

**CONCOURS EXTERNE POUR L'ACCÈS AU GRADE
D'INSPECTEUR DES FINANCES PUBLIQUES**

ANNÉE 2016

ÉPREUVE ÉCRITE D'ADMISSIBILITÉ N° 1

Durée : 4 heures - Coefficient : 7

Note de synthèse

Toute note inférieure à 5/20 est éliminatoire.

Recommandations importantes

Le candidat trouvera au verso la manière de servir la copie dédiée.

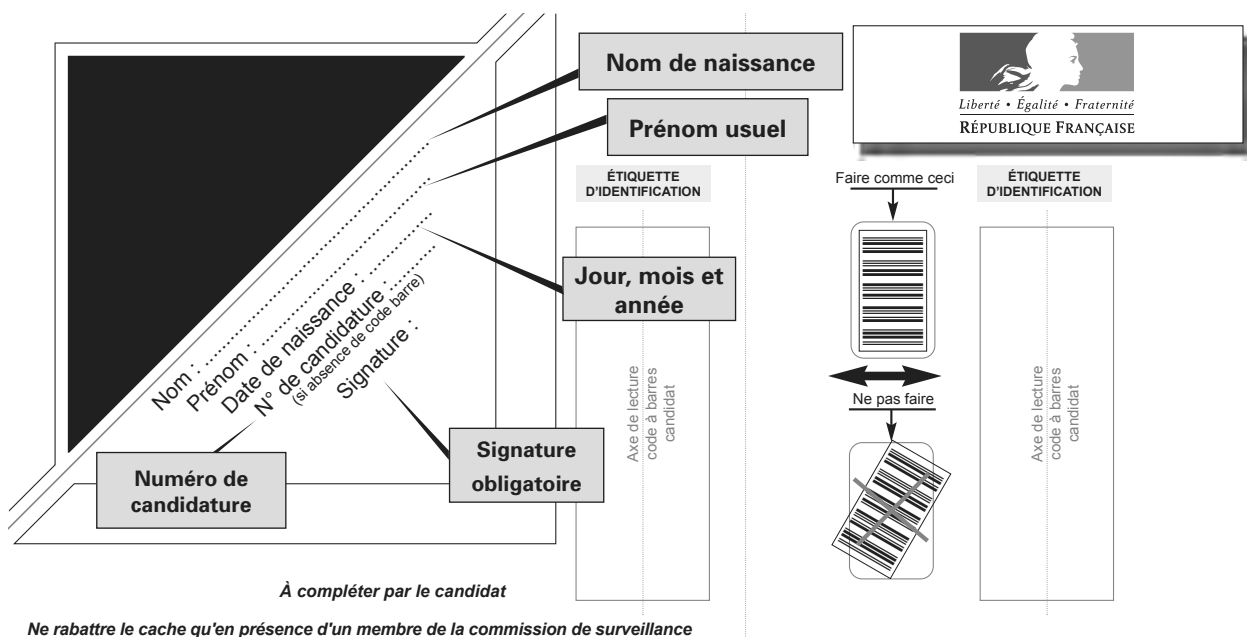
Sous peine d'annulation de sa copie, le candidat ne doit porter aucun signe distinctif (nom, prénom, signature, numéro de candidature, etc.) en dehors du volet rabattable d'en-tête.

Il devra obligatoirement se conformer aux directives données.



Tournez la page S.V.P.

Le candidat devra compléter l'intérieur du volet rabattable des informations demandées et se conformer aux instructions données



À compléter par le candidat

Ne rabattre le cache qu'en présence d'un membre de la commission de surveillance

Concours externe - interne - professionnel - ou examen professionnel ⁽¹⁾

⁽¹⁾ Rayer les mentions inutiles

.....
externe

Pour l'emploi de : **Inspecteur des Finances publiques**

Épreuve n° :

Préciser éventuellement le nombre d'intercalaires supplémentaires

Matière : **006 – Rédaction d'une note de synthèse**

Date :

Nombre d'intercalaires supplémentaires :

À L'ATTENTION DU CANDIDAT

En dehors de la zone d'identification rabattable, les copies doivent être totalement anonymes et ne comporter aucun élément d'identification tel que nom, prénom, signature, paraphe, localisation, initiale, numéro, ou toute autre indication même fictive étrangère au traitement du sujet.

Il est demandé aux candidats d'écrire et de souligner si nécessaire au stylo bille, plume ou feutre, de couleur noire ou bleue uniquement. Une autre couleur pourrait être considérée comme un signe distinctif par le jury, auquel cas la note de zéro serait attribuée. De même, l'utilisation de crayon surligneur est interdite.

Les étiquettes d'identification codes à barres, destinées à permettre à l'administration d'identifier votre copie, ne doivent être détachées et collées dans les deux cadres prévus à cet effet qu'en présence d'un membre de la commission de surveillance.

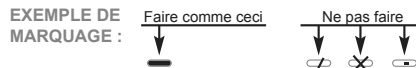
Suivre les instructions données pour les étiquettes d'identification

NOTE / 20

RÉSERVÉ À L'ADMINISTRATION

À L'ATTENTION DU CORRECTEUR

**Pour remplir ce document :
Utilisez un stylo ou une pointe feutre
de couleur NOIRE ou BLEUE.**



Pour porter votre note, cochez les gélules correspondantes.

Reportez la note dans les zones **NOTE / 20** et dans le cadre **A**

En cas d'erreur de codification dans le report des notes cochez la case **erreur** et reportez la note dans le cadre **B**.

Cadre A réservé à la notation				Cadre B réservé à la notation rectificative			
20	19	18		20	19	18	
17	16	15		17	16	15	
14	13	12		14	13	12	
11	10	09		11	10	09	
08	07	06		08	07	06	
05	04	03		05	04	03	
02	01	00		02	01	00	
Décimales				Décimales			
,00	,25	,50	,75	,00	,25	,50	,75
				Erreur			

NOTE / 20

EN AUCUN CAS, LE CANDIDAT NE FERMERA LE VOLET RABATTEBLE AVANT D'Y AVOIR ÉTÉ AUTORISÉ PAR LA COMMISSION DE SURVEILLANCE

SUJET

À l'aide des seuls documents joints, vous réaliserez une note de synthèse présentant dans un premier temps les conditions de mise en place et de fonctionnement de l'union monétaire et dans un second temps la mise en œuvre de la politique monétaire au sein de la zone euro.

Vous rédigerez ensuite une note dans laquelle, en vous appuyant sur l'actualité récente et sur vos connaissances personnelles, vous présenterez les effets induits par le changement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE).

Liste des documents

Document 1 La BCE-L'Eurosystème (6 pages)

Auteur : publication BCE -Brochure BCE Edition 2011

Document 2 La politique monétaire européenne (4 pages)

Source : site du parlement européen

Auteur : publication Parlement-Fiches techniques Edition 2015

Document 3 L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro (1 page)

Source : site de la BCE

Auteur : Christian Noyer-Intervention 23 mars 2000

Document 4 L'Europe du Sud n'est pas tirée d'affaire (1 page)

Source : Alternatives Economiques Hors série n° 104

Auteur : Guillaume Duval- Février 2015

Document 5 Quantitative easing (2 pages)

Auteur : Benoist Fechner- 21 janvier 2015

Document 6 Le programme d'assouplissement quantitatif (3 pages)

Source : Sénat : Notes d'information sur l'Union européenne

Auteur : fiche technique du Sénat- 09 mars 2015

Document 7 Le « bazooka monétaire » de la BCE passé au crible (3 pages)

Source : Le Monde.fr

Auteur : Marie Charrel- 22 janvier 2015

Document 8 La BCE et ses critiques (2 pages)

Auteur : Jean Pisani-Ferry- 05 février 2015

Le fonds documentaire comporte 22 pages.

LA BANQUE CENTRALE EUROPEENNE. L'EUROSYSTEME. LE SYSTEME EUROPEEN DE BANQUES CENTRALES.

<p>1 Les étapes ayant conduit à l'Union économique et monétaire</p> <p>2 Structure et missions</p> <p>3 La politique monétaire</p> <p>4 Le système Target 2</p> <p>5 Les billets et pièces en euros</p> <p>6 La surveillance bancaire</p>	<p>1.1 L'intégration économique</p> <p>1.2 L'intégration économique</p> <p>1.3 Les critères de convergence</p>	<p>1.4 Les principales caractéristiques de la zone euro</p> <p>1.5 Les bienfaits de l'euro</p>	<p>Moments clés</p>
---	--	--	---------------------



1.2 L'INTÉGRATION ÉCONOMIQUE

En 1970, le rapport Werner¹ a été la première tentative en vue de la réalisation, en trois étapes, d'une union économique et monétaire à l'horizon de 1980. Toutefois, dans un contexte marqué à la fois par de très fortes tensions sur les marchés des changes internationaux, consécutives à l'effondrement du système de Bretton Woods au début des années 1970, et par une récession mondiale causée par la première crise pétrolière, en 1973, ces projets initiaux d'union économique et monétaire n'ont pas abouti.

En 1979, pour remédier à cette instabilité, les neuf États membres de la CEE de l'époque ont créé le **Système monétaire européen (SME)**. Celui-ci se caractérisait essentiellement par un **mécanisme de change (MCE)** fondé sur des parités fixes, mais ajustables, entre les monnaies des neuf États.

