuis 2012), l'Estonie, la Suède et le Luxembourg (depuis 2010) ont atteint une balance budgétaire supérieure à -0,5%. Cf. : European commission, AMECO macroeconomic database, Structural balance of general government (indicateur) : http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm, rubrique : 17 - 17,1- Structural balance, %GDP (UBLGBPS). Consulté le 24 mai 2017.

[267] LEBEAU, E., « Le Traité budgétaire : enjeux énormes, débat expédié », in econosphères, en ligne, publié le 8 juillet 2013.

[268] Excepté l'Allemagne, le Luxembourg et l'Estonie (cf. note 266) qui pourraient utiliser leurs récentes marges de manœuvre budgétaire pour investir (par exemple).

[269] Dans le cas où le pays a presque atteint les 0,5% de déficit.

[270] Afin de ne pas creuser le déficit elles devront compenser les dépenses d'investissements en diminuant d'autres dépenses.

budgétaire, de manière à permettre à un pays, sous certaines conditions, de dépenser au-delà des 0,5% autorisés. Ces critères[271] portent sur :

- des circonstances exceptionnelles telles que : une grave récession économique, « une circonstance inhabituelle indépendante de la volonté de l'Etat membre ayant un impact financier majeur »[272], « des circonstances économiques exceptionnelles » ainsi qu' « une demande motivée du pays concerné »[273].

  Exemples : sur demande de certains pays, la Commission européenne a accepté d'exclure les dépenses de sécurité[274] liées aux attentats en France, ainsi que les dépenses liées à l'accueil des réfugiés (Belgique Autriche, Allemagne Italie)[275].
- Sous certaines conditions[276] très strictes, des dépenses d'investissements publics peuvent également être exclues du calcul.
- C'est la Commission européenne qui analyse les budgets et recommande, au Conseil européen, la mise en procédure de déficit excessif (PDE) des pays en « infraction ». Depuis le TSCG, le Conseil doit voter la procédure à la majorité qualifiée inversée[277].

---

[271] Service Public Fédéral Finances – Belgique, DIDDEREN, D., « La nouvelle gouvernance économique européenne: les motivations des réformes », Bruxelles, Bulletin de Documentation, 74ème année, n° 1, 1er trimestre 2014, p. 72.

[272] Service Public Fédéral Finances – Belgique, DIDDEREN, D., « La nouvelle gouvernance économique européenne: les motivations des réformes », Bruxelles, Bulletin de Documentation, 74ème année, n° 1, 1er trimestre 2014, p. 72.

[273] Idem, p. 72.

[274] DANCER, M., « Les nouvelles dépenses de sécurité ne seront pas incluses dans le déficit français », in *La Croix,* en ligne, publié le 16 décembre 2016, in ; http://www.la-croix.com, consulté le 21 mai 2017.

[275] Idem.

[276] Dans un article de son blog, la juriste Magali PERNIN reprend les critères d'exclusion définis par Oli REHN, ex-commissaire des affaires économiques et monétaires lors d'une conférence de presse de l'ECOFIN du 15 octobre 2013 :

- *" Premièrement, cette exclusion s'applique aux États ayant connu une « croissance économique clairement en dessous de son potentiel »".*

– *" Deuxièmement, « la règle des 3% de déficit budgétaire ne doit pas être violée », tout comme l'obligation de réduction de la dette publique".*

- *" Et troisièmement, cette exclusion « doit se concentrer sur les projets cofinancés » par les Etats européens. Ces projets « doivent avoir un effet budgétaire positif, direct et vérifiable à long terme ".* Extrait repris de : PERNIN, M., « Olli Rehn confirme les strictes conditions d'exclusion des dépenses d'investissement dans la règle du calcul des déficits publics », in *Contre La Cour*, en ligne, publié le 15 octobre 2013 ; http://www.contrelacour.fr/, rubriques : archives-archives octobre 2013.

[277] Cela signifie qu'une PDE peut désormais être votée avec l'aval de seulement un tiers des voix du Conseil, alors qu'auparavant une mise en PDE devait être validée par au moins deux tiers des voix du Conseil européen. Cf. : *« Dans les cas où la règle du vote à la majorité qualifiée inversée s'applique, il faut au moins 255 voix* [sur 345] *pour rejeter une recommandation de la Commission ».* PARLEMENT EUROPEEN - Réponse à la question parlementaire du 30 juin 2011 n° E-006709/2011, du député D. CASA, en ligne, http://www.europarl.europa.eu rubrique : plénière-Questions et déclarations, consulté le 23 mai 2017.

- Malgré ses belles intentions ce dispositif est un échec. Il n'a pas permis de soutenir et de protéger l'investissement public, puisque celui-ci a chuté de manière importante dans la zone euro depuis la crise financière.[278]

- Au vu de *la complexité et de la longueur des processus*[279] et des critères liés à l'exclusion des dépenses d'investissement dans le TSCG (cf. Encadré 20), on ne peut pas dire que celles-ci fourniront aux Etats les marges de manœuvre nécessaires à la réalisation d'un solide plan d'investissement public. A l'inverse, le traité risque de condamner les pays à mener des politiques budgétaires pro cycliques, c'est-à-dire, dépenser en période de croissance, et réduire les dépenses en période de récession … le contraire de ce qu'une politique budgétaire cohérente devrait faire.

3.1.2.3. Conclusion :

En termes d'investissements, le plan Juncker est arrivé trop tard et consiste en quelque sorte à donner d'une main ce que les règles budgétaires européennes retirent massivement de l'autre main.
Ces règles budgétaires (votées par les Etats eux-mêmes), ne permettent pas la réalisation d'un policy mix contenant un plan de relance (budgétaire) de l'investissement public. A l'inverse, elles contribuent à réduire celui-ci.

Dès lors, si la relance de l'investissement public n'est pas possible par le biais des politiques budgétaires des Etats, comment atteindre cet objectif dans le cadre juridique de la zone euro ?

---

[278] *« (…) the introduction of the so called 'investment clause' under the Stability and Growth Pact (SGP) – to support and protect public investment (…) have failed, as public investment in the Euro area has decreased substantially since the onset of the crisis ».* TRUGER, A., « THE GOLDEN RULE OF PUBLIC INVESTMENT – A NECESSARY AND SUFFICIENT REFORM OF THE EU FISCAL FRAMEWORK? », in *Hans Böckler Stiftung's working paper*, N°168, Berlin, mai 2016, p.2.

[279] *«Une autre difficulté tient à la complexité et à la longueur des processus de négociation et de décision entre Etats membres. Il peut exister un risque de décalage temporel entre la situation économique et la réponse de politique budgétaire apportée: les règles pourraient dès lors conduire des pays à mener une politique procyclique alors qu'ils connaissent une récession ».* Cf. : SERVICE PUBLIC FÉDÉRAL FINANCES – BELGIQUE, DIDDEREN, D., « La nouvelle gouvernance économique européenne: les motivations des réformes », Bruxelles, Bulletin de Documentation, 74ème année, n° 1, 1er trimestre 2014, p. 72.

3.2. Réformes alternatives : la relance non budgétaire de l'investissement.

Dans cette partie nous aborderons trois types de propositions d'alternatives qui impliquent un changement de cap plus ou moins fort avec l'orientation et (parfois) les statuts actuels de la BCE.

Celles-ci visent à répondre à la question qui clôture le chapitre 2.6, ainsi que celle suscitée par le constat d'impasse budgétaire liée au TSCG. Ces questions sont respectivement :
- « comment mieux acheminer les liquidités de la BCE directement à l'économie réelle ? ».
- « comment relancer l'investissement sans creuser ni la dette, ni les déficits ? ».

Encadré 21 : réformes globales de la BCE.

Avant d'aborder des réformes qui visent spécifiquement la relance non budgétaire de l'investissement, rappelons-nous que les arguments repris dans l'analyse critique du point 2.7. nous amenaient déjà à deux propositions de réforme :

- Réforme de l'indépendance : la période d'après crise a remis en doute l'idéologie qui justifie l'indépendance de la BCE et a démontré que la politique monétaire était de nature politique. Par conséquent, une réforme visant à démocratiser la BCE et ses prises de décision est nécessaire. Les citoyens, d'une manière ou d'une autre (Cf. 2.7.), doivent avoir leur mot à dire sur la politique monétaire, afin d'être certains que celle-ci serve l'intérêt général.

- Réforme des objectifs : le mandat de la BCE étant prioritairement axé sur la stabilité des prix, celle-ci la pousse à privilégier la lutte contre l'inflation sur la lutte contre le chômage. A l'instar de la banque centrale anglaise ou américaine, fournir un mandat dual à la BCE (objectif d'emploi aussi important que l'objectif d'inflation) lui permettrait de réagir plus rapidement en cas de crise (cf. 2.7.1.1.) et de favoriser d'avantage les travailleurs. La Confédération européenne des syndicats (CES) propose même d'inverser le mandat de la BCE en plaçant l'objectif de plein emploi priorité par rapport à celui de la stabilité des prix.[280]

[280] « Son mandat doit être revu pour donner priorité au plein emploi et à une croissance régulière et durable ». CONFÉDÉRATION EUROPÉENNE DES SYNDICATS, « manifeste de Paris », 13ème congrès, Bruxelles, octobre 2015, p. 6.

3.2.1. DiEM25 : un plan de relance de l'investissement « euro compatible ».

Le mouvement DiEM25[281], a publié, en mars 2017, un plan de relance européen intitulé « New Deal Européen » qu'il prétend être compatible avec les traités européens, car il n'implique pas de dépenses budgétaires.

C'est pour cette dernière caractéristique, et parce qu'il n'existe pas beaucoup d'autres projets capables de réaliser un *policy mix* (visant une relance de l'investissement public) dans le cadre des traités existants, que nous allons nous y intéresser. Ce New Deal comprend un ensemble de propositions politiques diverses qui visent à « réparer l'Union Européenne », à la transformer radicalement sur le long terme.

Cependant, au risque de la dénaturer en la sortant de son contexte, nous allons nous focaliser exclusivement sur une mesure clé, prétendument réalisable à court terme, dans le cadre des traités existants. Nous l'avons choisie parce qu'elle a un lien direct avec l'objectif de relance de l'investissement public.

La description qui suit est reprise du document « New Deal Européen, la synthèse »[282].

1. Cette mesure se définit par un programme de relance par l'investissement public :
   -) Pour le financer, afin de ne pas creuser les déficits ni taxer d'avantage les classes moyennes et ouvrières, la Banque européenne d'investissement (BEI) (avec l'aide de sa ramification le Fonds européen d'investissement (FEI)) émettrait des obligations pour une valeur de 5% du PIB européen. Ces obligations devraient mobiliser l'importante épargne européenne ainsi que les capitaux privés créés par le biais du quantitative easing de la BCE.
   -) Les obligations émises par la BEI financeraient à 100% des projets d'infrastructure de grande envergure tandis que le FEI se concentrerait sur les petites et moyennes entreprises, les start-ups et autres projets stratégiques.

[281] DiEM25 : Démocracy in Europe Movement 2025, qui se définit comme un « mouvement paneuropéen de démocrates » qui a pour ambition de réparer l'UE. Il a été cofondé par Yanis VAROUFAKIS, économiste et ancien Ministre grec des finances. Cf. DiEM25, https://diem25.org/home-fr/, consulté le 23 mai 2017, rubrique : à propos DiEM25 - Qu'est-ce que DiEM25 ?

[282] Description reprise de : DiEM25, « New Deal Européen, la synthèse » : https://diem25.org/home-fr/, consulté le 23 mai 2017, rubrique : campagnes-New Deal Européen, p. 15.

-) L'ensemble des projets devraient s'inscrire dans une logique de développement durable et seraient sélectionnés par une future « Agence européenne de la transition verte » (*European Green transition works agency*).

-) *« Pour s'assurer que ces obligations ne perdent pas leur valeur en raison d'une offre excessive, les banques centrales (dans la juridiction de laquelle les investissements seront effectués) annonceront leur volonté de les acheter si leurs rendements devaient dépasser un certain niveau »*[283].

-) Il s'agit en fait de réorienter le quantitative easing, en focalisant, si nécessaire, ses rachats de titres sur les nouvelles obligations de la BEI.

- Est-ce compatible avec les traités actuels?

Freins :

- Etant donné que la proposition suppose que la BEI finance les projets dans leur intégralité, *« cela nécessiterait l'abandon de la convention selon laquelle 50% des fonds* [de la BEI] *proviennent des ressources nationales »*[284].
- Si on ne trouve pas, dans les traités, d'éléments clairs qui pourraient prouver une incompatibilité avec cette proposition, reconnaissons que son adéquation avec la philosophie (ordo libéral) de ceux-ci est loin d'être évidente. L'approbation d'une telle proposition, si elle se révèle effectivement compatible avec les traités, ne sera, pour autant, politiquement pas facile à mettre en œuvre.
- Quand bien même elle le serait, comme toute politique monétaire expansive, une fois que l'inflation atteindra à nouveau sa cible, le mandat de la BCE risque de la contraindre à diminuer, voire à stopper toute augmentation de son bilan et donc, tous rachats d'obligation. Cela met à mal la viabilité d'un tel système qui serait probablement accusé de ne pas permettre à la BCE d'assurer son objectif d'inflation[285].

Avantages (outre la relance de l'investissement) :

---

[283] DiEM25, « New Deal Européen, la synthèse » : https://diem25.org/home-fr/, consulté le 23 mai 2017, rubrique : campagnes-New Deal Européen, p. 15.

[284] VAROUFAKIS, Y., « Pour un autre quantitative easing », in *L'Economie politique* n° 66, avril 2015, pp. 20-27.

[285] L'argument ne serait toutefois valable, qu'en cas (1) de remontée de l'inflation au-delà des 2%, et en cas (2) de dévaluation massive des obligations émises par la BEI, qui impliquerait un rachat massif de ces obligations. La BCE possède cependant d'autres instruments que la taille de son bilan pour agir sur le taux d'inflation (taux d'intérêt, etc.).

- ✓ L'article 123 du traité de Lisbonne interdit à la BCE de financer les organismes publics de l'Union européenne. Cependant, les établissements publics de crédit, comme la BEI, ne sont pas considérés comme des organismes publics (Cf. art. 123 §2 du traité de Lisbonne); ce qui signifie que la BCE a effectivement le droit d'octroyer des liquidités à la BEI (ou d'en garantir les obligations).
- ✓ Comme les rachats d'obligations de la BEI par la BCE bénéficieraient à des projets réalisés dans toute l'Europe et non pas à des Etats, on ne voit pas selon quelle logique, la BCE continuerait à s'imposer des restrictions dans les quantités d'obligations potentiellement achetées[286].
- ✓ Cette proposition vise à attirer l'épargne existante et les capitaux privés vers des obligations (dont la qualité serait garantie par la BCE) afin de les convertir en investissements verts. Cela permettrait d'améliorer la stabilité financière.
- ✓ Il ne s'agit ni de financement monétaire, ni de dépenses budgétaires (ça ne coûterait rien aux Etats), ce qui pourrait garantir sa compatibilité avec les traités. Les Etats resteraient soumis à la discipline de marché (chère aux tenants de l'ordo libéralisme) au travers du taux d'intérêt appliqué à leurs obligations souveraines, ainsi qu'au contrôle de leurs déficits structurels. Cela faciliterait l'adhésion allemande à un tel projet.

Conclusion :

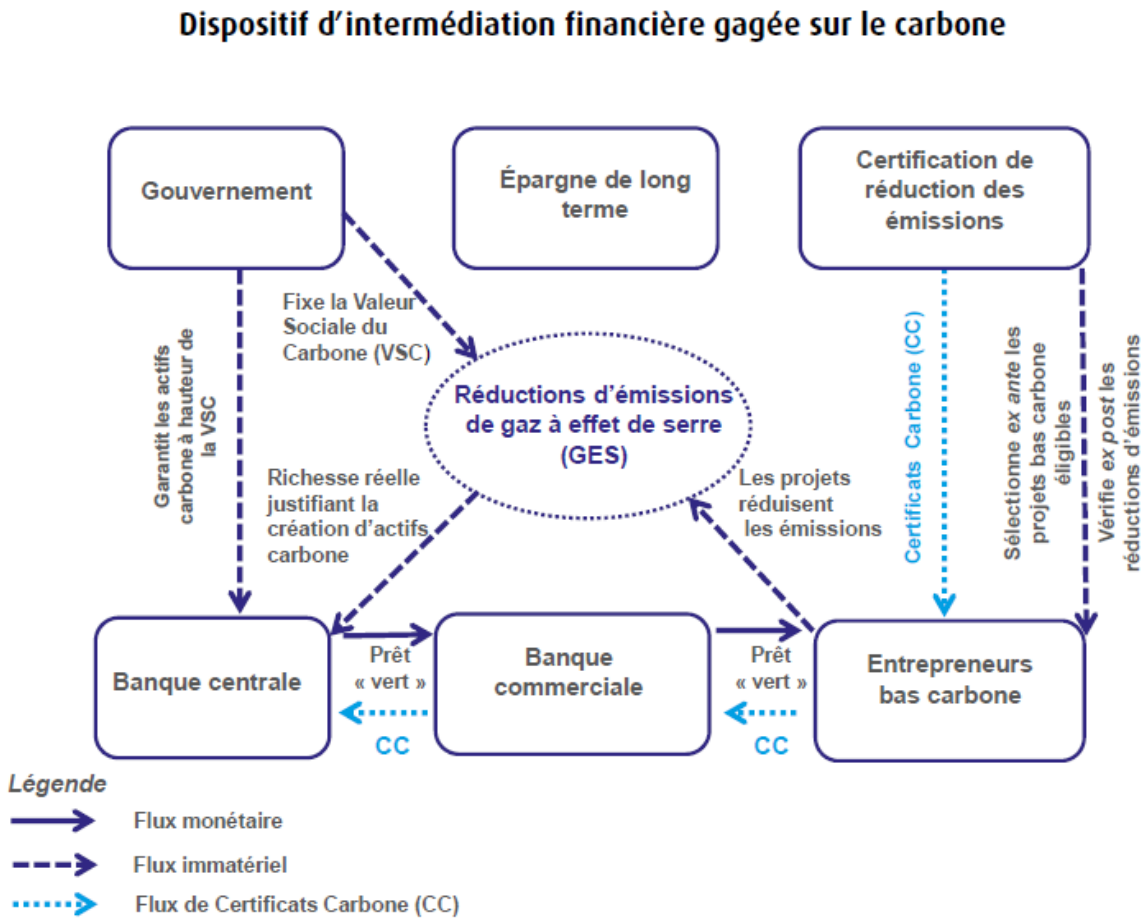
Ce plan de relance de l'investissement européen comporte des difficultés; la principale est certainement d'arriver à remporter un consensus politique pour sa mise en œuvre, tant au sein de la BCE, qu'au sein des Etats. Le problème, à court terme, étant que ce projet enfreigne la philosophie ordo libérale en intervenant dans les processus de marchés[287] et, à moyen-long terme, qu'il puisse être attaqué pour son risque inflationniste.
Il comporte cependant de nombreux avantages, dont le principal est de ne rien coûter aux Etats du nord (Allemagne, Pays Bas, etc.), qui auraient été les plus gros contributeurs donc, les plus hostiles, à un éventuel plan de relance européen basé sur de la dépense budgétaire. Il permet de

[286] Ce qu'elle fait dans le cadre du quantitative easing (QE) en limitant les achats d'obligations à maximum 1/3 de la dette des Etats. Elle agit de la sorte pour s'assurer que le QE ne devienne pas un instrument de politique budgétaire (cf. 2.5.1., Encadré 11).
[287] Exemple : on pourrait imaginer les ordo-libéraux allemands reprocher à ce plan de fausser la libre concurrence entre les organismes de crédits (les banques), en favorisant la BEI, qui serait la seule à recevoir une garantie de la BCE pour ces obligations.

ne pas creuser les déficits des Etats et de diriger les énormes quantités de liquidités injectées par la BCE vers des obligations saines et des investissements productifs durables.
Il ouvre la porte à une solution concrète, intéressante et juridico-compatible (jusqu'à preuve du contraire) au problème d'investissement public et écologique en Europe.

3.2.2. AGLIETTA, ESPAGNE : un plan de financement des investissements bas carbone en Europe.

Nous analysons ici une proposition qui a l'avantage de permettre la réalisation d'un plan européen d'investissement « bas carbone », tant en période de politique monétaire expansive, que restrictive. Il implique des dépenses budgétaires modérées, mais c'est précisément ce qui le rend pérenne, même en période monétaire restrictive.



Source : AGLIETTA, M., ESPAGNE, E., PERISSIN FABERT, B., « Une proposition pour financer l'investissement bas carbone en Europe », in *Etudes et documents*, Commissariat Général au Développement Durable, n° 121, mars 2015, p.8.

Comme illustré sur le schéma ci-dessus, ce plan est construit selon les principes suivants[288] :

[288] La description de ce plan est inspirée fortement de deux sources :

1. Les Etats européens définissent un plan quinquennal de réduction des émissions de CO2, dans lequel ils fixent un volume de CO2 à éliminer.
2. Ils établissent ensuite une valeur sociale du carbone (VSC). Il s'agit d'attribuer un prix public *« défini comme la valeur d'une tonne d'équivalent CO2 évité »*[289]. Ce prix ne dépend d'aucun marché, ne fluctue pas, est fixé par les gouvernements, de manière à ce qu'il soit connu de tous et que les investisseurs puissent l'intégrer dans leurs calculs de rentabilité.
3. Il faut créer des A*gences de certifications indépendantes*, qui seront capables, à travers l'Europe, d'évaluer (ex-post, une fois les projets réalisés) avec la même méthodologie les émissions effectivement réalisées par les projets éligibles. En fonction du volume d'émission de CO2 que le projet permettra d'éviter, cette Agence lui attribuera un nombre de « certificats carbone » (CC).
4. L'entrepreneur du projet se voit alors attribuer, a posteriori (une fois que le projet est suffisamment avancé pour que l'Agence puisse lui attribuer des CC), un nombre de CC dont la valeur est à multiplier par la VSC (fixée en 2.). CC x VSC = actif carbone. Il va pouvoir utiliser la valeur monétaire de cet actif pour rembourser une partie de l'emprunt bancaire nécessaire à la réalisation du projet. L'emprunt lui aura donc coûté moins cher.
5. La banque de l'entrepreneur détient désormais les CC rachetés à celui-ci. Elle aura la possibilité de vendre ces CC à la BCE qui considérera ceux-ci comme des actifs financiers éligibles à son programme d'achat d'actifs (QE).
6. Ces actifs carbones (CC) étant directement associés à la création d'un projet bas carbone, plus la BCE achètera de CC, plus elle encouragera la création de ces projets. Comme chaque projet entraîne de nouvelles dépenses, consommation, revenus, ceux-ci constituent une courroie de transmission directe entre politique monétaire (BCE) et économie réelle.
7. Le bilan de la BCE aura augmenté à la suite de l'achat des CC. Si la BCE veut, à un moment donné, par fidélité à ses objectifs de politique monétaire, réduire son bilan, elle demandera aux gouvernements, d'où ont été émis les certificats carbone, de leur racheter ceux-ci.

- l'interview de Michel Aglietta du 17 avril 2015, intitulée *« La BCE, nouvel acteur clé du financement de l'économie verte ? »*, disponible en ligne sur la chaîne youtube de « AGEFI TV » : https://www.youtube.com/watch?v=LgvZYc-EH-8.
- L'article : AGLIETTA, M., ESPAGNE, E., PERISSIN FABERT, B., « Une proposition pour financer l'investissement bas carbone en Europe », in *Etudes et documents*, Commissariat Général au Développement Durable, n° 121, Paris, mars 2015.

[289] AGLIETTA, M., ESPAGNE, E., PERISSIN FABERT, B., « Une proposition pour financer l'investissement bas carbone en Europe », in *Etudes et documents*, Commissariat Général au Développement Durable, n° 121, mars 2015, p. 8.

8. Afin de ne pas creuser leurs déficits, ce plan nécessite la possibilité pour les Etats d'émettre des « obligations climatiques » qui leur permettront de racheter les CC détenus par la BCE. L'émission de ces obligations ne serait pas comptabilisée dans le calcul de leurs déficits structurels (afin de ne pas être sanctionnés par la Commission européenne).
   Ce mécanisme serait alors *« une nouvelle forme de dette publique gagée sur le pari d'une croissance bas carbone future »*[290].

En bout de course :

-Les entrepreneurs sont incités à réaliser des projets bas carbone, puisque son rendement sera augmenté de la valeur des certificats carbone obtenus grâce au projet.

-Les banques sont incitées à financer des projets bas carbone, puisqu'elles obtiendront des actifs carbone de haute qualité, éligibles au programme d'achat de la BCE. Cela améliorerait la stabilité financière et pourrait même, selon les auteurs, contribuer à *« rediriger l'épargne vers les investissements bas carbone (…) via des fonds spécialisés, une gamme de produits financiers de type « obligations vertes », gagés sur les certificats carbone, sûrs et bien notés. »*[291].

Compatibilité avec les traités.