En 1986, l'Acte unique européen, qui a instauré un marché unique, a redonné vie à l'idée d'une union économique et monétaire. Seule l'introduction d'une monnaie unique entre les pays participants leur permettrait de profiter pleinement des avantages d'un marché unique. En 1988, le **Conseil européen** a demandé au **Comité Delors** d'étudier les modalités de la mise en place d'une **Union économique et monétaire (UEM)**. Le Rapport Delors, présenté en 1989, a entraîné l'ouverture de négociations relatives au traité sur l'Union européenne, qui a créé l'Union européenne (UE) et amendé le traité instaurant la Communauté européenne. Le traité sur l'Union européenne a été signé en février 1992 à Maastricht (d'où le nom qu'on lui donne parfois de « traité de Maastricht ») et il est entré en vigueur le 1^{er} novembre 1993.

Le traité de Maastricht signé en 1992

La réalisation de l'UEM en Europe s'est déroulée en trois phases. La première phase (1990–1993) a été essentiellement caractérisée par l'achèvement du marché unique européen grâce à la levée de tous les obstacles internes à la libre circulation des personnes, des biens, des capitaux et des services en Europe.

Trois étapes vers l'UEM

- I. Le marché unique européen
- II. L'Institut monétaire européen
- III. La BCE et l'euro

La deuxième phase (1994–1998) a débuté avec la création de l'**Institut monétaire européen**. Elle a été consacrée aux préparatifs techniques nécessaires au passage à la monnaie unique, a imposé l'obligation aux

¹ Pierre Werner était premier ministre du Luxembourg à cette époque.

LES ÉTAPES AYANT CONDUIT À L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE



gouvernements d'éviter les déficits excessifs et a renforcé la convergence des politiques économiques et monétaires des États membres (en vue d'assurer la **stabilité des prix** et des finances publiques saines). La troisième phase a commencé le 1^{er} janvier 1999 avec la fixation irrévocable des taux de change, le transfert de la compétence en matière de politique monétaire à la BCE et l'introduction de l'euro en tant que monnaie unique. Depuis le 1^{er} janvier 2002, les billets et les pièces en euros ont cours légal dans les pays participants, les signes monétaires nationaux ayant cessé d'avoir cours légal fin février 2002.

Des politiques orientées vers la stabilité et des banques centrales indépendantes

3 LES CRITÈRES DE CONVERGENCE

Les pays souhaitant adopter l'euro comme monnaie doivent atteindre un niveau élevé de « convergence durable ». Ce degré de convergence est évalué sur la base de plusieurs critères, définis par le traité de Maastricht, selon lesquels un pays doit avoir :

- un degré élevé de stabilité des prix,
- des finances publiques saines,
- un taux de change stable,
- des taux d'intérêt à long terme bas et stables.

Les critères sont définis de telle sorte que seuls les pays suivant des politiques économiques orientées vers la stabilité et ayant obtenu de bons résultats dans le domaine de la stabilité des prix soient admis à participer à la troisième phase de l'UEM. Le traité exige également que la banque centrale de chaque pays soit indépendante (voir article 108 du traité).

Dix-sept États membres ont adopté l'euro

En mai 1998, un sommet de l'Union européenne organisé à Bruxelles a confirmé que onze des quinze États membres – Belgique, Allemagne, Espagne, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande – avaient satisfait aux critères fixés pour l'adoption de la monnaie unique. Le 1^{er} janvier 1999, ces pays ont adopté l'euro comme leur monnaie unique. La Grèce a rejoint ce groupe de pays le 1^{er} janvier 2001 après avoir rempli ces critères. D'autres pays ont rempli les critères de convergence depuis et rejoint la zone euro, la Slovaquie le 1^{er} janvier 2007, Chypre et Malte le 1^{er} janvier 2008, la Slovaquie le 1^{er} janvier 2009 et l'Estonie le



1^{er} janvier 2011), Un État membre, la Suède, n'a pas rempli toutes les conditions. De plus, le Danemark et le Royaume-Uni sont des « États membres bénéficiant d'un statut particulier ». Les protocoles annexés au traité instituant la Communauté européenne reconnaissent à ces deux pays le droit de participer ou non à la troisième phase de l'UEM, c'est-à-dire d'adopter l'euro. Ils ont tous deux décidé de recourir à cette « clause d'exemption » en notifiant le **Conseil de l'Union européenne** de leur intention, à ce stade, de ne pas passer à la troisième phase, à savoir de ne pas encore faire partie de la zone euro.

La Suède et sept des douze États membres ayant adhéré à l'Union depuis 2004 sont des États membres « faisant l'objet d'une **dérogation** » dans la mesure où ils n'ont pas encore rempli l'ensemble des critères permettant l'adoption de l'euro. Le fait de disposer d'une dérogation signifie qu'un État membre est exempté de certaines des dispositions, pas toutes, qui sont normalement applicables dès le début de la troisième phase de l'UEM. Il s'agit notamment de l'ensemble des dispositions relatives au transfert de la responsabilité dans le domaine de la politique monétaire au **Conseil des gouverneurs** de la BCE.

À l'instar de la Suède, les autres États membres de l'Union européenne qui n'ont pas encore adopté l'euro ne disposent pas de clauses d'exemption telles que celles qui ont été négociées par le Royaume-Uni et le Danemark.

Cela signifie que, en adhérant à l'Union européenne, les nouveaux États membres se sont engagés à adopter l'euro, à terme, lorsqu'ils satisferont aux **critères de convergence**. La BCE et la **Commission européenne** rédigent des rapports tous les deux ans – ou à la demande d'un État membre bénéficiant d'une **dérogation** – sur les progrès accomplis en vue de satisfaire aux critères de convergence. Ces rapports sur la convergence prennent également en considération d'autres facteurs susceptibles d'influer sur le processus d'intégration des différents pays dans l'économie de la zone euro. La décision du Conseil de l'Union européenne d'autoriser un nouveau pays à participer à la zone euro s'appuie sur ces rapports,

(...)



Deux États membres bénéficient d'une clause d'exemption


Les nouveaux États membres se sont engagés à adopter l'euro, à terme




STRUCTURE ET MISSIONS



1 LE SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES ET L'EUROSYSTÈME


Le **Système européen de banques centrales (SEBC)**  a été créé en vertu du traité de Maastricht et des statuts du Système européen de banques centrales et de la **Banque centrale européenne** . Il comprend la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales (BCN) de l'ensemble des États membres de l'Union européenne.

L'**Eurosystème**  regroupe pour sa part la BCE et les BCN des États membres ayant adopté l'euro (au nombre de dix-sept actuellement).

Les organes de décision de la BCE sont le **Conseil des gouverneurs**  et le **directoire** . Le Conseil des gouverneurs prend les décisions de politique monétaire. Le directoire met en œuvre ces décisions et est responsable de la gestion courante de la BCE. Le troisième organe de décision de la BCE est le **Conseil général** , qui continuera d'exister tant que certains États membres de l'Union européenne n'auront pas adopté l'euro comme monnaie.

La BCE est une organisation supranationale

2 LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE a été instituée en juin 1998 à Francfort-sur-le-Main. Elle a succédé à l'**Institut monétaire européen (IME)** . La BCE est une institution supranationale dotée de la personnalité juridique. La BCE occupe actuellement trois bâtiments dans le centre de Francfort, mais s'installera en 2014 dans son futur siège, qui est en cours de construction dans la partie est de la ville.

Le personnel de la BCE, qui a été recruté dans les vingt-sept États membres de l'Union européenne, est réellement européen.



Les étapes ayant conduit à l'Union économique et monétaire



Structure et missions:

- | | |
|---|---------------------------------------|
| 2.1 Le Système européen de banques centrales et l'Eurosystème | 2.4 L'indépendance |
| 2.2 La Banque centrale européenne | 2.5 Les banques centrales nationales |
| 2.3 Les missions de l'Eurosystème | 2.6 Les organes de décision de la BCE |
| | 2.7 Les comités du SEBC |



La politique monétaire



Le système Target 2



Les billets et pièces en euros



La surveillance bancaire



2.3 LES MISSIONS DE L'EUROSISTÈME

L'Eurosystème s'est vu confier quatre missions principales. La première consiste à mettre en œuvre la politique monétaire adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE, qu'il s'agisse des décisions relatives aux taux d'intérêt directeurs de la BCE (le **taux de soumission minimal** applicable aux **opérations principales de refinancement** ainsi que les **taux de la facilité de prêt marginal** et de la **facilité de dépôt** ou, le cas échéant, des décisions touchant aux objectifs monétaires et à l'approvisionnement en réserves. Le directoire est chargé de la mise en œuvre de la politique monétaire. Il exerce cette responsabilité à travers les instructions qu'il transmet aux banques centrales nationales. Par exemple, le directoire décide chaque semaine du montant de la liquidité à allouer au secteur bancaire par l'intermédiaire des opérations principales de refinancement.

Le Conseil des gouverneurs fixe les taux d'intérêt directeurs

Les deuxième et troisième missions confiées à l'Eurosystème sont la conduite des **opérations de change** , d'une part, et la détention et la gestion des réserves officielles des pays participant à la zone euro, d'autre part.