- Au niveau des statuts de la BCE, une analyse serait nécessaire afin de voir si elle pourrait rendre éligible des actifs carbone émis à l'origine par une Agence européenne indépendante de certification. A priori, dans la mesure où les actifs carbone sont de bonne qualité[292], et où leur rachat ne se ferait pas directement auprès de cette Agence mais indirectement auprès des banques commerciales, on ne voit pas ce qui différencierait ce mécanisme du quantitative easing actuel. La compatibilité avec les statuts de la BCE semble envisageable.
- Au niveau des traités, notamment du TSCG, il y aurait incompatibilité, puisque cela nécessiterait d'exclure les dépenses gouvernementales liées aux rachats des certificats carbone, du calcul du déficit budgétaire structurel des Etats.

---

[290] AGLIETTA, M., ESPAGNE, E., PERISSIN FABERT, B., « Une proposition pour financer l'investissement bas carbone en Europe », in *Etudes et documents*, Commissariat Général au Développement Durable, n° 121, mars 2015, p. 9.
[291] Idem, p. 9.
[292] Etant donné que leur valeur est garantie par les gouvernements, on peut considérer qu'il s'agit d'actifs de bonne qualité. En cas de dépréciation, la BCE, puis les gouvernements, s'engagent à les racheter.

Conclusion

La conclusion rejoint celle réalisée pour la proposition de DiEM25, à savoir que le plan est très intéressant mais que sa mise en place requiert un consensus politique qui ne sera pas aisé à obtenir.

A cela il faut rajouter la difficulté juridique liée à la nécessaire modification du TSCG. En bout de course, ce projet prévoit des dépenses budgétaires supplémentaires, qui, même si elles arrivaient à être exclues du calcul du déficit (ce qui est très peu probable), feraient augmenter les dettes des Etats européens.

Néanmoins, même si sa mise en pratique se révélait plus ardue que celle du projet DiEM25, cette proposition possède un avantage majeur : celui de pérenniser les investissements dans le temps, même en période de politique monétaire non accommodante (dans le cas où la BCE devrait réduire son bilan). La politique budgétaire prendrait le relais lorsque la politique monétaire ne le pourrait plus. Il s'agit en fait d'un bel exemple de « Policy mix ».

Finalement, il s'agit d'un plan sérieux qui permet d'envisager une piste de solution supplémentaire au défi énorme que constitue la lutte contre les émissions de gaz à effet de serre. Selon ses concepteurs, il pourrait incarner un renforcement positif (plus-value apportée aux initiateurs de projets bas carbone) complémentaire à une politique climatique européenne basée essentiellement sur des incitants négatifs (taxe/quotas carbone), dont l'efficacité, selon les auteurs de ce plan, demande à être très fortement améliorée.

3.2.3. « Quantitative easing for people » : financement monétaire et « helicopter money ».

Encadré 22 : Le financement « hors marchés » des déficits publics. Exemples historiques.

Lorsqu'un Etat se finance uniquement sur les marchés financiers, il se voit soumis aux jugements, attentes et pressions de ceux-ci. En fonction de son profil de solvabilité (défini par des agences de notation) il paiera plus ou moins d'intérêts sur ses financements. Cela explique pourquoi en période de crise, certains Etats ont dû payer des taux d'intérêts très élevés (22,5% en Grèce (2012), 9,6% en Irlande (2011), 10,5% au Portugal (2012), etc.).[293]

L'idée clé de la proposition de financement monétaire de « QE for people » que nous allons découvrir ci-dessous, est de relâcher la pression des marchés sur les Etats, en permettant à ceux-ci de se financer « hors marchés ».

En se basant sur le travail de B. LEMOINE, on peut citer deux catégories principales de financement « hors marchés » et en reprendre des exemples historiques.

1. Le financement monétaire : il est très difficile d'obtenir des informations claires et compréhensibles sur les modalités de financements et les montants empruntés, dans le passé, par les Etats auprès de leurs banques centrales. En voici deux exemples :

- En Belgique, *« le Trésor dispose de deux lignes de crédit à la Banque Nationale : l'une directe plafonnée à 37 milliards de FB »*[294], l'autre indirecte dont le plafond est passé de 210 à 110 milliards entre 1983 et 1989.[295]
- En France, jusqu'en 1993, la Banque de France pouvait financer le Trésor public (l'Etat) jusqu'à un plafond maximal de 20,5 milliards de francs par an, dont la moitié

[293] Taux pratiqués sur les obligations souveraines à échéance de 10 ans. Cf. OCDE (2017), base de données en ligne, « taux d'intérêts à long terme (indicateur) ». doi: 10.1787/4e01728c-fr; in https://data.oecd.org/fr/, rubrique : thèmes-Finance-taux d'intérêt-taux d'intérêts de long terme, (Consulté le 4 juin 2017).

[294] QUADEN, G., « La politique monétaire en Belgique », in *Revue d'économie financière*, n° 12-13, 1990. Articles divers. p. 114, note n° 9. ; http://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_1990_num_12_1_1680, consulté le 19 juin 2017.

[295] *« (…); l'autre indirecte via le Fonds des Rentes qui s'en sert pour souscrire des certificats de trésorerie ; le plafond de cette seconde ligne a été abaissé de 210 à 110 milliards entre janvier 1983 et décembre 1989 »*. Idem, p. 114.

sans intérêt.[296] Cependant, la montée de l'idéologie monétariste ainsi que les contraintes extérieures des années 80[297], ont engendré une forte diminution de ce type de financement. Les années 83-84 marquent un tournant, puisque la part de financement monétaire du déficit se réduit de moitié (passe de 50 à 26%)[298], alors que la part de financement du déficit par le recours aux marchés est doublée (de 20 à 40%).[299]

2. Les méthodes de financements administrées : selon B. LEMOINE, il s'agissait du principal moyen pour l'Etat d'éviter le financement par les marchés financiers. En France, ce système s'appelait le « circuit du Trésor » et était composé de deux éléments. Premièrement, de 1944 à 1960, l'Etat possédait un système de collecte publique de l'épargne[300]. Deuxièmement, l'Etat forçait le système bancaire à souscrire à un nombre minimum de bons du Trésor, dont il fixait lui-même le niveau et le prix.[301] Grâce à ce système, le Trésor français était en permanence irrigué de liquidités, ce qui lui permettait d'éviter de recourir aux marchés. Le démantèlement progressif du « circuit du Trésor », à partir des années 60, a été l'œuvre de décisions politiques motivées par des arguments idéologiques de lutte contre l'inflation et de « modernisation de l'Etat ».

B. LEMOINE met en évidence que plusieurs pays d'Europe, durant les « trente glorieuses », finançaient leurs efforts de reconstruction par une dette « hors marchés », via des méthodes

---

[296] *« Cette convention de trésorerie* [contenue dans une loi de 1973] *fixait le plafond des concours de trésorerie pouvant être apportés par la Banque de France au Trésor à 20,5 milliards de francs, dont la moitié à titre gratuit, ce qui correspondait peu ou prou à l'agrégation des différents plafonds de financement du système précédent »*. Si ces possibilités existaient bel et bien, à partir des années 80, sous l'influence de l'idéologie monétariste, les recours aux financements de la Banque de France ont diminué progressivement, pour s'arrêter complètement en 1993, avec la signature des statuts du SEBC. Cf. : DUSCHAUSSOY, V., « L'Etat livré aux financiers ? La loi du 3 janvier 1973 sur la Banque de France », in *La vie des idées*, en ligne, 1er juillet 2014, p. 5 ; http://www.laviedesidees.fr, consulté le 2 juin 2017.

[297] Selon V. DUSCHAUSSOY, la France à cette époque était confrontée à une contrainte internationale. *« Cette contrainte pouvait être économique, à travers la spéculation qui s'exerçait alors contre le franc, mais aussi politique, notamment dans le cadre du processus en cours d'union monétaire européenne, pour lequel les partenaires de la France exigeaient d'elle plus de convergence »*. Idem, p. 9.

[298] DUSCHAUSSOY, V., « L'Etat livré aux financiers ? La loi du 3 janvier 1973 sur la Banque de France », in *La vie des idées*, en ligne, 1er juillet 2014, p. 8, figure 2. ; http://www.laviedesidees.fr, consulté le 2 juin 2017.

[299] Idem, p. 8.

[300] *« L'État finance ses découverts passagers en drainant de l'épargne et en collectant les ressources monétaires de son propre réseau, à la fois des particuliers mais aussi des institutions bancaires »*.LEMOINE, B., *« Dette publique, débat confisqué. Pourquoi la France emprunte-t-elle sur les marchés ? »,* in *La vie des idées,* en ligne, 12 février 2013, p. 2. ; http://www.laviedesidees.fr/, rubrique : essais et débats.

[301] *« Le dépôt des trésoreries est enfin complété par la souscription « forcée » de bons du Trésor par le système bancaire (…). La gestion administrée de la dette à court terme permettait au Trésor de bénéficier de ressources dont il fixait lui-même le prix autoritairement, sans se confronter au libre jeu de l'offre et de la demande (…)».*

de financement administrés. Exemples : l'Allemagne passe d'une dette de marché de 8% de l'ensemble de sa dette en 1953 à 81% en 1993. Le Royaume-Uni passe de 51% de dette « marchande » en 1945 à 82% en 1993, tandis que la France finance 75% de sa dette hors marchés en 1970.[302]

Cet encadré nous permet de nous rappeler que le financement monétaire a déjà existé et que le recours aux marchés financiers n'a rien de fatal, de naturel ou de « normal ». Il est le résultat de décisions politiques qui, progressivement, au travers de l'Europe, ont donné de plus en plus de pouvoir aux marchés financiers dans le financement des déficits.

La campagne « QE for people » est une campagne lancée par une coalition de mouvements citoyens[303]. Elle revendique une utilisation plus « citoyenne » de l'argent créé par les banques centrales dans le cadre du quantitative easing.
Comme nous, ils font le constat que le QE de la BCE inonde les banques de liquidités, sans que celles-ci ne fassent ruisseler cet argent jusqu'à l'économie réelle.
Pour relancer l'investissement et la demande globale, ils proposent de modifier le QE de la BCE, afin de le transformer en méthode de financement monétaire. Ce financement monétaire consisterait à produire un stimulus économique en utilisant les liquidités nouvellement créées par la BCE[304], pour financer des dépenses publiques, ou distribuer un dividende monétaire à chaque citoyen (nous y reviendrons).

3.2.3.1. Le processus du financement monétaire[305] :

- Tout en respectant les objectifs de la politique monétaire (stabilité des prix, etc.).

[302] LEMOINE, B., intervention lors du « sommet international du plan B » du 23 janvier 2016, disponible sur la chaîne youtube de « Euro plan B », sous le titre *«Maîtriser les dettes publiques : audit, moratoire, défaut : pour maîtriser les outils »,* en ligne ; https://www.youtube.com/watch?v=P_ysLOAyWIg, (consulté le 20 juin 2017).
[303] Cf. http://www.qe4people.eu/.
[304] Pour rappel, la BCE a injecté 2.019 milliards dans le système bancaire rien que sous forme de programme d'achat d'actifs entre 2008 et mars 2017. A cela on pourrait encore ajouter l'argent injecté sous forme de méthode de refinancements exceptionnels (LTRO, VLTRO, TLTRO,…). : cf. Annexe 4.
[305] Cette présentation des modalités du financement monétaire est reprise de : VAN LERVEN, F., « Recovery in the Eurozone, Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », in *positive money*, en ligne, décembre 2015, p. 29, in ; http://www.qe4people.eu/resources, consulté le 25 mai 2017.

- Au lieu de racheter des actifs aux banques, l'idée est de permettre à la BCE d'acheter des « perpetual zero coupon bond »[306], à savoir, des obligations sans intérêts (sans coupons) émises par le trésor du gouvernement concerné. Il s'agit littéralement de donner de l'argent aux Etats, puisque ces obligations ne devraient jamais être remboursées. Le gouvernement verrait le compte qu'il possède auprès de sa banque centrale nationale (BCN), être crédité d'un montant équivalent à la valeur de l'obligation émise. A la fin de la démarche, les bilans sont à l'équilibre (en tout cas d'un point de vue comptable, car l'obligation ne sera jamais remboursée à la BCN), tels que :

Banque centrale nationale (BCN)		Gouvernement (agence du trésor)	
Actif	Passif	Actif	Passif
Obligation M0 +100	Argent créé: M0 +100	Argent créé : M0 +100	Obligation : M0+100

Source : auteur, sur base de : VAN LERVEN, F., « Recovery in the Eurozone, Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », in positive money, en ligne, décembre 2015, p.27, in ; http://www.qe4people.eu/resources, consulté le 25 mai 2017.

Pour être efficace et éviter les risques de conflit d'intérêts, ce procédé nécessiterait une collaboration active et transparente entre politique monétaire (BCE, banque centrale nationale(BCN)) et politique budgétaire (gouvernements). Les banques centrales (BCN en coopération avec la BCE) fixeraient un montant de monnaie à créer, à injecter dans l'économie en fonction de leurs objectifs mais également en fonction de la manière dont les gouvernements décideraient d'utiliser l'argent. Ce sont donc les gouvernements qui décident de la manière dont ils utiliseront l'argent, mais ils doivent le faire savoir au préalable à leur BCN ainsi qu'à la BCE. Celles-ci pourraient évaluer la quantité d'argent à créer en fonction de l'utilisation qui en sera faite et des objectifs de politique monétaire poursuivis.

Néanmoins, les banques centrales pourraient poursuivre différents objectifs. Par exemple :

1. Atteindre la cible d'inflation (2%).
2. Cibler une réduction du taux de chômage.
3. Permettre aux banques centrales nationales (BCN) de continuer à créer autant de monnaie que dans le cadre du QE actuel.

[306] VAN LERVEN, F., « Recovery in the Eurozone, Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », in *positive money*, en ligne, décembre 2015, p. 29, in ; http://www.qe4people.eu/resources, consulté le 25 mai 2017.

4. La BCE pourrait fixer un plafond aux BCN en adaptant ce plafond aux spécificités de l'économie nationale.

L'argent de la BCE pourrait être utilisé (par les gouvernements) des deux manières suivantes.

3.2.3.2. Le financement monétaire de dépenses publiques d'investissements[307].

L'argent créé par la BCE pourrait permettre de financer des dépenses publiques d'investissements. Afin que ça soit une réussite, il faut respecter certaines conditions :

- Financer des projets présélectionnés et prêts à être concrétisés, afin que l'argent nouvellement créé par la BCE soit dépensé rapidement. Si la dépense prend trop de temps, les conditions qui justifiaient l'intervention de la BCE pourraient avoir changé, le financement monétaire risque de ne plus être économiquement pertinent.
- Les projets financés doivent être évolutifs et autonomes. Leur réalisation ne doit pas dépendre de futurs financements monétaires (qui ne sont pas sûrs d'être libérés). Idéalement, ils doivent pouvoir absorber des quantités de financement susceptibles d'augmenter ou de diminuer. On privilégiera par exemple l'amélioration de la performance énergétique de bâtiments (qui pourrait se faire à une échelle proportionnelle à l'argent disponible), plutôt que la création d'une centrale énergétique (dont la réalisation est plus longue et non modulable).

    - Inconvénient : le temps que prennent les projets pour se réaliser atténue l'immédiateté de l'impact de cette politique monétaire sur l'économie.
    - Avantages : ça permet de s'assurer que les dépenses sont utiles, adaptées aux besoins et utilisées dans l'économie nationale, tant en amélioration des infrastructures, qu'en boostant les investissements (faible effet d'éviction).
    - Incompatibilité avec les traités : la raison principale en est la violation de l'art.123 du traité de Lisbonne, puisqu'elle suppose l'achat d'obligations directement émises par un Etat. Cela revient à financer gratuitement un Etat. Un changement de traité nécessite l'approbation des 27 pays de l'UE.

[307] La description exposée ici est largement reprise du document suivant : VAN LERVEN, F., « Recovery in the Eurozone, Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », in positive money, en ligne, décembre 2015, p. 28, in ; http://www.qe4people.eu/resources, consulté le 25 mai 2017.

3.2.3.3. Le financement monétaire d'un dividende citoyen : « Helicopter money »[308].

Cette politique consiste à utiliser l'argent du quantitative easing en le distribuant de manière égale à chaque citoyen européen. L'idée théorique étant d'augmenter le pouvoir d'achat et donc, par ricochet, la consommation, les revenus, la production, l'emploi … et l'inflation.
Il existe différentes manières de concevoir une telle politique. Reprenons- en deux, l'une incompatible avec les traités, l'autre compatible.

- Helicoptere money : version incompatible avec les traités :

Cette version[309] fonctionne avec le même procédé que celui exposé ci-dessus (3.3.1.1). Au travers du gouvernement, cette politique pourrait prendre trois formes :

- La BCE verse un montant à chaque détenteur d'un numéro de sécurité sociale.
- La BCE verse un montant aux ménages inscrits aux registres électoraux (ce qui correspond à 90% des résidents de la zone euro)[310].
- S'il s'avère qu'aucun mécanisme ne permette d'acheminer efficacement les fonds aux citoyens, la BCE pourrait injecter l'argent sous forme de réduction de taxe (via les gouvernements).

En considérant que le QE de la BCE continue à hauteur de 60 milliards mensuels, qu'il soit intégralement réorienté, chaque citoyen de la zone euro pourrait recevoir 176€ par mois[311].

- Le Dividende monétaire citoyen : version compatible avec les traités[312] :

---

[308] La description exposée est également reprise du document : VAN LERVEN, F., « Recovery in the Eurozone, Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », in positive money, en ligne, décembre 2015, p. 27, in ; http://www.qe4people.eu/resources, consulté le 25 mai 2017.
[309] Idem, p. 29.
[310] VAN LERVEN, F., « Recovery in the Eurozone, Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », in positive money, en ligne, décembre 2015, p. 29, in ; http://www.qe4people.eu/resources, consulté le 25 mai 2017.
[311] Calcul de l'auteur. Au 1er janvier 2016, la zone euro comptait 340 millions de pers (donnée eurostat : http://europa.eu/european-union/documents-publications/statistics_fr). 60 milliards / 340 millions = 176.47€ par habitant.
[312] D'après ses auteurs cette mesure est compatible avec les statuts du SEBC. Cf. : LONERGAN, E., JOURDAN, S., « Citizens' Monetary Dividend Upgrading the ECB's toolkit », in *QE for people*, Bruxelles, septembre 2016, p. 5.

Il s'agit de la version la plus aboutie proposée par « QEforpeople ». Elle fonctionne comme suit :

- La BCE étend son programme d'achat ciblé d'actifs (TLTRO[313]) en fournissant des prêts perpétuels sans intérêt (zero-coupon perpetual loans) aux Banques commerciales. Elle demande ensuite à ces banques de transférer une part égale de ces montants à chacun de leurs clients.
- La BCE appuie les banques pour régler les problèmes liés à des comptes multiples et proposer des solutions alternatives à ceux qui n'ont pas de compte en banque. Elle rémunère les banques pour le coût administratif que ce transfert implique.

Encadré 23 : option alternative, un « bon à consommer » limité dans le temps.
Un rapport du groupe *McKinsey Global Institute*[314] prône un débat[315] sur une proposition similaire. Il propose que la BCE émette et distribue à la population des bons d'une valeur préétablie. Ces bons seraient échangeables durant une période limitée afin d'inciter les gens à consommer rapidement. Cette option permettrait d'inclure les réfugiés au programme afin d'augmenter son impact.
L'objectif est de remettre l'inflation sur sa cible.

- Chaque adulte vivant dans la zone euro doit y avoir droit. Cela constitue environ 280 millions de personnes[316]. Les auteurs estiment qu'il faudrait un stimulus se situant entre 2 et 5% du PIB pour relancer l'économie[317]. Cependant, afin de maîtriser le risque d'inflation, ils proposent de commencer avec une distribution d'une tranche unique (et non mensuelle) de 500€ par adulte (ce qui représente 1,5% du PIB), pour en évaluer l'impact.
    - Inconvénients des différentes versions « d'Helicoptere money » :

[313] Targeted Long term refinancing opération : programme qui consiste à prêter, de manière avantageuse, des liquidités aux banques, à condition que celles-ci prêtent à l'économie réelle.
[314] MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, « A WINDOW OF OPPORTUNITY FOR EUROPE », McKinsey & Company, juin 2015.
[315] Idem, p. 190.
[316] LONERGAN, E., JOURDAN, S., « Citizens' Monetary Dividend Upgrading the ECB's toolkit », in *QE for people*, Bruxelles, septembre 2016, p. 4.
[317] « We estimate that it would take between 2% to 5% of eurozone GDP to stimulate the economy sufficiently to close the output gap in the Eurozone ». Idem, p. 4.

- l'impact serait probablement rapide, mais risque d'être affaibli par un effet d'éviction. Selon une étude réalisée par ING[318], seuls 26% des gens utiliseront cet argent pour consommer[319]. La part qui servira à se désendetter, épargner ou acheter des biens importés, n'aura qu'un faible impact sur l'économie réelle nationale. De plus, parmi ceux qui affirment vouloir consommer, certains risquent simplement d'avancer la date d'achats qu'ils auraient de toute façon réalisés, sans en prévoir de nouveaux.
- Impossibilité de cibler les dépenses des citoyens en fonction des besoins spécifiques de l'économie nationale.

▪ Avantages :

- l'effet d'une telle politique sur le niveau de dépenses dans l'économie serait très rapide.
- Malgré les effets d'évictions, l'étude d'ING évalue approximativement à 2% de gains de PIB, l'impact d'un "helicoptere money" de 200€/mois/pp d'une durée d'un an. Cela s'avère meilleur que l'impact du QE actuel, qui est évalué à 1,3%[320] de PIB, pour des montants et une période bien plus importants.
- Au même titre que le QE actuel bénéficie à la population la plus riche[321], on pourrait imaginer de cibler la distribution d'un dividende citoyen à la population la moins riche, car elle aurait une plus grande propension à consommer le montant reçu. L'effet sur l'économie en serait augmenté.

---

[318] ING, « ING international survey, special report –helicoptere money », octobre 2016, en ligne : https://www.slideshare.net/ING/helicopter-money-loved-not-spent, consulté le 26 mai 2017.

[319] L'étude d'ING a sondé 12.000 personnes dans toute l'Europe. Elle étudie le comportement des gens dans le cas ou ceux-ci recevraient un montant de 200€ par mois durant un an. Les résultats révèlent qu'ils utiliseraient l'argent comme suit :
-52% en épargne et/ou investissements
-26% en consommation
-15% en remboursement de dettes.
Cf. : ING, « ING international survey, special report –helicoptere money », octobre 2016, en ligne : https://www.slideshare.net/ING/helicopter-money-loved-not-spent, consulté le 26 mai 2017.

[320] Il s'agit plus précisément de 1,3% d'impacts liés aux trois dernières années de politique monétaire. Donnée mentionnée par DRAGHI lors de la conférence de presse BCE du 8 décembre 2016. Cité dans : MUSSCHOOT, J., LONERGAN, E., « ECB should give money directly to citizens », in euobserver, en ligne, section opinion, 14 février 2017, in https://euobserver.com/opinion/136898.

[321] Le QE augmente les inégalités en favorisant le rendement d'actifs financiers qui bénéficient surtout à la population la plus nantie. Cf. 2.5.4.

- La compatibilité du Helicoptere money avec les traités varie d'une version à l'autre. De manière générale, deux points posent problème.

  Premièrement, certaines versions ne prévoient aucune contrepartie en échange de l'argent de la BCE (au mieux, la BCE obtient un titre perpétuel sans intérêt, au pire, elle n'obtient aucune contrepartie). Il s'agit d'une nouveauté totale avec ses pratiques précédentes.

  Deuxièmement, si les traités n'interdisent pas à la BCE une distribution d'argent aux citoyens[322], ils interdisent tout financement d'Etats. Les versions qui prévoient une redistribution passant au travers des caisses du gouvernement seraient particulièrement incompatibles avec les traités. C'est en cela que la proposition de dividende monétaire citoyen se distingue des autres et constitue une version plus compatible avec les traités, car :

  - La mesure serait lancée à l'initiative de la seule BCE.
  - Elle serait conforme à l'objectif prioritaire de stabilité des prix.
  - Elle n'intervient pas dans la politique budgétaire d'institutions publiques de l'UE (elle ne les finance pas).
  - Aucun article de ses statuts n'interdit à la BCE de mettre en place une telle mesure.

N.B. : L'idée d'une politique d'*helicopter money* est de plus en plus discutée dans les milieux académiques et économiques. La preuve en est la réalisation par ING de l'étude précitée mais, surtout, les propos de M. DRAGHI, du 10 mars 2016, qui trouve le concept « très intéressant », même s'il lui reconnaît une complexité, tant sur le plan économique que légal, qui doit être d'avantage étudiée[323]. Il ne disqualifie pas d'emblée ces propositions sous prétexte de leur incompatibilité totale avec les traités.

---

[322] Aucune mention explicite ne l'interdit. Cependant, cela doit être étudié, car jusqu'à présent, personne ne peut affirmer qu'une interprétation juridique des statuts de la BCE serait forcément compatible ou incompatible avec cette proposition.

[323] *« Nous n'avons pas encore vraiment pensé ou discuté l'helicopter money. C'est un concept très intéressant qui est discuté par des économistes universitaires et dans d'autres environnements, mais nous n'avons pas encore vraiment étudié ce concept. A priori, selon nous, il implique une certaine complexité tant sur le plan économique que sur le plan légal. Et puis l'Helicopter money peut prendre de nombreuses formes différentes, et on doit les analyser »* : DRAGHI, M., Conférence de presse de la BCE du 10 mars 2016, consulté le 28 mai 2017 à partir de la chaîne youtube « QE for people », disponible sur : https://www.youtube.com/watch?v=Zbb--KxTjWc.