Avoirs de réserve de change détenus par la BCE et les BCN

Les BCN appartenant à l'Eurosystème ont transféré des avoirs de réserve de change à la BCE totalisant quelque 40 milliards d'euros (se composant à 85 % d'avoirs en devises et à 15 % d'avoirs en or). Les BCN ont reçu en échange des **créances rémunérées** sur la BCE, libellées en euros. Les BCN de l'Eurosystème participent à la gestion des réserves de change de la BCE. Elles agissent en tant qu'agent de la BCE, conformément aux orientations relatives à la gestion de portefeuille arrêtées par la BCE. Les autres avoirs de réserve de change de l'Eurosystème appartiennent aux BCN, qui les gèrent. Les opérations menées avec ces avoirs de réserve sont réglementées par l'Eurosystème. En particulier, les opérations dépassant certains seuils doivent être préalablement autorisées par la BCE.

La quatrième mission incombant à l'Eurosystème consiste à promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement. L'Eurosystème contribue en outre à la surveillance financière. Il conseille les législateurs dans les domaines relevant de sa compétence et établit des statistiques monétaires et financières.


Le traité de Maastricht dispose encore que la BCE est seule habilitée à autoriser l'émission de billets en euros.


STRUCTURE ET MISSIONS





2.4 L'INDÉPENDANCE

Dans l'accomplissement des missions liées à l'Eurosystème, la BCE et les banques centrales nationales ne doivent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou des organes communautaires, des gouvernements des États membres de l'Union européenne ou de tout autre organisme. De la même façon, les institutions et les organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres ne doivent pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des BCN dans l'accomplissement de leurs missions.

Indépendance personnelle Les statuts du SEBC et de la BCE déterminent la sécurité du mandat des gouverneurs des BCN et des membres du **directoire**  de la BCE comme suit:

- un mandat d'une durée minimale de cinq ans pour les gouverneurs des BCN;
- un mandat non renouvelable d'une durée de huit ans pour les membres du directoire de la BCE;
- l'impossibilité pour les membres du directoire de la BCE d'être relevés de leurs fonctions, sauf dans le cas d'incapacité ou de faute grave. De ce point de vue, la Cour de Justice des Communautés européennes  est compétente pour régler les litiges.

Indépendance fonctionnelle L'Eurosystème est aussi indépendant d'un point de vue fonctionnel. La BCE et les BCN disposent de tous les instruments et de toutes les compétences nécessaires pour la conduite d'une politique monétaire efficace et elles sont habilitées à décider de façon autonome de leur utilisation.

Il est interdit à l'Eurosystème d'accorder des prêts aux organes communautaires ou à toute entité nationale du secteur public, ce qui accroît son indépendance en le mettant à l'abri de toute influence des autorités publiques. En outre, le **Conseil des gouverneurs**  a le droit d'adopter des règlements contraignants en vue de la réalisation des missions du SEBC ainsi que dans certains autres cas stipulés dans des actes spécifiques du **Conseil de l'Union européenne** .



Fiches techniques sur l'Union européenne - 2015

LA POLITIQUE MONÉTAIRE EUROPÉENNE

La BCE et le SEBC veillent au respect de l'objectif prioritaire de l'Union monétaire européenne, c'est-à-dire le maintien de la stabilité des prix. Les principaux instruments de la politique monétaire unique au sein de la zone euro sont les opérations d'open market, les facilités permanentes et la constitution de réserves obligatoires.

BASE JURIDIQUE

- Articles 119 à 144, 219 et articles 282 à 284 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (traité FUE)
- Protocole (n° 4) annexé au traité de Lisbonne sur les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la Banque centrale européenne (BCE)

OBJECTIFS

L'objectif prioritaire du SEBC est de garantir la stabilité des prix en vertu de l'article 127, paragraphe 1, du traité FUE. Sans préjudice de cet objectif, le SEBC apporte son soutien à la politique économique générale de l'Union en contribuant à la réalisation des objectifs de celle-ci tels qu'ils sont définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne (traité UE). Le SEBC agit conformément aux principes d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources (article 127, paragraphe 1, du traité FUE).

RÉALISATIONS

A. Les principes directeurs de l'action de la BCE

1. L'indépendance de la BCE

Le **principe essentiel** d'indépendance de la BCE est énoncé à l'article 130 du traité FUE et à l'article 7 des statuts du SEBC et de la BCE. Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur sont conférés, ni la BCE, ni une banque centrale nationale (BCN), ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter d'instructions des institutions ou organes de l'Union, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Le mandat des membres du directoire et du conseil des gouverneurs de la BCE est formulé de manière à garantir le respect de l'article 130 du traité FUE (4.1.2). L'indépendance de la BCE est également préservée par les **interdictions** figurant à l'article 123 du traité FUE, qui s'appliquent aussi aux BCN: interdiction d'accorder des découverts ou tout autre crédit aux institutions ou organes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres (4.1.2). L'indépendance de la BCE se traduit principalement par le libre choix des instruments de politique monétaire. Le traité prévoit l'utilisation d'instruments traditionnels (articles 18 et 19 des statuts) et laisse le conseil des gouverneurs libre de décider à la majorité des deux tiers du recours aux autres méthodes qu'il juge opportunes (article 20 des statuts).

2. Les principes de responsabilité et de transparence de la BCE

Afin d'assurer la crédibilité de l'institution, le traité FUE (article 284) ainsi que les statuts (article 15) imposent à la BCE l'obligation de présenter des rapports. Celle-ci rédige et publie des rapports sur les activités du SEBC au moins chaque trimestre (article 15.1 des statuts). Une situation financière consolidée du SEBC est publiée chaque semaine (article 15.2 des statuts). Dans la pratique, la BCE publie chaque mois un bulletin qui présente une analyse

approfondie de la situation économique et des perspectives d'évolution des prix. En outre, la BCE adresse au Parlement européen un rapport annuel sur les activités du SEBC et sur la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours (article 284, paragraphe 3, du traité FUE et article 15.3 des statuts). La BCE doit également répondre de sa politique auprès du Parlement, qui entend périodiquement les membres du directoire de la Banque (4.1.2). Cependant, le Parlement européen ne peut donner d'instructions à la BCE et n'est investi d'aucun pouvoir de contrôle a posteriori.

3.Règles de vote au sein du conseil des gouverneurs (article 10.2 des statuts)

Les votes au conseil des gouverneurs de la BCE s'opèrent selon le principe "un membre,une voix". Les décisions relatives à la politique monétaire sont prises à la majorité simple des suffrages exprimés par les membres jouissant du droit de vote. En cas d'égalité, la voix du président est prépondérante. Le conseil des gouverneurs est composé des six membres du directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales de la zone euro. En vertu d'une décision prise en mars 2003, un système de vote par roulement devrait prendre effet quand le conseil des gouverneurs comptera 21 membres. Sous ce régime, les membres du directoire conserveraient une voix délibérative permanente, tandis que les gouverneurs des banques centrales nationales se partageraient les voix restantes, qu'ils détiendraient par roulement à des fréquences variables selon une classification fondée sur des indicateurs reflétant la taille relative de l'économie de l'État membre dont ils sont issus. Le conseil des gouverneurs, statuant à la majorité des deux tiers de ses membres qui disposent ou non du droit de vote au moment de la décision, prendrait toutes les mesures nécessaires à la mise en oeuvre du système de roulement des droits de vote. Le 18 décembre 2008, le conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de différer l'application du système de roulement jusqu'à ce que le nombre des gouverneurs ait atteint 19 (il est actuellement de 17). Lorsqu'ils exercent leurs activités au sein du conseil des gouverneurs, les gouverneurs des banques centrales nationales ne peuvent pas défendre des intérêts nationaux, mais doivent agir dans l'intérêt collectif de la zone euro. Les procès-verbaux des réunions du conseil ainsi que le détail des votes ne sont pas rendus publics.

B.La stratégie monétaire de la BCE

1.Vue d'ensemble

Le 13 octobre 1998, le conseil des gouverneurs de la BCE a arrêté les principaux éléments de sa stratégie de politique monétaire, à savoir (i) une définition quantitative de la stabilité des prix, (ii) un rôle important donné à la surveillance de la croissance de la masse monétaire dans l'analyse des risques d'inflation et (iii) une appréciation des perspectives d'évolution des prix se fondant sur un grand nombre d'indicateurs. La BCE a opté pour une stratégie monétaire à deux piliers (pilier 1: analyse économique, pilier 2: analyse monétaire), dont les rôles respectifs ont été clairement précisés lors de la révision de la stratégie, le 8 mai 2003.

2.La stabilité des prix

La stabilité des prix était à l'origine définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) **inférieure à 2 %** dans la zone euro. Elle doit être garantie à moyen terme. Cette définition a été confirmée le 8 mai 2003 et l'un de ses aspects importants a été clarifié: à moyen terme, l'objectif est de maintenir l'inflation à **un taux inférieur à 2%, mais proche de ce taux**. La volonté est ainsi marquée de conserver une marge de sécurité à la baisse qui soit suffisante pour faire face au risque de déflation et prendre en compte les éventuelles incertitudes de mesure dans les données recueillies de même que les écarts d'inflation au sein de la zone euro.

3.Le premier pilier de la stratégie monétaire: l'analyse économique

L'**analyse économique** constitue le premier pilier de la stratégie monétaire de la BCE. Il s'agit essentiellement d'évaluer l'évolution économique et financière actuelle et les risques que celle-ci fait peser **à court et à moyen terme** sur la stabilité des prix. Cette analyse repose sur différentes variables économiques et financières, parmi lesquelles l'évolution générale de la production, la demande agrégée et ses composantes, la politique budgétaire, les conditions sur le marché des capitaux et sur le marché du travail, une large gamme d'indicateurs de prix et de coûts, les évolutions du taux de change, de l'économie dans son ensemble et de la balance des paiements, les marchés financiers, et les bilans des différents secteurs de la zone euro.