3.2.3.4. Risques liés au financement monétaire.

Selon F. VAN LERVEN, les propositions de politique de financement monétaire sont attaquées pour deux raisons principales : l'hyperinflation et leurs irréversibilités.

- L'association à l'hyperinflation.

La critique par excellence adressée au financement monétaire est celle de risquer d'engendrer de l'hyperinflation. Il existe de nombreux exemples[324] d'hyperinflation dans l'histoire. Le plus connu d'Europe est celui de l'Allemagne : 1922-23, l'inflation a atteint jusqu' à 29.500%[325], ce qui explique l'hostilité allemande à l'égard de ce genre de politique[326]. L'argument est de considérer que si un gouvernement a le pouvoir de créer de la monnaie, il va être tenté, surtout avant chaque élection, de financer des dépenses en créant de l'argent de manière excessive, entraînant ainsi de l'hyperinflation.
Si le lien entre hyperinflation et dépenses monétaires gouvernementales est à nuancer[327], il est vrai qu'une politique de financement monétaire, pour éviter qu'elle ait un impact inflationniste néfaste, doit faire l'objet d'un contrôle strict et transparent entre les rôles et pouvoirs de la BCE/

---

[324] Les auteurs suivants ont listé 56 situations d'hyperinflation entre 1795 et 2007. Cf. : HANKE, S., KRUS, N., "World Hyperinflations", in *Cato Working Paper*, no. 8, 15 août 2012, pp. 13-17.
[325] Idem, p. 13.
[326]Paradoxalement, selon VAN LERVEN, qui se base lui-même sur BENES et KUMHOFF : « L'hyperinflation de la république de Weimar n'était pas le résultat d'impression massive de monnaie pour financer des investissements publics. C'était plutôt dû à la transformation (sous la pression des forces alliées) de la banque centrale en une entité privée, qui a procédé à la conversion de prêts spéculatifs émis par des banques privées en de l'argent créé sur demande ». « The hyperinflation of the Weimar Republic was not the result of the government printing substantial amounts of money to fund public investment. Rather, it was due to the central Reichsbank being transformed into a private entity (upon insistence of allied forces), which then proceeded to convert speculative loans made by private banks into new money on demand **».**
VAN LERVEN, F., « Recovery in the Eurozone, Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », in positive money, en ligne, décembre 2015, p. 39, in; http://www.qe4people.eu/resources, consulté le 25 mai 2017.
[327] En se basant sur l'étude de KRUS et HANKE (cf. note 324), VAN LERVEN conclut que *« l'hyperinflation n'apparaît que sous certaines conditions extrêmes telles que par exemple une guerre, ou un effondrement total des capacités de production d'un pays. L'hyperinflation n'a jamais été la conséquence d'une politique monétaire ou d'un politicien faisant tourner la planche à billets avant une élection; l'hyperinflation est le symptôme d'un Etat qui a perdu le contrôle de sa base imposable. ».* texte original : « hyperinflations only occur under extreme conditions such as war or a complete collapse in the productive capacity of a country. Hyperinflation has never been a consequence of monetary policy or politicians turning on the printing press just before an election; rather, hyperinflation is a symptom of a state that has lost control of its tax base. ».
Cf. note 27: VAN LERVEN, F., « Recovery in the Eurozone, Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », in positive money, en ligne, décembre 2015, p. 39, in ; http://www.qe4people.eu/resources, consulté le 25 mai 2017.

Banque centrale nationale (BCN) et ceux des gouvernements. Mervyn KING, résume les bonnes pratiques comme suit :

> *« Il est important de distinguer la « bonne » et la « mauvaise » création monétaire. La bonne création monétaire a lieu lorsqu'une banque centrale indépendante crée suffisamment de monnaie dans l'économie pour atteindre son objectif de stabilité de prix. La « mauvaise » création monétaire a lieu lorsque c'est le gouvernement qui définit le montant qui est créé afin de financer ses dépenses »*[328].

C'est en suivant ce principe que les réflexions du mouvement « QE for people » ont été construites. Elles prévoient une séparation claire entre l'indépendante BCE/ BCN qui fixe les montants en fonction des objectifs de la politique monétaire et les gouvernements qui décident de la manière d'utiliser l'argent. Si l'inflation devait repartir à la hausse, la BCE/BCN pourrait ainsi diminuer ou stopper la création monétaire jusqu'à ce que la pression inflationniste diminue.

Encadré 24 : « QE for people », une argumentation orthodoxe pour des réformes hétérodoxes ?

Il est étonnant de constater qu'avec un tel argumentaire, F. VAN LERVEN, dont le texte sert de base intellectuelle au mouvement « QE for people », malgré le fait qu'il propose des réformes plutôt hétérodoxes, paraît accepter l'idée très orthodoxe qu'une banque centrale doive rester indépendante pour éviter les risques d'inflation. La citation de Mervyn KING reprise ci-dessus, nous semble en effet véhiculer la conception assez manichéenne qui consiste à croire que toute intervention du gouvernement dans le fonctionnement d'une banque centrale amène inévitablement à de l'inflation.

[328] *« It is important to distinguish between "good" and "bad" money creation. "Good" money creation is where an independent central bank creates enough money in the economy to achieve price stability. "Bad" money creation is where the government chooses the amount of money that is created in order to finance its Expenditure ».* Citation de Mervyn KING, ancien gouverneur de la banque d'Angleterre, reprise respectivement par Adair Turner, directeur de l'autorité anglaise de régulation financière (cf. Turner, A., « Debt, Money and Mephistopheles: How do we get out of this mess? », Group of Thirty, Occasional Paper no. 87. p. 39) et VAN LERVEN, F. : VAN LERVEN, F., « Recovery in the Eurozone, Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », in positive money, en ligne, décembre 2015, p. 39, in ; http://www.qe4people.eu/resources, consulté le 25 mai 2017.

On a du mal à savoir si le fait d'utiliser de tels arguments relève d'une stratégie de faisabilité adoptée par l'auteur (ne pas remettre en question l'indépendance de la BCE pour faciliter la mise en place de ses propositions), ou si cela relève d'une conviction profonde.

- La critique de l'irréversibilité.

La politique de QE actuelle est présentée comme réversible, car si elle fait gonfler le bilan de la BCE, celle-ci garde la possibilité, si cela devenait nécessaire, de le dégonfler en revendant les titres achetés durant le QE. Cela aurait pour effet de retirer des liquidités du système bancaire. A l'inverse, les politiques de financement monétaire sont présentées comme irréversibles, puisque l'argent nouvellement créé, fait augmenter le bilan des BCE/BCN, sans que celles-ci ne reçoivent de contrepartie - sous forme d'actifs ou d'obligations qui pourraient être revendues en cas de besoin (la BCE ne peut retirer l'argent qu'elle aurait donné aux citoyens, ou à l'Etat, notamment parce qu'ils l'auraient probablement déjà dépensé).
A cette critique, VAN LERVEN réplique qu'il n'y a pas besoin « d'inverser » le QE[329]; que la plupart des analystes ne s'attendent pas à ce que la BCE mette en place un tel plan de réversibilité[330] et que, jusqu'à maintenant, aucune banque centrale n'a mis en place un plan de réversibilité viable et de grande ampleur[331].
Cependant, si à la suite d'une injection de monnaie centrale dans l'économie, la nécessité de retirer du système l'argent de la BCE se faisait sentir, il existerait deux possibilités pour le faire. D'une part, si l'économie le permet, en exigeant du gouvernement de réaliser un excédent budgétaire, ce qui équivaut à retirer du système le gain de pouvoir d'achat et de capacité de dépôt engendrée par le financement monétaire. Et d'autre part, ce qui serait politiquement plus

[329]Il reprend l'argument de A. TURNER, qui utilise l'exemple du programme d'achat de la FED, de l'avant et de l'après deuxième guerre mondiale, qui n'a jamais été inversé. Cf. VAN LERVEN, F., « Recovery in the Eurozone, Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », in positive money, en ligne, décembre 2015, p. 39, in ; http://www.qe4people.eu/resources, consulté le 25 mai 2017.
[330] VAN LERVEN appuie cet argument sur un texte de Larry ELIOT (éditorialiste économique au Guardian), qui affirme entre autres, que ce qui était non conventionnel auparavant, devient conventionnel, le temporaire devient permanent : Elliot, L., « Quantitative Easing: Giving the Cash to the Public Would Have Been More Effective », The Guardian, october 2014. Idem, p. 39.
[331] De plus, comme mentionné plus haut, en 2015, la maturité moyenne des titres achetés par le QE est de 9 ans (cf. 2.5.3.).

acceptable, en passant par les outils de la politique macro-prudentielle, par exemple en augmentant le taux de réserve obligatoire appliqué aux banques[332].

Par conséquent, une politique de financement monétaire ne doit pas nécessairement être considérée comme irréversible, permanente.

Encadré 25. Réforme du rôle de la BCE : le mur de Berlin…

On a vu, dans le premier chapitre, que l'indépendance stricte de la BCE (et son interdiction de financer les Etats) était le fruit de l'influence dominante de la vision ordo-libérale allemande, ainsi que du contexte idéologique[333], et historique (cf. 1.2.6.) de l'époque. En d'autres mots, on pourrait dire qu'une BCE très indépendante était le prix à payer pour réaliser l'union monétaire avec l'Allemagne et sa Bundesbank.

Selon F. LORDON, le tabou que constitue la question monétaire en Allemagne (au sens d'une éventuelle remise en question de l'indépendance de la BCE), n'est pas que l'affaire de la Bundesbank. Notamment, pour des raisons historiques[334], l'entièreté du corps social allemand se sent préoccupé par les questions monétaires[335].

A tous les éléments présentés au chapitre un, on rajoutera ceci : *« On ne dira jamais assez combien (…) l'Allemagne a pesé pour faire de l'exposition des politiques économiques nationales au jugement des marchés financiers la pierre de touche de l'organisation du*

[332] A nouveau les deux propositions sont émises par A. TURNER et reprises par VAN LERVEN : VAN LERVEN, F., « Recovery in the Eurozone, Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », in positive money, en ligne, décembre 2015, p. 40, in ; http://www.qe4people.eu/resources, consulté le 25 mai 2017.

[333] Contexte favorable notamment à la pensée néo-libérale et à l'héritage monétariste. Cf. 1.2.1.

[334] D'une part, à cause des traces laissées dans l'imaginaire collectif allemand par l'hyperinflation des années 20, d'autre part, parce que le système de retraite allemand est un système de retraite par capitalisation qui nécessite une inflation maîtrisée et des rendements suffisants sur les placements stables (c'est pour ça qu'ils n'aiment pas voir le rendement des bons d'Etats diminuer). La maîtrise de l'inflation est directement corrélée à la valeur des pensions allemandes.

[335]Sans prétendre que tous les allemands sont du même avis, F. LORDON rajoute *«* [l'opinion publique allemande] *dont on jugera de l'intensité de la préoccupation monétaire a ce seul fait qu'il est possible de la sonder sur ses appréciations du programme Outright Monetary Transactions ! ».* Sondage dont les résultats montrent que 48% des sondés sont contre l'OMT, 31% pour et seulement 21% de non réponse. Il est difficile d'imaginer un tel sondage réalisable ailleurs qu'en Allemagne, sans supposer que le taux de non réponse serait beaucoup plus important. Cf. LORDON, F., *La malfaçon, monnaie européenne et souveraineté démocratique*, Paris, Les liens qui libèrent, 2014, p.75.

système européen de politique économique »[336]. Selon F. LORDON, l'Allemagne n'a accepté l'union monétaire qu'à l'unique condition de voir ses partenaires européens se soumettre à la pression des marchés financiers[337]. Par conséquent, c'est précisément parce que les alternatives évoquées plus haut permettraient de relâcher la pression des marchés sur les Etats, qu'elles risquent d'engendrer de profondes oppositions chez une bonne partie des dirigeants et de la population allemande.

C'est en cela que la formation d'un consensus politique, pour la réalisation du genre d'alternatives reprises dans ce chapitre, ne sera pas évidente.

3.2.3.5. Conclusion

Les concepts de financement monétaire et *« d'helicopter money »* sont des concepts qui sont de plus en plus discutés dans les milieux académiques, économiques et citoyens. Mario DRAGHI a reconnu lui-même qu'ils étaient « des concepts intéressants » (Cf. 3.2.3.3). Leurs significations ne sont pas figées, de sorte qu'un même terme (« helicopter money » par exemple) peut désigner des propositions variant d'un auteur à l'autre.