4. Le second pilier de la stratégie monétaire: l'analyse monétaire

L'**analyse monétaire** constitue le second pilier de la stratégie monétaire de la BCE. Elle repose sur la relation entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation **à moyen et à long terme** et exploite le fait que les évolutions inflationnistes sont guidées par les évolutions monétaires.

C. Mise en oeuvre de la politique monétaire: instruments et procédures

En fixant les taux d'intérêt auxquels les banques commerciales peuvent se refinancer auprès de la banque centrale, le conseil des gouverneurs de la BCE influe indirectement sur les taux d'intérêt pratiqués dans l'ensemble de l'économie de la zone euro, notamment sur les taux rémunérant les prêts accordés par les banques commerciales et ceux rémunérant les dépôts des épargnants. Pour concrétiser sa politique monétaire, la BCE dispose d'une série d'instruments.

1. Les opérations d'open market

Les opérations d'open market, qui se divisent en quatre catégories, jouent un rôle important dans le pilotage des taux d'intérêt et la gestion de la liquidité bancaire. Elles fournissent une indication de l'orientation de la politique monétaire.

a. Les opérations principales de refinancement: elles constituent l'instrument essentiel de la politique monétaire. Ce sont des opérations de cession temporaire destinées à fournir des liquidités de manière régulière avec une fréquence hebdomadaire et une échéance de deux semaines. Elles constituent le principal canal de refinancement du système bancaire. Le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement est l'un des taux directeurs principaux de la BCE. Il se situe dans une fourchette limitée, d'une part, par le taux de la facilité de dépôt et, d'autre part, par le taux de la facilité de prêt marginal. Le niveau de ces trois taux directeurs indique l'orientation de la politique monétaire de la zone euro.

b. Les opérations de refinancement à plus long terme: ce sont des opérations de cession temporaire destinées à fournir des liquidités avec une fréquence mensuelle et une échéance de trois mois. Elles ne représentent qu'une part limitée du volume global de refinancement et n'ont pas pour objet d'émettre des signaux à l'intention du marché.

c. Les opérations de réglage fin: effectuées de manière ponctuelle, elles ont pour but de faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire, notamment pour en atténuer l'incidence sur les taux d'intérêt.

d. Les actions structurelles: ces opérations visent principalement à adapter en permanence la position structurelle de l'Eurosystème par rapport au secteur financier.

2. Les facilités permanentes

Les facilités permanentes permettent de fournir ou de retirer des liquidités à échéance de 24 heures. Leurs taux d'intérêt marquent les limites supérieure et inférieure du corridor d'évolution du taux d'intérêt au jour le jour sur le marché monétaire. Ce taux est connu sous le nom d'EONIA (Euro Overnight Index Average). Les contreparties autorisées ont accès à deux facilités permanentes:

La **facilité de prêt marginal** permet aux contreparties d'obtenir des liquidités au jour le jour, contre des actifs éligibles. Le taux de cette facilité constitue la valeur plafond du taux du marché monétaire au jour le jour.

La **facilité de dépôt** permet aux contreparties d'effectuer des dépôts au jour le jour auprès de l'Eurosystème. Le taux d'intérêt de cette facilité constitue la valeur plancher du taux du marché monétaire au jour le jour.

Ces deux taux visent à assurer le bon fonctionnement du marché monétaire lorsque l'offre et la demande de fonds sont très élevées.

3.La constitution de réserves obligatoires

En vertu de l'article 19.1 des statuts, la BCE est habilitée à imposer aux établissements de crédit établis dans les États membres la constitution de réserves obligatoires auprès d'elle et auprès des banques centrales nationales. L'objectif des réserves obligatoires est de stabiliser les taux d'intérêt à court terme sur le marché et de créer (ou d'accentuer) un besoin structurel de refinancement du système bancaire à l'intérieur de l'Eurosystème, de manière à faciliter le pilotage des taux sur le marché monétaire par des opérations régulières d'injection de liquidités. Les modalités de calcul et la détermination du montant exigé sont fixées par le conseil des gouverneurs.

4.Politiques monétaires "non conventionnelles" et réponse à la crise à partir de 2007

En cas de crise, la BCE peut réagir par une série de politiques monétaires "non conventionnelles" (attribution de liquidités et assouplissement du crédit) afin de relancer le fonctionnement du marché et de garantir la continuité de la transmission de la politique monétaire. Les plus importantes de ces mesures sont:

- la fourniture de liquidités en quantité illimitée à taux fixe pour les opérations de refinancement;
- l'abaissement des exigences minimales de notation pour les garanties (y compris pour la dette souveraine) et l'élargissement de la gamme des garanties acceptées;
- le programme pour les marchés de titres (SMP): intervention directe sur les marchés obligataires secondaires pour acheter de la dette souveraine des États membres, parallèlement à des opérations de neutralisation visant à maintenir constante la masse monétaire et à atteindre ainsi l'objectif de stabilité des prix;
- la conclusion d'accords de swap avec d'autres banques centrales;
- le programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP): un premier programme a été lancé en juillet 2009. Le deuxième (CBPP2) a été annoncé en octobre 2011. Ces programmes visent à soutenir un segment du marché financier particulièrement important pour le financement à long terme des banques et le financement de l'économie réelle.

Le 8 décembre 2011, la BCE a annoncé des mesures sans précédent destinées à "favoriser le crédit bancaire et la liquidité sur le marché monétaire de la zone euro":

- des opérations de refinancement à plus long terme – appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie – d'une durée de 3 ans, assorties d'une option de remboursement anticipé après un an;
- la réduction de 2 % à 1 % du taux des réserves obligatoires;
- l'accroissement de la disponibilité des garanties (i) en abaissant le seuil de notation admis pour certains titres adossés à des actifs et ii) en acceptant en garantie des créances performantes supplémentaires (prêts bancaires).

RÔLE DU PARLEMENT EUROPÉEN

Dans sa résolution du 1er décembre 2011 sur le rapport annuel 2010 de la BCE, le Parlement européen a salué "l'attitude déterminée et volontariste adoptée par la BCE depuis le début de la crise en 2007". Il recommande que la BCE accentue la transparence de ses travaux, par exemple en réitérant "le souhait qu'il a formulé de longue date de voir le résumé des procès-verbaux des réunions du Conseil des gouverneurs rendu public". Il préconise également une surveillance macroprudentielle plus intégrée du système financier dans le cadre de la politique monétaire.

Dirk Verbeken
04/2014

L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro

La stabilité des prix comme objectif principal de la politique monétaire unique de l'Eurosystème -Intervention de M. Christian Noyer Vice-président de la Banque centrale européenne, au Forum Économique 2000 du Fonds Pareto, à Oslo, le 23 mars 2000

Le Traité instituant la Communauté européenne stipule clairement que la politique monétaire unique a pour objectif prioritaire le maintien de la stabilité des prix. En outre, il stipule que, sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, l'Eurosystème apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté européenne, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté. Ces objectifs comprennent entre autres une croissance durable et non inflationniste et un niveau d'emploi élevé.

Le Traité fixe ainsi une série d'objectifs pour la politique monétaire de l'Eurosystème, dont la stabilité des prix est sans équivoque la condition sine qua non. L'attribution d'une telle tâche à une banque centrale n'a rien d'extraordinaire. Au contraire, elle traduit le consensus qui s'est fait jour au cours des deux dernières décennies, selon lequel le maintien de la stabilité des prix est la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à une croissance durable et non inflationniste et à l'amélioration des perspectives en matière d'emploi.

La conviction que la politique monétaire doit être axée sur la stabilité des prix est solidement étayée par la théorie économique, qui démontre clairement le coût de l'inflation, tant en termes de répartition inefficace des ressources qu'en termes de redistribution arbitraire des revenus. En même temps, ces arguments font valoir que le maintien de la stabilité des prix en soi contribue à une croissance plus forte et à un niveau d'emploi plus élevé. En outre, plusieurs études empiriques fondées sur l'observation d'un grand nombre de pays sont parvenues à la conclusion que ce sont en moyenne ceux dont le niveau d'inflation est le plus bas qui bénéficient de la croissance la plus rapide.

S'il existe un consensus assez répandu sur les avantages de la stabilité des prix, la définition de la stabilité des prix est en revanche moins claire. Dans le contexte de sa stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité, le Conseil des gouverneurs de la BCE a défini la stabilité des prix comme « une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro inférieure à 2% ». Selon cette définition, la stabilité des prix « doit être maintenue à moyen terme ».

La précision « inférieure à 2 % » précise clairement la limite supérieure du taux de l'inflation mesurée par l'IPCH, qui est compatible avec la stabilité des prix. En même temps, il est clair que l'emploi du mot « progression » dans la définition signifie que la déflation, c'est-à-dire une baisse continue de l'IPCH, n'est pas jugée compatible avec la stabilité des prix. (...)

Certains économistes mettent en avant quelques arguments en faveur d'un taux d'inflation légèrement positif. D'une part, ils font valoir que l'existence d'une rigidité à la baisse des salaires nominaux implique que l'inflation est nécessaire pour assurer la flexibilité des salaires réels, ce qui permet ainsi de répartir efficacement les ressources entre les divers secteurs de l'économie en fonction des évolutions technologiques et des préférences des consommateurs. D'autre part, il a été avancé qu'un taux d'inflation légèrement positif est nécessaire pour que la politique monétaire puisse, en cas de besoin, contribuer à la formation de taux d'intérêt réels négatifs. Il existe des raisons solides et communément admises de ne pas surestimer de tels arguments. La définition de la stabilité des prix retenue par le Conseil des gouverneurs autorise cependant une inflation légèrement positive, inférieure à 2 %.

Le Conseil des gouverneurs a souligné que la stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme. À court terme, le taux d'inflation peut être influencé par des facteurs ponctuels échappant au contrôle des banques centrales, tels que des modifications de la fiscalité indirecte ou des fluctuations des cours des matières premières. En outre, les impulsions données par la politique monétaire n'exercent leur effet sur le niveau général des prix qu'avec un décalage important dans le temps. Pour cette raison, la politique monétaire ne peut éviter que des écarts ne se produisent à court terme par rapport aux taux d'inflation compatibles avec la stabilité des prix.

Banque centrale européenne Direction générale Communication Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Allemagne Tél. : +49 69 1344 7455, courriel : media@ecb.europa.eu, site Internet : www.ecb.europa.eu



L'Europe du Sud n'est pas tirée d'affaire

En 2014, presque tous les pays de l'Europe périphérique en crise sont (enfin) sortis de la récession. Y compris la Grèce, dont l'économie avait été - de très loin - la plus affectée depuis 2009. Seule l'Italie a continué à voir sa production se réduire. Est-ce le signe que ces pays sont tirés d'affaire et que la situation est en train de revenir progressivement à la normale en Europe ? Pas vraiment.

Le chômage reste très élevé

Le chômage frappe le quart de la population active en Espagne et en Grèce. Et les jeunes en sont les premières victimes, avec des taux de 40 % dans ces pays ainsi qu'en Italie et en Croatie.

Tout d'abord, la crise a laissé des taux de chômage très élevés dans la plupart de ces pays : ils dépassent les 20 % en Espagne et en Grèce. Et même 40 % chez les moins de 25 ans en Grèce, en Espagne et en Italie. Le chômage a certes souvent légèrement baissé ces derniers mois, mais le rythme de la reprise économique dans ces pays n'est pas tel qu'il permette d'espérer un retour suffisamment rapide vers un niveau supportable en la matière.

Reprise limitée, convergence européenne en panne

La production se redresse dans les pays sud-européens, mais elle reste très loin de ses niveaux d'avant 2008. Et depuis la crise, les écarts de richesse dans l'Union européenne, qui tendaient avant à se réduire, se creusent désormais.

La déflation alourdit le boulet de la dette

Les pays en crise s'enfoncent dans la déflation, un cercle vicieux qui pousse les entreprises à réduire leurs coûts, donc les salaires, ce qui réduit en retour la demande, etc. En outre, avec la baisse des prix, les taux d'intérêt réels augmentent, en dépit de taux nominaux faibles, et plombent l'investissement. Enfin, quand les prix baissent, le poids de la dette rapporté aux revenus tend, lui, à augmenter.

Ces pays ont également réussi à rétablir leurs comptes extérieurs : alors qu'ils affichaient ensemble un déficit de leur balance courante de 225 milliards d'euros en 2008, ils ont dégagé l'an dernier un excédent de 33 milliards d'euros. Ils ont certes réduit significativement leur coût du travail, mais ce rétablissement des comptes extérieurs est surtout dû à l'effondrement de la demande intérieure. La production industrielle y reste en effet très inférieure à ce qu'elle était en 2008. Sauf en Irlande, autre pays dit de la "périphérie", qui continue à bénéficier à plein de l'effet paradis fiscal pour les multinationales américaines. Et pour aggraver le tout, les pays du Sud de l'Europe se sont enfoncés les premiers dans la déflation, ce qui bloque le désendettement des acteurs privés et publics.

Un retour à l'équilibre... par le bas

Les pays en crise ont rééquilibré leurs comptes extérieurs, notamment en abaissant leurs coûts de main-d'oeuvre. Mais faute de demande intérieure, leur production industrielle reste en berne.

Guillaume Duval

Alternatives Economiques Hors-série n° 104 - février 2015 © Alternatives Economiques. Toute reproduction ou représentation intégrale ou partielle des pages publiées sur ce site à des fins professionnelles ou commerciales est soumise à l'autorisation d'Alternatives Economiques (Tel : (33) 03 80 48 10 25 - abonnements@alternatives-economiques.fr). En cas de reprise à des fins strictement privées et non commerciales merci de bien vouloir mentionner la source, faire figurer notre logo et établir un lien actif vers notre site internet www.alternativeseconomiques.fr



"Quantitative easing": la dernière cartouche anti-crise de la BCE

Par [Benoist Fechner](#) , publié le 21/01/2015 à 17:59 ,

La Banque centrale européenne devrait lancer ce jeudi un plan massif de rachat de dette publique pour tenter de ranimer la croissance en zone euro. Cela s'appelle faire du "quantitative easing", et c'est plus simple que ça n'y paraît.

Sept ans après la crise des subprimes, la zone euro est toujours mal en point. Certes, elle est sortie de la récession, mais contrairement aux Etats-Unis, l'activité et la croissance peinent à redécoller, tandis que l'inflation flanche. C'est dans ce contexte que le patron de la Banque centrale européenne, Mario Draghi s'apprête à tirer sa dernière cartouche ce jeudi. Nom de code: "quantitative easing". Un nom barbare pour désigner la politique monétaire de la dernière chance que s'apprête à mettre oeuvre "Super Mario". Explications.

Qu'est-ce que le "quantitative easing"?

En temps normal, la Banque centrale européenne se contente d'agir sur le "prix" de l'argent pour influencer l'économie. C'est ce qu'elle fait traditionnellement en augmentant ou en abaissant ses taux directeurs (le "loyer" de l'argent). La baisse des taux a pour but de rendre le crédit moins cher et donc de favoriser les emprunts des entreprises et des particuliers, autrement dit, d'encourager l'activité. Mais cette stratégie trouve aujourd'hui sa limite: à force de baisses successives, le principal taux de la BCE est aujourd'hui quasiment à zéro (0,05%) sans que le marché du crédit ait vraiment redécollé. D'où une première décision "non conventionnelle" de la BCE consistant à rémunérer négativement les dépôts que les banques font auprès d'elle. Un peu comme si votre banquier prélevait des intérêts sur l'argent qui dort sur votre compte courant pour vous pousser à dépenser.

Las. Même ces taux négatifs ne sont pas parvenus à faire repartir la machine du crédit. C'est ce qui pousse Mario Draghi à agir désormais sur la "quantité" de monnaie en circulation plutôt que sur son "prix". Or pour augmenter la masse monétaire, nul n'est besoin d'imprimer des billets: la méthode moderne consiste en effet à racheter de la dette, publique ou privée. Les anglophones appellent cela faire du "quantitative easing" (de l'"assouplissement quantitatif", en français), mais les initiés parlent simplement de "QE".

Comment ça marche, concrètement?

Le QE fonctionne schématiquement de la manière suivante. En premier lieu, la banque centrale "crée" de la monnaie en portant une ligne de crédit sur ses livres de comptes. Elle s'en sert ensuite pour racheter des titres de créances souverains (de la dette publique) détenus par les institutions financières que sont les banques, les compagnies d'assurance ou les fonds privés. Pour ces institutions, les créances sont donc converties en argent frais, ce qui leur permet d'allouer -en

théorie- davantage de crédits et à un meilleur prix (à un taux plus faible) aux entreprises et aux particuliers. Ces derniers, retrouvent ainsi davantage de latitude pour investir et pour consommer ce qui a pour effet de doper l'activité et la croissance.

Pour la BCE, au passage, accroître la quantité de crédit -donc de monnaie- en circulation est de nature faire repartir les prix et les salaires à la hausse, c'est-à-dire à réveiller une inflation dangereusement basse en zone euro. C'est d'ailleurs pourquoi ce stimulus n'est que temporaire. Quand l'économie a retrouvé son dynamisme, la banque centrale est censée remettre les créances sur le marché afin de détruire la monnaie qu'elle avait virtuellement créée au moyen du QE. On parle alors de "stérilisation". Entre temps, les Etats et les acteurs économiques sont supposés avoir retrouvé des marges de manoeuvre.

Cela a-t-il déjà marché ailleurs?

La Réserve fédérale américaine (FED) (en 2009, 2011 et 2013) et la Banque d'Angleterre (en 2009 et 2010), confrontés aux mêmes difficultés économique que l'Europe, se sont lancées dans cette aventure monétaire. C'est ce qui a permis aux Etats-Unis de sortir plus vite que l'Europe d'une crise qui était pourtant née sur leur propre sol, en soutenant l'économie et l'activité. Le Japon utilise quant à lui le QE, sans grand succès jusqu'à présent, pour tenter d'enrayer la déflation rampante dans laquelle il est empêtré depuis les années 90.

Pourquoi dit-on qu'il s'agirait d'une décision "historique"?