Le risque inflationniste qu'ils comportent doit faire l'objet d'une attention particulière, notamment en mettant en place un contrôle et une délimitation claire et transparente des rôles des banques centrales (qui fixeraient les montants) et des gouvernements (qui décideraient de la manière de les utiliser).

Sans prétendre un seul instant qu'ils ne souffrent d'aucun défaut, ou qu'ils résoudraient tous les problèmes de la zone euro, ils permettraient cependant, de compenser légèrement les effets inégalitaires du QE et de l'austérité, en permettant d'augmenter le pouvoir d'achat des citoyens (helicopter money), ou de relancer les dépenses d'investissements (dans les cas de financement monétaire par exemple).

Si leur application n'est pas encore une réalité, on voit que certaines de leurs formes ne sont pas aussi incompatibles qu'on ne le pense, avec les traités européens. La mise en place d'un débat sur ces questions est primordiale : aussi bien d'un point de vue économique (comment

[336] LORDON, F., *La malfaçon, monnaie européenne et souveraineté démocratique*, Paris, Les liens qui libèrent, 2014.

[337] Ainsi, pour ne prendre qu'un exemple, un pays possédant une dette publique ou des déficits trop élevés serait immédiatement sanctionné par les marchés (au travers d'un taux d'intérêt plus élevé sur le financement de sa dette). L'idée étant de forcer les pays concernés à réduire leurs endettements.

améliorer l’efficacité des politiques monétaires) que d'un point de vue sociétal (comment augmenter l’emploi et/ou répondre au défi climatique).

3.3. Conclusion

Le bilan global[338] que nous avons réalisé sur l'efficacité de la politique monétaire, montre que si elle a permis probablement de sauver la zone euro, elle n'a pas réussi à provoquer une relance économique permettant une remontée de l'inflation sur sa cible. Cela s'explique par l'impossibilité de faire « ruisseler » jusqu'à l'économie réelle, les énormes quantités de liquidités injectées dans le secteur bancaire. Les crédits et les investissements aux agents économiques de l'économie réelle, s'ils ont légèrement augmenté, sont restés insuffisants, malgré le plan Juncker, arrivé bien trop tard après la crise.

Ce résultat, ainsi que le bas niveau d'investissement s'expliquent également par le cadre budgétaire européen, qui s'est rigidifié (TSCG en 2013). Il impose aux Etats une discipline budgétaire plus stricte, rendant impossible les dépenses publiques contra-cycliques et, par conséquent, tous projets cohérents de policy mix.

Dans ce contexte, un plan de relance de l'investissement basé sur la politique budgétaire est impossible en zone euro.

Dès lors, nous avons passé en revue différentes propositions, qui envisagent les politiques monétaires différemment. A chaque fois, ces propositions ont pour intention de montrer que des alternatives existent, qu'elles doivent être envisagées et étudiées sérieusement. Au vu de la crise, de l'impasse que constitue le triptyque stagnation économique, manque d'investissement, restrictions budgétaires, il est important, pour les citoyens européens, que la BCE envisage toutes les possibilités d'actions.

D'autant plus que la BCE semble avoir épuisé l'ensemble de ses instruments monétaires conventionnels comme non conventionnels. Si une crise financière éclate à nouveau (et nous avons vu que c'était possible), n'est-il pas crucial pour l'avenir de la zone euro, d'évaluer sérieusement la faisabilité de ce genre d'outils monétaires nouveaux ?

Il est évident que la mise en place d'alternatives comme celles proposées au chapitre 3 sont encore inenvisageable pour toute une série d'acteurs politiques. C'est précisément pour cela qu'il est primordial que les syndicats, comme la société civile, s'emparent de ces questions afin de faire évoluer le débat. Et puis, comme le reconnaît Benoît CŒURÉ[339], il était à l'époque tout

[338] Pour rappel, l'analyse de la politique monétaire de la BCE réalisée dans cet ouvrage porte sur une période allant jusqu'au premier janvier 2017.

[339] Membre du directoire de la BCE. Il affirme qu'il était impossible d'imaginer la manière dont la BCE allait modifier ses pratiques depuis qu'il l'a rejointe en janvier 2012. Il rajoute : *« Face à des situations nouvelles, la*

autant inenvisageable d'imaginer la tournure des politiques monétaires actuelles, alors qu'elles ont pourtant bien été mises en place.

Finalement, plutôt que de financer *Bayer-Monsanto, Shell, Total, LVMH* et d'autres multinationales avec de l'argent public[340], ne serait-il pas plus pertinent, notamment pour redorer l'image des institutions européennes auprès des citoyens, d'envisager des alternatives qui orientent les milliards de la BCE vers eux (helicopter money) et/ou vers des projets qui servent l'intérêt général (relance par l'investissement « vert ») ?

BCE a dû inventer des instruments nouveaux pour remplir sa mission ». Cf. : *CŒURÉ*, *B.,* « la fascination pour la BCE prospère dans le vide du politique », in L'Economie politique, n° 66, Paris, avril 2015, p. 7.

[340] Dans le cadre du Corporate Sector Purchase Programme (CSPP), la BCE rachète des obligations de multinationales. Cf. CORPORATE EUROPE OBSERVATORY, « The ECB's 'quantitative easing' funds multinationals and climate change », publié le 12/12/2016, https://corporateeurope.org – home- The ECB's 'quantitative easing' funds multinationals and climate change, consulté le 04/04/2017.

Conclusion générale

Le constat réalisé par Bruno COLMANT me semble être un bon élément de conclusion : *« C'est le chômage dans le sud de l'Europe qui paie l'euro, au profit du capital, essentiellement localisé dans le nord de l'Europe, et cela conduit à des mouvements populistes car on ne peut pas aujourd'hui négocier les traités sans remettre en cause la logique, le dogmatisme qui prévaut à la création de l'euro »*[341].

Cette phrase peut être expliquée par les éléments essentiels que nous avons vus dans les chapitres précédents.

- La politique monétaire de la zone euro est basée sur le modèle ordo-libéral allemand ainsi que sur l'héritage de la pensée monétariste. Cela explique le fait qu'elle est la banque centrale la plus indépendante des pays développés, qu'elle ne peut intervenir dans le financement des Etats et qu'elle ne possède qu'un seul objectif prioritaire : la stabilité des prix.
- Cet objectif prioritaire unique a pour conséquence de forcer la BCE à privilégier la lutte contre l'inflation, favorable aux détenteurs de capitaux (essentiellement situés au nord de l'Europe), par rapport à l'objectif de lutte contre le chômage, qui serait plus favorable aux citoyens (en particulier de l'Europe périphérique). Ainsi, aucune politique monétaire accommodante ne peut être mise en place, ou maintenue en zone euro, si la cible d'inflation est atteinte.

Malgré les oppositions allemandes, les politiques monétaires non conventionnelles déployées par la BCE ont sauvé la zone euro en réduisant les coûts de financement des Etats. Cependant, souffrant de l'absence d'un policy mix cohérent, elles n'ont permis d'atteindre durablement ni la cible d'inflation, ni la relance de la croissance et de l'investissement. Pire, elles ont aggravé les inégalités en subsidiant les banques, en enrichissant les détenteurs d'actifs financiers et en imposant des politiques d'austérités frappant les citoyens (via les conditionnalités associées à ces politiques).

Au vu de l'écart que constitue déjà le Quantitative easing (QE) par rapport à la philosophie des traités, certains militent pour que la BCE accentue cet écart en mettant en place des politiques alternatives compatibles, comme le QE, avec une interprétation souple des traités. Etant donné la faible probabilité d'obtenir un jour l'accord des 27 parlements de l'Union, nécessaire à une

[341] COLMANT, B., intervention dans l'émission « La semaine de l'Europe » diffusée le 4 juin 2017 sur la radio belge « la première », 8 min 22. Cf.: https://www.rtbf.be/auvio/detail_la-semaine-de-l-europe?id=2220673.

modification des traités, peut-être est-ce la stratégie la plus réaliste pour que la BCE atteigne son objectif de stabilité des prix, par une relance plus égalitaire et/ou plus verte de l'économie.

Cela étant dit, il n'en reste pas moins que la BCE, dans certains cas (Grèce), a bien incarné le rôle de « matraque de l'Europe » (en tout cas de l'Eurogroupe). Elle a contribué à imposer des politiques d'austérités aux Etats.

Le dogme sur lequel se base le modèle de la BCE part du principe que la monnaie est neutre et que la politique monétaire n'est pas de nature politique. Or, la période d'après crise a prouvé qu'aucun de ces deux principes ne sont vrais. La création monétaire est utilisée dans le but avoué de relancer l'économie (quantitative easing) et, en cas de crise financière, la BCE a le pouvoir de faire pression sur un gouvernement (Espagne, Irlande, Grèce), de faire fermer les banques d'un pays (Grèce) mais également de favoriser ou durcir les conditions de vie des citoyens en fonction des politiques monétaires qu'elle choisit.
Si la politique monétaire est de nature politique, elle doit être gérée par une instance démocratique qui doit servir l'intérêt général et rendre des comptes aux peuples, au travers des parlements.
C'est d'autant plus vrai que le risque de conflit d'intérêt qu'engendre la proximité des métiers bancaires et des carrières des banquiers centraux doit faire l'objet d'une attention particulière.

Toutes ces raisons nous amènent au constat principal de ce mémoire : en tant que citoyen, il est légitime d'exiger une remise en cause de l'idéologie incarnée par les statuts du SEBC. D'une part, parce que la crise a prouvé qu'elle se base sur des concepts erronés, défavorables aux citoyens et d'autre part, parce qu'elle cadenasse toutes possibilités de réformes et de démocratisation de la BCE.

Vu l'importance des enjeux, les questions monétaires ne peuvent être laissées aux seules mains d' « experts », sous prétexte que ce sont des questions techniquement complexes.
L'argument du « there is no alternative » est particulièrement impossible à brandir dans le cas de la politique monétaire. S'il est vrai qu'il sera difficile de parvenir à un consensus politique autour de tels projets de réforme (surtout en Allemagne), cela ne change rien au fait que les alternatives sont là et ne demandent qu'à être explorées et débattues. Qu'il s'agisse de munir la

BCE d'un mandat dual[342] à l'image de la Fed, ou d'envisager des alternatives plus « osées », le chapitre trois montre qu'il existe des alternatives sérieuses.

Toutefois, il ne s'agit pas un seul instant de prétendre, dans cet ouvrage, que la BCE ou les alternatives proposées au chapitre 3 pourraient résoudre, à elles seules, les problèmes fondamentaux de la construction européenne.
Néanmoins, partout en Europe, nous constatons une montée des extrémismes et le Brexit prouve que les réalités politiques, autant que les représentations et affects des citoyens, impactent les réalités monétaires et économiques. Même si la BCE n'est pas supposée faire ses choix sur base de constats politiques (la montée des extrémismes) ou climatiques, reconquérir des marges de manœuvres financières pour répondre aux nombreux défis de notre temps, ne serait-ce pas là un bon début pour redorer l'image de l'Europe auprès de ses citoyens et laisser un héritage décent à nos petits-enfants ?

[342] Un mandat dual est un mandat dans lequel l'objectif de stabilité des prix est aussi important que l'objectif de plein emploi.

Bibliographie :

Livres.

- BLANCHARD,O.,COHEN, D., JONHSON, D., *Macroéconomie*, Montreuil, Pearson 6e édition, 2013.
- LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope).
- CREEL, J., et al., *OFCE L'économie européenne 2016,* Paris, La découverte, collection repères.
- LEMOINE, B., *L'ordre de la dette, enquête sur les infortunes de l'état et la prospérité du marché*, Paris, la dévouverte, 2016.
- LORDON, F., *La malfaçon, monnaie européenne et souveraineté démocratique*, Paris, Les liens qui libèrent, 2014.
- STIGLITZ, J,E, *L'Euro comment la monnaie unique menace l'avenir de l'europe*, Paris, Les Liens Qui Libèrent, 2016.

Articles de revue.

- AGLIETTA, M, « la politique monétaire de la banque centrale européenne dans tous ses états », in Terra Nova la fondation progressiste, 23 septembre 2014.
- AGLIETTA,M., ESPAGNE, E., PERISSIN FABERT, B., « Une proposition pour financer l'investissement bas carbone en Europe », in *Etudes et documents*, Commissariat Général au Développement Durable, n° 121, Paris, mars 2015.
- ALLEMAND, F, « L'Union économique et monétaire: origine, fonctionnement et futur», CVCE, Coll. Dossier thématique, 2013. CVCE, 2013.
- ALLEMAND, Frédéric, "La coopération économique et monétaire communautaire", in ALLEMAND, Frédéric, « L'Union économique et monétaire: origine, fonctionnement et futur », CVCE, Coll. Dossier thématique.
- AUCREMANNE. L., IDE.S., « Leçons de la crise : politique monétaire et stabilité financière », in *Revue économique de la BNB, Septembre 2010.*
- BIBOW, J, « Investigating the Intellectual Origins of Euroland's Macroeconomic Policy Regime: Central Banking Institutions and Traditions in West Germany After the War », in *The Levy Economics Institute*, Working paper N°406, Mai 2004, pp 13-19.

- BOUCHARD, J.F., « BCE, le nouvel empereur de l'Europe », in *Géoéconomie,* n°68, janvier 2014, pp. 141-156.
- CARRE, E., « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques », in *L'Economie politique* n°66, Paris, avril 2015, pp. 42-55.
- CARRE,E., LE HERON, E., « Comment la BCE a géré la crise », in Alternatives économique, Hors-série n°105, Paris, avril 2015, pp 49-51.
- COEURE. B, « la fascination pour la BCE prospère dans le vide du politique », *in L'Economie politique,* n°66, Paris, avril 2015, pp.7-19.
- GALBRAITH J.K., « La faillite du monétarisme et l'illusion du nouveau consensus monétaire », in *L'Économie politique*, (n° 41), 2009/1, Paris.
- GOUX, J-F, « Une explication monétaire non monétariste : la théorie post-keynésienne. », In *Revue française d'économie*, volume 11, n°3, 1996, p.70.
- LE HERON, E., « L'euro, une monnaie incomplète : retour sur les ambiguïtés du compromis historique, politique et idéologique lors de la création de la BCE », in Economie et institution n°22, GREThA UMR CNRS, Sciences Po Bordeaux, Université de Bordeaux, 1Er semestre 2015.
- LE HERON, E., « Fed versus BCE, l'histoire d'un enjeu démocratique », in *L'Economie politique*, n°61, janvier 2014, Paris.
- TRUGER, A., « THE GOLDEN RULE OF PUBLIC INVESTMENT – A NECESSARY AND SUFFICIENT REFORM OF THE EU FISCAL FRAMEWORK? », in *Hans Böckler Stiftung's working paper*, N°168, Berlin, mai 2016.

<u>Autres documents.</u>

- COMMISSION EUROPEENNE, RÈGLEMENT (CE) N°1053/2008 DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, du 23 octobre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.
- COMMISSION EUROPEENNE, *Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (version consolidée)*, Journal officiel de l'Union européenne, Bruxelles, 26/10/2012.
- COMMISSION EUROPEENNE, *Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (version consolidée)-Protocole (N°4) sur les statuts du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne*, Journal officiel de l'Union européenne, Bruxelles, 26/10/2012.

- COMMISSION EUROPEENNE, *Version consolidée du Traité sur l'Union européenne et du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne,* Journal officiel de l'Union européenne, Bruxelles, 7 juin 2016.
- CONFÉDÉRATION EUROPÉENNE DES SYNDICATS, « manifeste de Paris », 13ème congrès, Bruxelles, octobre 2015.
- HOUSE OF THE OIREACHTAS, « REPORT of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis », volume 1 : Report, Dublin, January 2016.
- LONERGAN, E., JOURDAN, S., « Citizens' Monetary Dividend Upgrading the ECB's toolkit », in *QE for people*, Bruxelles, Septembre 2016.
- PARLEMENT EUROPEEN*, Résolution du Parlement européen du 13 mars 2014 sur le rapport d'enquête sur le rôle et les activités de la troïka (BCE, Commission et FMI) dans les pays sous-programme de la zone euro,* P7_TA(2014)0239, Strasbourg, adopté le 13 mars 2014.
- ROGGENBUCK, A, TRILLING, M, «Pour des plans européens mieux conçus. Pourquoi le plan d'investissement pour l'Europe ne stimule pas la transition énergétique durable », édité par CEE Bankwatch Network, Bruxelles, Octobre 2016.
- SCHELLER, H-K**, «** La banque centrale européenne, Histoire, Rôle et fonction »**,** in *publication de la Banque centrale européenne*, Francfort, 2006.
- SERVICE PUBLIC FÉDÉRAL FINANCES – BELGIQUE, DIDDEREN, D., « La nouvelle gouvernance économique européenne: les motivations des réformes », Bruxelles, Bulletin de Documentation, 74ème année, n°1, 1er trimestre 2014.

Documents électroniques.

- AGLIETTA, M., (Interview vidéo de), *« La BCE, nouvel acteur clé du financement de l'économie verte ? »,* 17 avril 2015, disponible en ligne sur la chaîne youtube de « AGEFI TV » : https://www.youtube.com/watch?v=LgvZYc-EH-8.
- Alternatives économiques- le dictionnaire d'alternatives économiques en ligne - triangle d'incompatibilité : http://www.alternatives-economiques.fr/Dictionnaire_fr_52_.html, (mis à jour le 22/01/2010).
- ARNONE, M., LAURENS B-J., SEGALOTTO, J-F., *"Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies"*, in IMF Working paper, n°WP/06/228, October 2006; https://www.imf.org/, consulté le 15 mars 2016.

- BANK OF ENGLAND, « Monetary policy framework » : http://www.bankofengland.co.uk, consulté le 2 mai 2017, rubrique : home- Monetary Policy - Monetary Policy Framework.
- BCE, « Inflation and the euro » ; https://www.ecb.europa.eu, rubrique : Home-Statistics-Macroeconomic and sectoral statistics-Measuring inflation HICP-Inflation and the euro, consulté le 19 mai 2017.
- BCE, « L'union bancaire » ; https://www.bankingsupervision.europa.eu, rubrique : home - A propos - L'union bancaire, consulté le 03 Avril 2017.
- BCE, « Rapport annuel 2016 », in *BCE*, en ligne, Francfort, Février 2017 ; www.ecb.eu, rubrique : publication –rapport annuel- rapport annuel 2016, consulté le 25/04/2017.
- BCE, PRESS RELEASE, "Covered bond purchase program completed", juin 2010: https://www.ecb.europa.eu/, rubrique: Home-Media-Press releases-By date-2010-30 June 2010.
- BCE, Press release, « *ECB adds corporate sector purchase programme (CSPP) to the asset purchase programme (APP) and announces changes to APP »,* 10 Mars 2016: https://www.ecb.europa.eu, rubrique: Home›Media›Press releases›By date›2016›10 March 2016.
- BCE, Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs); https://www.ecb.europa.eu, Home-Monetary Policy-Instruments-Open market operations- TLTROs.
- BCE, « Introductory statement to the press conference (with Q&A) », *Conférence de presse de M. DRAGHI*, 8 décembre 2016, en ligne ; https://www.ecb.europa.eu/, rubrique : Home-Media-Press conferences-2016-8 December 2016, consulté le 14 juin 2017.
- BINI SMAGHI, L., « Conventional and unconventional monetary policy », Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009 : https://www.ecb.europa.eu/, rubrique: Home›Media›Speeches›By date›2009›28 April 2009.
- BONFOND, O., « La dette belge pourrait être en dessous de 50% du PIB », in *CADTM*, en ligne, 14 novembre 2012 ; http://cadtm.org/La-dette-belge-pourrait-etre-en, consulté le 4 juin 2017.

- COLMANT, B., intervention dans l'émission « La semaine de l'Europe » diffusée le 4 juin 2017 sur la radio belge « la première », 8 min 22. Cf.: https://www.rtbf.be/auvio/detail_la-semaine-de-l-europe?id=2220673.
- CORPORATE EUROPE OBSERVATORY, « The ECB's 'quantitative easing' funds multinationals and climate change », publié le 12/12/2016, https://corporateeurope.org – home- The ECB's 'quantitative easing' funds multinationals and climate change, consulté le 04/04/2017.
- CUSTERS, R, « Plan Juncker : une illusion », in *Gresea*, en ligne, avril 2015,; http://www.gresea.be/spip.php?article1365.
- DANCER, M., « Les nouvelles dépenses de sécurité ne seront pas incluses dans le déficit français », in *La Croix,* en ligne, publié le 16 décembre 2016, in ; http://www.la-croix.com, consulté le 21 mai 2017.
- DANESCU, E.R., « Le FECOM », in dossier thématique « Pierre Werner et la construction européenne: du plan Schuman au sommet de Fontainebleau», in *cvce, juillet 2016 ;* www.cvce.eu*, consulté le 28 septembre 2016.*
- DiEM25, « New Deal Européen, la synthèse » : https://diem25.org/home-fr/, consulté le 23 mai 2017, rubrique : campagnes-New Deal Européen.
- DRAGHI, M., « Le chômage dans la zone euro », Discours de M. Mario Draghi, au symposium annuel des banques centrales, Jackson Hole, le 22 août 2014 ; www.ecb.eu, Home›Media›Speeches›By date›2014›22 août 2014.
- DRAGHI, M., Conférence de presse de la BCE du 10 mars 2016, consulté le 28 mai 2017 à partir de la chaîne youtube « QE for people », disponible sur : https://www.youtube.com/watch?v=Zbb--KxTjWc.
- EUROPEAN COMMISSION, « plan d'investissement deux ans déjà », octobre 2016 ; https://ec.europa.eu/, rubrique : Commission européenne – Priorités - Emploi, croissance et investissement – plan d'investissement – plan d'investissement deux ans déjà, consulté le 7 mai 2017.
- EUROPEAN COMMISSION, AMECO macroeconomic database, Structural balance of general government (indicateur) : http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm, rubrique : 17 - 17,1- Structural balance, %GDP (UBLGBPS). Consulté le 24 mai 2017.
- FONTAN, C, « La BCE et la crise du capitalisme en Europe », in *la vie des idées,* en ligne, rubrique : essais et débats, 24 février 2015 ; http://www.laviedesidees.fr/.

- GODIN, R , « La BCE a bien exercé un chantage sur le gouvernement irlandais en 2010 », in *La Tribune*, en ligne, 06/11/2014 ; http://www.latribune.fr, consulté le 11/04/2017.
- JAMET, J.F., « La politique monétaire de la zone euro et la banque centrale européenne », *in* la fondation Robert Schuman, http://www.robert-schuman.eu/fr/questions-d-europe/0051-la-politique-monetaire-de-la-zone-euro-et-la-banque-centrale-europeenne.
- LEBEAU, E., « Le Traité budgétaire : enjeux énormes, débat expédié », in *econosphères*, en ligne, publié le 8 juillet 2013 ; http://www.econospheres.be/Le-Traite-budgetaire-enjeux.
- LEMOINE, B., intervention lors du « sommet international du plan B » du 23 janvier 2016, disponible sur la chaine youtube de « Euro plan B », sous le titre *«Maîtriser les dettes publiques : audit, moratoire, défaut : pour maîtriser les outils »,* en ligne ; https://www.youtube.com/watch?v=P_ysLOAyWIg, consulté le 20 juin 2017.
- LEMOINE, B., *« Dette publique, débat confisqué. Pourquoi la France emprunte-t-elle sur les marchés ? »,* in *La vie des idées,* en ligne, 12 février 2013; http://www.laviedesidees.fr/, rubrique : essais et débats.
- LES ECHOS- lexique financier- restructuration ; https://www.lesechos.fr , rubrique : Finance-Marché, Lexique financier, restructuration, consulté le 12 avril 2017.
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, « A WINDOW OF OPPORTUNITY FOR EUROPE », in McKinsey & Company, Juin 2015 ; http://www.mckinsey.com/ rubrique : global-themes/europe/a-window-of-opportunity-for-europe, consulté le 25 mai 2017.
- MUSSCHOOT, J., LONERGAN, E., « ECB should give money directly to citizens », in *euobserver*, en ligne, section opinion, 14 février 2017 ; https://euobserver.com/opinion/136898.
- OCDE (2017), Taux d'intérêt à long terme (indicateur). doi: 10.1787/4e01728c-fr ; https://data.oecd.org/fr/, rubrique : thèmes-Finance-taux d'intérêt-taux d'intérêts de long terme, (Consulté le 04 juin 2017).
- OPEP, « OPEC basket price » ; http://www.opec.org/, rubrique : home-data/Graph-OPEC Basket price, consulté le 19 mai 2017.
- P. ARTUS, interview video intitulée : "La prochaine crise sera extraordinairement violente", dans l'émission « la matinale des Echos » le 1er février 2016 ; https://www.youtube.com/watch?v=qqw4eBeUzQc.