Parce la BCE s'est toujours refusée jusqu'ici à racheter à grande échelle de la dette souveraine des Etats européens. En se prêtant à cette forme de "quantitative easing", elle sort clairement de sa mission traditionnelle: assurer la stabilité des prix à la consommation. C'est même son objectif unique - inscrit dans la constitution européenne: maintenir une inflation légèrement sous les 2%. Racheter de la dette publique pour soutenir la croissance, c'est donc rompre avec la tradition d'une banque centrale "à l'allemande", au grand désarroi d'ailleurs de la presse et des observateurs outre-Rhin.

Difficile en revanche de conjecturer sur une éventuelle réussite du plan européen. En attendant le détail des annonces de Mario Draghi, on en ignore l'ampleur (on parle de plus de 500 milliards, sans toutefois excéder 1000 milliards d'euros) et surtout les modalités. On peut déjà parier que, sous la pression de l'Allemagne, il n'y aura pas de mutualisation de ces achats de dette au sein de la BCE. L'institution devrait plus probablement s'effacer derrière les Banques nationales des pays membres, ce qui aura pour effet d'en réduire fortement la portée.



Commission des affaires européennes

LE PROGRAMME D'ASSOULPISSEMENT QUANTITATIF DE LA BCE

ACTUALITÉS EUROPÉENNES N° 44 – 9 MARS 2015

Le 22 janvier 2015, Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne (BCE), a annoncé le lancement d'un programme d'« assouplissement quantitatif » (*quantitative easing* en anglais) de 1 140 milliards d'euros. Il s'agit pour la Banque de racheter sur le marché secondaire des créances privées et des titres de dettes publiques. Ce faisant, elle poursuit deux objectifs : injecter des liquidités pour relancer le crédit bancaire et prévenir le risque de déflation au sein de la zone euro.

L'inflation s'y établissait en effet à -0,2 % en décembre 2014 et -0,6 % en janvier 2015. À cette inflation s'ajoute un taux de croissance relativement faible : 0,8 % en 2014, 1,3 % attendu en 2015 (contre respectivement 1,3 % et 1,7 % au sein de l'Union européenne). Au terme de l'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), l'objectif principal de la BCE est d'assurer la stabilité des prix et de maintenir une inflation sous les 2 %, tout en restant proche de ce seuil.

L'assouplissement quantitatif constitue une nouvelle étape dans les réactions de la BCE face à la crise économique et financière d'abord, puis face à la crise des dettes souveraines. Il a déjà été mis en oeuvre par d'autres banquiers centraux, à l'instar des États-Unis, du Japon et du Royaume-Uni.

La BCE face à la crise économique et financière

La BCE joue un rôle essentiel depuis le début de la crise en 2007. Elle est rapidement intervenue en fournissant de la liquidité aux marchés interbancaires sous tension afin de restaurer la confiance des investisseurs et soutenir les établissements financiers. La BCE a abaissé substantiellement ses taux d'intérêt, étendu la gamme des titres acceptés en garantie et augmenté la durée des prêts accordés aux banques. Elle a également développé les achats fermes de certains actifs.

Deux opérations de refinancement des banques européennes (programme LTRO - *Long term refinancing operations*) ont été mises en oeuvre en décembre 2011 puis février 2012. Elles prennent la forme de prêts au taux de 1 % d'une durée de trois ans accordés aux établissements financiers. L'objectif affiché était d'éviter un effondrement du crédit. 1 000 milliards d'euros ont ainsi été prêtés aux banques.

En 2014, la BCE a mis en place trois nouveaux programmes. Lancé en juin 2014, le programme T-LTRO concerne de nouveau les *Long term refinancing operations*. D'une durée de quatre ans, il consiste en des prêts aux banques qui s'engagent à prêter ensuite aux entreprises. Une enveloppe de 400 milliards d'euros a été dégagée à cet effet. Les programmes ABS et CBPP3 ont, quant à eux, été mis en oeuvre en novembre 2014. Le premier concerne les valeurs mobilières adossées à des actifs (*Assets Backed Security*) et le second les obligations sécurisées garanties par des crédits hypothécaires ou des créances sur le secteur public. Ils visent à faciliter l'octroi de crédit au sein de la zone euro. Ces programmes devraient s'étaler au minimum sur deux ans.

La BCE a également modifié les conditions d'accès au refinancement des banques (opérations hebdomadaires d'*Open market*). Les banques disposent d'un taux d'intérêt avantageux : 0,05 %. Elles doivent néanmoins apporter en contrepartie une garantie (*collateral*) d'un montant équivalent à leur demande de refinancement. Il s'agit généralement d'obligations, publiques ou privées. Les titres de dette souveraine sont acceptés à condition que la notation de la dette souveraine concernée soit comprise entre AAA et BBB-. Ce critère d'éligibilité a été suspendu en mai 2010, au moment du déclenchement de la crise grecque. Rétabli en février 2012, il a de nouveau été suspendu en décembre 2012, les titres apportés en garantie étant néanmoins décotés. La liste des garanties acceptées dans le cadre de ces opérations devrait être réduite au 1er mars 2015.

La BCE face à la crise de la dette souveraine

L'institution est également intervenue, en plus de ses missions principales, pour limiter l'impact de la crise des dettes souveraines au sein de la zone euro. Il convient de rappeler à ce stade que l'article 123 du TFUE interdit le financement monétaire, c'est-à-dire le fait pour la BCE et les banques centrales nationales d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux États membres. Elle ne peut ainsi procéder à l'acquisition directe de leurs titres de dette sur le marché primaire, sur lequel les États se refinancent.

La BCE a, dans un premier temps, mis en place, entre mai 2010 et mars 2012, un dispositif de rachat de créances publiques sur le marché secondaire : le programme SMP (*Securities Markets Program*). La BCE a ainsi acquis plus de 210 milliards d'euros de titres de dette émis par des États en difficulté sur les marchés financiers. Le détail de ces rachats n'a pas été rendu public : les titres espagnols, grecs, irlandais, italiens et portugais étaient néanmoins les principaux concernés.

Les tensions observées sur les taux espagnols et italiens à l'été 2012 ont conduit la Banque centrale européenne à proposer un nouveau dispositif, plus ambitieux : le programme OMT (*Outright monetary transaction*). Conçu comme un programme de rachat illimité des obligations des États rencontrant des difficultés sur les marchés, il vise à conjurer la menace d'éclatement de la zone euro et rétablir la confiance sur les marchés financiers. Il autorise la BCE à intervenir autant de fois que nécessaire et quand elle le souhaite pour racheter les obligations des États de la zone euro à condition que ceux-ci bénéficient au préalable d'un programme d'assistance financière (ajustement ou ligne de précaution) octroyé par le Fonds européen de stabilité financière (FESF) ou par le Mécanisme européen de stabilité (MES). Ces pays doivent s'engager à mettre en oeuvre des réformes structurelles et seront placés sous surveillance, un rapport trimestriel permettant à la BCE de décider de la poursuite des achats. En cas de non-respect de ses engagements, la BCE suspendra son action. Ces achats doivent être effectués sur le marché secondaire et porter sur des obligations d'État dont la maturité est comprise entre 1 et 3 ans. Ils relaient l'intervention du FESF ou du MES sur le marché primaire.

Comme le programme SMP, l'OMT répond par ailleurs au principe de « stérilisation » : les achats de titres sont compensés par une réduction équivalente de la masse monétaire. Il n'y a donc pas de création de monnaie.

Ce programme n'a, pour l'heure, jamais été mis en oeuvre. Il convient néanmoins de relever que la seule annonce de son adoption par le Conseil des gouverneurs de la BCE a contribué à détendre les taux des obligations souveraines. L'OMT n'a pas été adopté à l'unanimité du Conseil des gouverneurs.

Un programme compatible avec le TFUE ?

Suite à une plainte déposée devant elle, la Cour constitutionnelle allemande a saisi la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) au titre du renvoi préjudiciel pour qu'elle détermine si le programme OMT était compatible avec le mandat de la BCE (*aff. C-62/14*). Le 14 janvier 2015, l'avocat général auprès de la CJUE a conclu que le dispositif est en principe compatible avec le TFUE, dans la mesure où il répond à deux conditions. Si le programme OMT constitue une mesure non conventionnelle de politique monétaire, il respecte certaines dispositions du droit primaire et notamment le principe de proportionnalité. Ses objectifs apparaissent, en outre, en adéquation avec la politique monétaire de l'Union européenne puisqu'il est « *mis en oeuvre dans le temps de façon à permettre effectivement la formation d'un prix de marché des titres de dette publique* ».

Le programme d'assouplissement quantitatif

1. Les objectifs de la BCE

L'assouplissement quantitatif consiste en un rachat massif par une banque centrale de titres de dette publique ou de créances privées sur les marchés. Avec ce type de dispositif, la BCE poursuit son objectif de maintien de la stabilité des prix à la consommation au sein de l'Union économique et monétaire et entend relancer le crédit bancaire. En injectant de nouvelles liquidités au sein de la zone euro, elle contribue à éloigner la menace déflationniste. La baisse des taux induite par cette opération de grande ampleur crée, par ailleurs, les conditions d'une reprise des investissements, en facilitant l'accès aux financements pour les entreprises mais aussi les États.

Le *quantitative easing* conduit une banque centrale à augmenter la masse monétaire, via un accroissement de son bilan. Ce mécanisme de création indirecte de monnaie devrait donc avoir pour effet de faire baisser le cours de l'euro et favoriser les exportations.