- PARLEMENT EUROPEEN - Réponse à la question parlementaire du 30 juin 2011 n° E-006709/2011, du député David CASA, en ligne, http://www.europarl.europa.eu rubrique : plénière-Questions et déclarations, consulté le 23 mai 2017.
- PERNIN, M., « Olli Rehn confirme les strictes conditions d'exclusion des dépenses d'investissement dans la règle du calcul des déficits publics », in *Contre La Cour*, en ligne, publié le 15 octobre 2013 ; http://www.contrelacour.fr/, rubriques : archives-archives octobre 2013.
- QUADEN, G., « La politique monétaire en Belgique », in *Revue d'économie financière*, n°12-13, 1990, in *persee* ; http://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_1990_num_12_1_1680, consulté le 19 juin 2017.
- SARACENO, F., "Macroeconomic theory, the emu crisis, and secular stagnation: a reappraisal of fiscal policy", in *http://fsaraceno.free.fr/WorkingPaperFiscalRules.pdf,* Paris, September 2016.
- SWOBODA. A., « Robert Mundell et Les Fondements Théoriques de l'Union Monétaire Européenne », in *FMI – article et commentaire*, en ligne, 13 décembre 1999 ; http://www.imf.org/, consulté le 28 février 2017.
- SZTAJNKRYCER, P., « Comment les candidats à la présidentielle comptent-ils financer leurs promesses ? », in *le Monde*, en ligne, 21 avril 2017 ; http://www.lemonde.fr, Consulté le 4 juin 2017.
- TRICHET, J-C., « La politique monétaire de la BCE pendant la crise financière », in BCE, discours prononcé à l'université de Montréal, Montréal, 6 juin 2011 ; https://www.ecb.europa.eu/, rubrique : Home-Media-Speeches-By date-2011-6 juin 2011.
- VAN LERVEN, F., « Recovery in the Eurozone, Using Money Creation to Stimulate the Real Economy », in *positive money*, en ligne, décembre 2015, in ; http://www.qe4people.eu/resources, consulté le 25 mai 2017.
- VITERBO, A., « Legal and Accountability Issues Arising from the ECB's Conditionality », in *European Papers*, en ligne, Vol. 1, 2016, No 2, pp. 501-531; www.europeanpapers.eu, consulté le15 juin 2017.

Annexes :

Annexe 1 **: Ligne du temps : la marche vers l'euro.**

Encadré 1 La marche vers l'euro

1962	Première proposition de la Commission européenne en vue de l'établissement d'une union économique et monétaire (*Mémorandum Marjolin*)
Mai 1964	Création d'un Comité des gouverneurs des banques centrales des États membres de la Communauté économique européenne (CEE) afin d'institutionnaliser la coopération entre les banques centrales de la CEE
1971	Le rapport Werner établit un plan destiné à réaliser une union économique et monétaire dans la Communauté à l'horizon de 1980.
Avril 1972	Mise en place d'un système (le « serpent monétaire ») de resserrement progressif des marges de fluctuation des monnaies des États membres de la Communauté économique européenne
Avril 1973	Création du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) afin d'assurer le bon fonctionnement du serpent monétaire
Mars 1979	Création du Système monétaire européen (SME)
Février 1986	Signature de l'Acte unique européen (AUE)
Juin 1988	Le Conseil européen charge un comité d'experts, sous la présidence de Jacques Delors (le « Comité Delors ») de faire des propositions en vue de la réalisation de l'UEM.
Mai 1989	Le « Rapport Delors » est soumis au Conseil européen.
Juin 1989	Le Conseil européen approuve la réalisation de l'UEM en trois phases.
Juillet 1990	Début de la phase I de l'UEM
Décembre 1990	Lancement d'une Conférence intergouvernementale pour préparer la phase II et la phase III de l'UEM
Février 1992	Signature du traité sur l'Union européenne (le « traité de Maastricht »)
Octobre 1993	Francfort-sur-le-Main est la ville choisie pour accueillir le siège de l'IME et de la BCE ; désignation du président de l'IME
Novembre 1993	Entrée en vigueur du traité sur l'Union européenne
Décembre 1993	Alexandre Lamfalussy est nommé président de l'IME, dont la date de création est fixée au 1er janvier 1994.
Janvier 1994	Début de la phase II de l'UEM et mise en place de l'IME
Décembre 1995	Le Conseil européen de Madrid adopte le nom de la monnaie unique et définit le scénario de son adoption et du passage à l'euro fiduciaire.
Décembre 1996	L'IME présente au Conseil européen les spécimens des billets en euros.
Juin 1997	Le Conseil européen adopte le Pacte de stabilité et de croissance.
Mai 1998	L'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal sont considérés comme satisfaisant aux conditions nécessaires à l'adoption de l'euro en tant que monnaie unique ; nomination des membres du Directoire de la BCE
Juin 1998	Établissement de la BCE et du SEBC
Octobre 1998	La BCE annonce la stratégie et le cadre opérationnel de la politique monétaire unique qu'elle mettra en œuvre à compter du 1er janvier 1999.
Janvier 1999	Début de la phase III de l'UEM : l'euro devient la monnaie unique de la zone euro ; fixation irrévocable des taux de conversion des anciennes monnaies nationales des États membres participants ; mise en place d'une politique monétaire unique au sein de la zone euro
Janvier 2001	La Grèce devient le douzième État membre de l'UE à intégrer la zone euro.

Encadré 1 La marche vers l'euro (suite)

Janvier 2002	Passage à l'euro fiduciaire : introduction des billets et des pièces en euros qui ont seuls cours légal à partir de la fin février 2002
Mai 2004	Les BCN des dix nouveaux États membres de l'UE entrent dans le SEBC.

Source : SCHELLER, H-K**,** *La banque centrale européenne, Histoire, Rôle et fonction***,** Francfort, Banque centrale européenne, 2006, p.16.

Annexe 2 : Encadré 1.2.1: Stratégie de crédibilité versus stratégie de confiance : quelles différences ?[343]

	Stratégie de crédibilité	***Stratégie de confiance***
Fondements théoriques	*Nouvelle école classique*	*Nouvelle école keynésienne*
Conception sous-jacente de la monnaie	*Monnaie neutre à court et long termes* *Problème technique (contrôle de l'inflation)* *Rejet du financement monétaire de l'Etat*	*Monnaie non neutre à court terme* *Problème éminemment politique* *Financement monétaire possible de l'Etat*
Enchainement vertueux escompté	*Modèle d'équilibre de long terme prédéterminé* ➔ *Connaissance commune d'un modèle d'équilibre de long terme.* ➔ *Règle* ➔ *Indépendance totale* ➔ *Engagement irrévocable et responsabilité contre l'inflation : « je rends compte »* ➔ *Transparence, focus sur l'information* ➔ *Crédibilité*	*Incertitude sur le modèle de l'économie* ➔ *Compréhension réciproque de l'économie issue d'un processus d'apprentissage entre agents* ➔ *Gouvernance* ➔ *Responsabilisation : « je rends des comptes »* ➔ *Focus sur la stratégie de communication* ➔ *confiance*
Statut de la banque centrale	*Indépendance totale vis-à-vis du pouvoir politique*	*Indépendance instrumentale, c'est-à-dire gouvernance où les relations entre la banque centrale et le pouvoir politique sont équilibrées*

[343] Cet encadré est repris de l'ouvrage : LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p78

Mission de la banque centrale	*Responsabilité de la lutte contre l'inflation devant la population*	*Responsabilisation sur les objectifs définis par le pouvoir politique*
Stratégie de communication	*Transparence totale*	*Plutôt qu'une transparence totale, impossible et contre-productive dans les faits, la banque centrale doit faire preuve d'ouverture et d'une stratégie de communication sophistiquée*

Source : LE HERON, E., *A quoi sert la banque centrale européenne ?*, Paris, La documentation Française, 2013, (réflexeeurope), p78

Annexe 3 : Différence entre libéralisme anglo-saxon/ européisme keynésien/ européisme ordo-libéral.[344]

	Libéralisme	**Européisme**	
	Anglo-saxon	Keynésien	Ordo-libéral
Vision de l'Europe	- grand marché de libre échange qui permet des économies d'échelles - concurrence libre et non faussée (plus important que chez les ordo-libéraux). - Europe = coordination de Nations souveraine	- Etats-Unis d'Europe, calqués sur le modèle fédéral américain - Etat Providence - Interventionnisme keynésien - Grande confiance envers les technocrates (experts, intellectuels, institutions européennes) *versus* le peuple, les hommes politiques nationaux.	- L'Etat garantit un cadre légal et institutionnel à l'économie qui garantit un marché où la concurrence est libre et non faussée. - Confiance envers les experts.
Conception de la monnaie	- La monnaie est une question politique qui relève de la souveraineté nationale	- La monnaie est une question politique qui relève de la souveraineté nationale	- La monnaie est neutre. Elle n'amène aucune forme de convergence
Souveraineté	- Refus de tout transfert de souveraineté monétaire et	- Approche fonctionnaliste : utilise les échecs économiques pour justifier la nécessité	- Pour des institutions indépendantes intermédiaires - Banque centrale indépendante

[344] Reconstitué par l'auteur sur base de l'article : LE HERON, E., *L'euro, une monnaie incomplète : retour sur les ambiguïtés du compromis historique, politique et idéologique lors de la création de la BCE,* in Economie et institution n°22, GREThA UMR CNRS, Sciences Po Bordeaux, Université de Bordeaux, 1Er semestre 2015, pp 185-191.

	budgétaire vers le niveau européen. - Réduire le nombre d'institutions supranationales	d'avancer dans le projet européen. - Le transfert de souveraineté budgétaire se fera dans la foulée de la souveraineté monétaire car seule elle ne suffit pas.	- Orthodoxie budgétaire gravée dans les traités (pol monétaire non souveraine, pol. Budgétaire cadrée par les traités).
Projet d'union monétaire	Le plan Major (n'a jamais été voté au Royaume-Uni) : - Monnaie commune qui circulerait, surtout dans les échanges entre pays, en concurrence avec les monnaies nationales. - La monnaie doit devenir une marchandise afin de la réguler par le marché.	Pour l'euro, car il doit logiquement mener à la mise en place d'un gouvernement économique européen, afin de combler les insuffisances actuelles.	L'UEM est envisagée sur le long terme, après que les pays aient atteint un niveau de convergence économique qui permette de former une zone monétaire optimale.

Source : LE HERON, E., L'euro, une monnaie incomplète : retour sur les ambiguïtés du compromis historique, politique et idéologique lors de la création de la BCE, in Economie et institution n°22, GREThA UMR CNRS, Sciences Po Bordeaux, Université de Bordeaux, 1Er semestre 2015, pp 185-191

Annexe 4. Estimation des liquidités injectées dans le secteur bancaire de 2008 à Mars 2017.

Liste des principaux refinancements non conventionnels de la BCE (prêts préférentiels de la BCE envers les banques).	**Programme d'achat d'actifs opéré par la BCE.**
Septembre 2008 : premier LTRO[345]	A partir de juillet 2009 : CBPP[346] (60 milliards entre juillet 2009 et 2010.
Entre décembre 2011 et mars 2012 : VLTRO 1.018 milliards	Mai 2010 : Securities market program SMP[347] : 210 milliards.
LTRO	Novembre 2011 : CBPP 2 = 40 milliards
Juin 2014 : TLTRO	Octobre 2014 à janvier 2015 : CBPP3 : 29,6 millards[348].
Juin 2016 à mars 2017 : TLTRO 2	Mars 2015 à mars 2017 : Quantitative easing (Asset Purchase Programme (APP)) = 1.680 milliards[349].
Total : LTRO + VLTRO +TLTROs. Les méthodes de refinancement de long terme font partie du fonctionnement du système bancaire. Même si leur durée est exceptionnelle, le calcul de leurs montants ne donnerait pas d'indications pertinentes.	**Total : 2.019,6 milliards.** Il s'agit d'un montant approximatif puisqu'il est calculé sur base des montants mensuels moyens, dont les chiffres réels diffèrent d'un mois à l'autre.

[345] Long term refinancing operation : opération de financement de long terme. La BCE, au lieu de, comme en temps normal, faire des prêts au jour le jour aux banques, lui permet d'emprunter des financements pour des périodes allant de plusieurs semaines à un an. Cf. 2.3.3.
[346] Covered bond purchase program : achat d'obligations émises par des banques privées.
[347] SMP : achat de titres publics (obligations d'Etats) rachetés sur les marchés secondaires.
[348] Je n'ai pas trouvé les montants rachetés en janvier et février 2015. A partir de mars 2015 les rachats opérés dans le cadre du CBPP3 sont comptabilisés dans les montants du programme d'achat d'actifs (quantitative easing).
[349] 60 milliards/mois de mars 2015 à mars 2016 + 80 milliards/mois de mars 2016 à mars 2017 = 1.680 milliards. Les montants mensuels cités sont des moyennes. Il s'agit donc d'une estimation globale.
N.B. : pour rappel, le programme d'achat d'actifs englobe les 4 autres programmes d'achats :
- third covered bond purchase programme (CBPP3)
- asset-backed securities purchase programme (ABSPP)
- public sector purchase programme (PSPP)
- corporate sector purchase programme (CSPP).