2. Les titres concernés

Le programme arrêté par la BCE devrait concerner 1 140 milliards d'euros de titres, ce qui place le dispositif à un niveau inférieur à celui mis en place par les États-Unis. Les rachats viseraient 900 milliards d'euros de dettes souveraines ou institutionnelles et 240 milliards d'euros de créances privées (obligations sécurisées et ABS). Ils s'étaleraient sur 18 mois. La BCE compte ainsi procéder à l'acquisition de 60 milliards d'euros de titres par mois, de mars 2015 à septembre 2016. L'assouplissement quantitatif ne remet pas en cause le programme OMT. Il couvre, par contre, les programmes ABS et CBPP3 lancés en novembre 2014.

La mise en oeuvre de ce programme est en large partie déléguée aux banques centrales nationales, qui devraient ainsi acquérir 92 % des titres, en coordination avec la BCE. Le plan est censé se poursuivre jusqu'à ce que les taux d'inflation soient réajustés de façon durable. La BCE pourrait ainsi prolonger le programme au-delà de septembre 2016 si l'objectif n'était pas atteint.

Seuls les titres de dette qui disposent d'une notation financière comprise entre AAA et BBB- pourront bénéficier de ce programme de rachats, sauf à ce que le pays concerné par un rachat de titres soit engagé dans un programme d'assistance financière.

La BCE et les banques centrales nationales ne pourront pas, en outre, racheter plus d'un tiers de la dette de chaque émetteur et plus de 25 % du montant de chaque émission obligataire.

La BCE a, dans le même temps, décidé d'ajuster à la baisse le taux d'intérêt des opérations de refinancement à long terme des banques pour l'aligner sur le principal taux de refinancement de la BCE (0,05 %). Les taux directeurs sont par ailleurs maintenus.

3. La fragmentation des risques

Le programme d'assouplissement quantitatif a été jugé compatible avec le mandat de la BCE par la totalité des membres du Conseil des gouverneurs.

Seuls 20 % des rachats dans le cadre de ce programme seront soumis à un régime de partage des risques, c'est-à-dire assumés collectivement par les 19 États membres présents au capital de la BCE :

- 12 % concernent des titres d'institutions européennes (Union européenne, FESF, MES, Banque européenne d'investissement, Banque européenne pour la reconstruction et le développement). Ces rachats seront néanmoins opérés par les banques centrales nationales puis mutualisés ;
- les 8 % restants consistent en des achats directs opérés par la BCE.

80 % des rachats seront donc à la charge des banques centrales nationales. Le montant de l'intervention de celles-ci est calculé en fonction de leur participation au capital de la BCE.

Le débat autour de l'assouplissement quantitatif

Le programme de la BCE est annoncé sept ans après le début de la crise économique mondiale de 2008, ce qui est considéré, par certains économistes, comme trop tardif. Les États-Unis ont mis en place leur programme de *quantitative easing* dès le début de la crise, tout comme le Royaume-Uni et le Japon.

Un autre débat porte sur l'efficacité du dispositif pour relancer l'inflation. La déflation constatée au sein de la zone euro est en large partie imputable à la baisse des prix de l'énergie et en particulier des hydrocarbures. Par ailleurs, la reprise de l'inflation est aussi tributaire de celle de la croissance économique. Or celle-ci n'est pas mécaniquement induite par l'assouplissement quantitatif.

Les exemples des *quantitative easings* américain (2010-2011) et japonais mettent en outre en avant un phénomène dit de trappe à liquidité. Aux termes de celui-ci, les agents économiques recevant des liquidités, les stérilisent au lieu de procéder à des investissements ou de consommer. Cette situation est particulièrement nette au sein d'économies déjà entrées dans un cycle déflationniste, où les taux d'intérêts sont relativement bas et où la propension à épargner est élevée, compte-tenu des incertitudes économiques et de l'absence de confiance dans la reprise de la croissance. Une telle situation n'est pas sans rappeler, à des degrés divers, le contexte économique des pays de la zone euro. Dans ces conditions, les apports en liquidité pourraient donc être thésaurisés. Ils ne contribueraient ni à la relance du crédit ni à celle de la consommation.

L'effet éventuel de l'assouplissement quantitatif en faveur de la croissance peut donc s'avérer relatif et implique qu'il soit relié à d'autres instruments – réformes structurelles ou fonds d'investissement – qui sont, quant à eux, du ressort de l'Union européenne et des États membres.

Le « bazooka monétaire » de la BCE passé au crible

Le Monde.fr | 22.01.2015 Par Marie Charrel

C'est une petite révolution dans le monde des banquiers centraux. Jeudi 22 janvier, après des semaines d'espoirs et de rumeurs sur le sujet, la Banque centrale européenne (BCE) a dévoilé les contours de son arme anti-déflation : le programme d'assouplissement quantitatif, ou quantitative easing en anglais (« QE »).

« Boom ! », « c'est une offensive monétaire inédite », « c'est Noël à Francfort ! » ont aussitôt réagi les analystes spécialistes de l'institution sur leurs comptes Twitter. Beaucoup, en effet, ne s'attendaient pas à une annonce d'une telle ampleur.

Les marchés financiers ont d'ailleurs accueilli favorablement cette annonce : les indices des bourses européennes ont grimpé d'un peu plus de 1 % en milieu d'après-midi. Et les taux d'emprunt de la France, de l'Espagne et de l'Italie ont atteint leurs plus bas niveaux historiques après les propos de Mario Draghi.

• Que va faire la BCE ?

À partir du mois mars, la BCE va racheter des titres de dettes aux institutions financières de la zone euro, principalement auprès des banques. L'institut monétaire achètera, via les banques centrales nationales, des obligations souveraines (les emprunts des États), des titres privés (obligations sécurisées d'institutions financières) et des titres d'agences européennes.

Le montant de ces achats sera de 60 milliards d'euros par mois, au moins jusqu'en septembre 2016, soit plus de 1 000 milliards d'euros au total. C'est plus que ce qu'attendaient les analystes, qui misaient sur 500 à 750 milliards d'euros.

La BCE se garde la liberté de poursuivre les achats tant que l'inflation ne se redresse pas suffisamment. Les obligations des pays sous programme d'assistance de la Troïka (Fonds monétaire international, Commission et Union européennes), comme la Grèce, seront soumises à des critères supplémentaires.

• Quel est l'objectif de ces rachats de dettes ?

Si les modalités de ce plan sont un peu techniques, l'objectif de Mario Draghi, le président de la BCE, est simple : il s'agit de lutter contre les pressions déflationnistes à l'œuvre dans l'union monétaire et de relancer la croissance. En décembre, les prix ont en effet reculé de 0,2 % dans la zone euro, bien loin de l'objectif d'une hausse de 2 %, fixé par son mandat.

« Elle n'avait pas le choix, elle devait faire quelque chose », commente Christopher Dembik, économiste chez Saxo Banque.

• Comment Mario Draghi a-t-il répondu aux préventions allemandes ?

La bataille avec les Allemands n'a pas été facile. Ces dernières semaines, opposants et supporters du QE se sont ainsi livrés à une guerre des mots dans la presse allemande. Juste avant la conférence de Mario Draghi, jeudi, la chancelière allemande, Angela Merkel, qui était au Forum économique mondial à Davos, a encore tenu à rappeler que les décisions de la BCE ne devaient pas « faire dévier du chemin des réformes » les pays européens.

Si Mario Draghi a donc fini par l'emporter, il a toutefois pris soin de placer des garde-fous de nature à rassurer Berlin. Les Allemands sont en effet très réticents aux rachats de dette publique, les jugeant non seulement inefficaces, mais surtout dangereux. Ils redoutent en effet que cela n'incite les États les moins sérieux à renoncer à la discipline budgétaire, puisqu'ils auront la garantie que la BCE achètera leurs obligations, quoi qu'il arrive.

Par conséquent, les achats de titres publics seront réalisés sur la base de la participation des banques centrales nationales au capital de la BCE, où l'Allemagne et la France arrivent en tête. Ces achats ne favoriseront donc pas outre mesure les pays du sud de la zone euro face aux autres, comme le craignaient les Allemands.

De plus, 20 % seulement des titres achetés seront soumis à un partage des risques. Une mesure plus symbolique qu'autre chose. *« Je dois dire que je suis surpris que ce point ait pris autant d'importance aujourd'hui, il ne devrait pas »,* a d'ailleurs balayé Mario Draghi. La décision de lancer jeudi un programme de rachats massifs de dette publique et privée a été prise *« à une large majorité »*, a précisé le président de la BCE.

- **Quels sont les effets attendus de ces mesures sur l'économie ?**

En théorie, le QE peut avoir plusieurs effets sur l'économie réelle.

- Le premier effet est psychologique : en montrant qu'elle prend le taureau par les cornes, la BCE espère influencer les anticipations des marchés en matière d'inflation et de croissance. Si les financiers et plus largement, l'ensemble des agents économiques ne croient pas au scénario déflationniste, en grande partie auto-réalisateur, celui-ci a moins de chance de se produire.

- Deuxièmement, en rachetant des titres souverains, la BCE entend également assurer des coûts de financement bas aux États, et ce pour longtemps. Ces titres rachetés par la BCE deviendront du même coup moins attractifs pour le reste des investisseurs, qui seront alors poussés à se tourner vers des actifs financiers plus rentables, comme les obligations d'entreprises. Cela doit contribuer, si cela fonctionne, au redémarrage de l'activité.

- Enfin, en augmentant la quantité de monnaie en circulation (on dit qu'elle fait « tourner la planche à billets »), la banque centrale poussera le cours de l'euro à la baisse face aux autres devises – en particulier le dollar. De quoi donner un petit coup de pouce aux exportateurs européens.

Jeudi, sitôt l'annonce de Mario Draghi connue, l'euro est d'ailleurs reparti à la baisse face au dollar : à 15 h 10 à Paris, il est tombé à 1,1483 dollar, alors qu'il évoluait quelques instants avant autour de 1,1620 dollar et qu'il valait 1,1607 dollar mercredi soir.

En la matière, les entreprises françaises et italiennes, dont les produits moyens de gamme sont très sensibles aux prix, devraient être les premières à en profiter. Avec une nuance, tout de même : les marchés ayant largement anticipé le QE, la devise européenne a déjà reculé de plus de 10 % face au billet vert depuis l'été 2014.

- **Les mesures de la BCE peuvent-elles faire repartir la croissance ?**

Si les analystes soulignent qu'il était important, face au recul des prix, que la BCE déploie cette nouvelle arme, ils sont en revanche partagés sur son efficacité. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, où ce type de programme de rachat de dettes a été utilisé entre 2008 et 2014, cela a efficacement soutenu la reprise. Au Japon, où la banque centrale l'a lancé en 2013, son impact en revanche est très incertain : fin 2014, l'archipel est même retombé en récession...

Chez nous, son efficacité dépendra en grande partie du reste de la politique économique européenne. À savoir, des mesures que les pays membres entreprendront de leur côté pour soutenir la croissance.

Le plan d'investissement Junker et la plus grande flexibilité budgétaire que la Commission européenne a décidé d'accorder aux États seront un vrai plus. Mais il faudra tout de même des mois, et probablement des années, avant que la zone euro retrouve un niveau d'activité similaire à celui d'avant la crise.

« Le QE peut booster les marchés financiers, mais il ne réparera pas les faiblesses des banques, et ne se substituera pas aux réformes structurelles nécessaires ni au plan de relance par l'investissement », résumait les analystes de RBS.

- **Quel sera l'impact de l'action de la BCE au quotidien pour les ménages européens ?**

Dans tous les cas, le programme de rachat de dettes publiques annoncé par la BCE n'aura pas d'impact immédiat et direct sur la vie des Européens, et notamment des Français. Les effets ne seront ressentis qu'à moyen terme. Si le plan fonctionne et atteint ses objectifs.

La baisse de l'euro, la hausse des prix et surtout la reprise économique qui sont attendues doivent permettre aux salaires de repartir à la hausse. Elles doivent aussi contribuer à réduire le chômage.

Billet - La BCE et ses critiques

Publié le jeudi 05 février 2015

La décision de la Banque centrale européenne (BCE) de se lancer dans une politique d'assouplissement quantitatif (quantitative easing, QE) a suscité une vague de critiques en Europe du Nord et en particulier en Allemagne. La plupart de ces critiques sont dénuées de fondement, certaines sont confuses, et d'autres accordent plus de poids à des dangers hypothétiques qu'aux risques réels.

Certaines abordent les véritables problèmes, sans pour autant indiquer de solution viable. Voici de quoi y voir plus clair.

1. Une inflation nulle est une bonne chose. Faux. Si c'était vrai, les banques centrales du monde entier se seraient fixé cet objectif. Or elles ont toutes défini la stabilité des prix comme une inflation faible, stable mais positive. Une inflation nulle présente trois inconvénients majeurs : premièrement, elle érode l'efficacité d'une politique monétaire classique (les taux d'intérêt ne peuvent tomber en dessous de zéro au risque de voir les déposants retirer leurs liquidités des banques et les garder dans des coffres) ; ensuite cela rend plus rigides les salaires relatifs entre les secteurs (par exemple, ceux de l'industrie par rapport à ceux des services), car les contrats de travail définissent généralement les salaires en euros ; et enfin cela augmente la charge des dettes passées et rend plus difficile une sortie de crise des dettes souveraines ou privées.

2. La faiblesse actuelle de l'inflation n'est pas préoccupante car elle est uniquement due à la chute des prix du pétrole. Faux. L'inflation des prix à la consommation de la zone euro est inférieure à l'objectif depuis 22 mois consécutifs – soit bien avant que les prix du pétrole ne commencent à baisser. Un pétrole bon marché est une aubaine pour la croissance, mais affecte également ce qui est la véritable cible des politiques monétaires : les anticipations d'inflation pour les années à venir.

3. Une inflation inférieure à la cible est nécessaire pour restaurer la compétitivité. Confus. Il est vrai que le rééquilibrage de la compétitivité au sein de la zone euro n'est pas achevé. Certains pays ont besoin d'une inflation inférieure à la moyenne pour diminuer des coûts supérieurs à la moyenne ; mais cela ne vaut pas pour la zone euro dans son ensemble. La compétitivité de la zone dans son ensemble dépend de la qualité des produits et du taux de change de l'euro, qui est flexible. L'inflation n'a rien à voir là-dedans.

4. Une politique monétaire active provoque au bout du compte une inflation importante. Non démontré. Les banques centrales se trompent parfois, et l'erreur de la BCE a été de laisser l'inflation atteindre des taux trop faibles, ce qu'elle tente maintenant de corriger. Le cas japonais montre combien il est difficile de s'extraire de la déflation. Le président de la BCE Mario Draghi échouera peut-être à atteindre l'objectif de 2%. Il peut aussi échouer en le dépassant. Personne ne peut le savoir à l'avance. Mais il serait curieux de renoncer à combattre le danger auquel nous faisons face au nom d'un risque bien plus hypothétique.

5. L'assouplissement quantitatif est illégal. Faux. Le rôle premier de la BCE est d'atteindre la stabilité des prix. Lorsque les politiques conventionnelles de taux d'intérêt sont impuissantes, elle est dans son rôle en utilisant les autres instruments à sa disposition. Les achats d'obligations d'État sont autorisés par les traités.

6. La BCE va provoquer la formation de bulles du prix des actifs. Probable, mais en partie remédiable. Un taux d'intérêt proche de zéro augmente le prix des actifs de deux manières : cela augmente la valeur présente des futurs flux de revenus des actions et des obligations ; et cela réduit le prix des emprunts immobiliers. L'inflation du prix des actifs est donc probable et les autorités de régulation devront la contenir par des outils réglementaires, comme par exemple des normes sur l'accès au crédit.

7. *L'assouplissement quantitatif va augmenter les inégalités. Probable, mais il va également créer des emplois.* La hausse du prix des obligations, des actions et de l'immobilier augmentera la richesse des propriétaires. Ceux qui ne le sont pas n'en bénéficieront pas. Mais le QE va également relancer la croissance et créer des emplois. C'est le rôle des gouvernements de s'occuper de ses conséquences sur les inégalités, et pour ça ils possèdent un outil adéquat : la fiscalité.

8. *L'assouplissement est une manière pour la zone euro d'exporter ses problèmes : Trompeur.* La Réserve fédérale américaine a été accusée du même péché lorsqu'elle a mené une politique monétaire et que cela a provoqué une baisse du dollar. Mais en fin de compte, le redressement économique des États-Unis a davantage bénéficié à ses partenaires qu'il ne les a pénalisés. La règle du jeu de l'interdépendance monétaire globale est que chaque pays ou entité doit assurer la stabilité de ses prix pour ce qui le concerne. La BCE ne s'en est pas écartée.

9. *Les politiques monétaires actives découragent les réformes structurelles. Dépassé.* Dans le contexte actuel de stagnation prolongée, l'argument traditionnel selon lequel les réformes sont mises en oeuvre quand il n'y a pas d'alternative (« TINA ») a singulièrement perdu de sa force. Un nouveau policy-mix devra savoir combiner soutiens macro et changements micro.

10. *L'assouplissement quantitatif revient à créer des euro-obligations. Faux.* Une euro-obligation est un pacte entre émetteurs offrant une garantie mutuelle. La BCE est une agence indépendante et la décision d'acheter ou non des obligations reste sa prérogative. De plus, 80% des risques seront supportés par les banques centrales nationales.

11. *L'assouplissement quantitatif va ruiner la discipline budgétaire. C'est un risque, mais il peut être contenu.* Les défenseurs comme les adversaires de l'austérité semblent aujourd'hui d'accord pour dire que c'en est fini de cette discipline. Il est vrai que le programme d'achat de la BCE va isoler les gouvernements de la pression des marchés, mais cette pression était déjà assez faible. Les gouvernements doivent remplir leur part du contrat et assurer que les mesures de la BCE ne leur feront pas oublier leurs engagements. C'est le rôle du pacte budgétaire européen.

12. *La politique monétaire de la BCE n'est pas adaptée à l'économie allemande. Vrai mais inévitable.* La BCE est responsable de l'ensemble de la zone euro. Elle ne peut pas en permanence s'adapter parfaitement aux besoins de tous les pays. Pendant les dix premières années, sa politique n'était pas adaptée à l'Espagne; aujourd'hui, elle n'est pas adaptée à l'Allemagne. On ne doit pas reprocher à M. Draghi de faire son travail.

(/)

France Stratégie (/)

Organisme de réflexion, d'expertise et de conseils placés auprès du premier Ministre : évaluer, anticiper, débattre, proposer

