



HAL
open science

Les vingt ans de la banque centrale européenne. Un bilan contrasté.

Guillaume L'Oeillet

► **To cite this version:**

Guillaume L'Oeillet. Les vingt ans de la banque centrale européenne. Un bilan contrasté.. *Revue internationale des économistes de langue française*, 2019, pp.84-100. halshs-02422950

HAL Id: halshs-02422950

<https://shs.hal.science/halshs-02422950>

Submitted on 26 Jan 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Les vingt ans de la Banque Centrale Européenne. Un bilan contrasté.

Guillaume L'ŒILLET

Université de Rennes 1 – CREM

Guillaume.loeillet@univ-rennes1.fr

En 2019, nous célébrerons les 20 ans de la monnaie unique. Cette période anniversaire a débuté au mois de juin dernier avec celui de la BCE. Dans le présent texte, nous proposons un bilan de cette double décennie. Indiscutablement, l'institution est parvenue à remplir l'objectif principal qui lui a été confié à sa création, c'est-à-dire la stabilité des prix. Si la BCE a su employer des outils non-conventionnels lors des crises successives entre 2008 et 2015, sa lecture des événements semble avoir été parfois défailante. Enfin, malgré des ajustements ponctuels de son mode de gouvernance, un déficit démocratique demeure. C'est dans ce domaine que nous identifions une nécessaire réforme de la BCE dans les années à venir.

Introduction

Le 1^{er} juin dernier, la Banque Centrale Européenne (BCE) fêtait ses vingt années d'existence. La dernière décennie s'est avérée plus chaotique que les concepteurs de la monnaie commune ne pouvait l'imaginer. En assignant à la nouvelle autorité monétaire la stabilité des prix comme principal objectif, ils espéraient offrir à la BCE le même mode de fonctionnement que la Bundesbank autour d'un objectif central et d'un instrument. Si la BCE a su traversé la récession de 2001 sans modification majeure de la politique monétaire, elle a dû improviser un changement doctrinal et opérationnel à partir d'août 2007 et des prémisses de la crise financière. Cette révolution n'est pas tout à fait achevée puisque la BCE tente aujourd'hui seulement d'ébaucher une stratégie de sortie de la politique non-conventionnelle actuelle. Plus généralement, c'est le paradigme du ciblage d'inflation qui a été questionné par la crise de 2008 et la grande récession de 2009. De nombreuses banques centrales ayant adopté ce régime ont (re)découvert certaines de leurs fonctions originelles en matière de stabilité financière notamment, ou ont réhabilité des mesures dites de bilan. La singularité de la BCE réside toutefois dans sa situation institutionnelle où la politique monétaire n'est pas associée à une entité budgétaire unique permettant une combinaison de politiques économiques

appropriée face à la récession. De ce point de vue, la BCE s'est retrouvée comme la seule institution fédérale en mesure de préserver la stabilité de l'Union Economique et Monétaire (UEM) dépourvue d'un gouvernement économique lorsque la crise des dettes souveraines a éclaté en 2013. A nouveau, elle a dû innover dans la conduite de sa politique monétaire face à un possible éclatement de la Zone euro.

Dans cet article, nous reviendrons sur la gestion des crises par la BCE entre 2008 et aujourd'hui, mais nous souhaitons dresser un bilan plus large des vingt années écoulées. Par ailleurs, nous ne limitons pas l'analyse aux aspects «techniques» relatifs à la conduite de la politique monétaire¹. Nous abordons également les sujets de la gouvernance de la BCE et de son rapport démocratique avec la sphère politique qui sont restés des constantes dans les critiques adressées à la BCE. Ces questions prennent une nouvelle ampleur à la lumière des récentes orientations de la politique monétaire, et du contexte politique qui se dessine aujourd'hui en Europe.

Cet article propose un développement en trois temps. Tout d'abord nous jugerons la BCE à l'aune du principal objectif que lui a confié le pouvoir politique lors de sa création c'est à dire la stabilité des prix. Ensuite, nous proposerons une analyse critique des actions entreprises par la BCE pendant les crises successives en Europe. Enfin, nous discuterons du rôle politique de la BCE tout en avançant des suggestions pour une plus grande intégration démocratique de l'institution dans la construction européenne.

1. Une réussite du point de vue du mandat de la stabilité des prix

Une manière objective de juger de l'action d'une banque centrale consiste à observer l'évolution de son objectif principal. Dans le cas de la BCE, ce travail est très simple puisque les statuts affichent un objectif principal clair: un taux d'inflation global proche et en dessous de 2%. Si d'autres objectifs parallèle (stabilité du système financier) et secondaire (croissance économique) ont été assignés à la BCE, ceux-ci sont énoncés dans des termes plus vagues et sont plus difficiles à confronter avec des données. Cette stratégie de ciblage d'inflation généralisée dans les années 90 répond au risque d'incohérence temporelle théorisée par la

¹ Voir à ce sujet Blinder et al. (2016), Dow (2017), Goodhart (2016) et Mishkin (2017).

Nouvelle Macroéconomie Classique dans les années 70 selon laquelle une Banque Centrale aurait nécessairement intérêt à dévier de sa cible d'inflation. Pour éviter cet écueil et gagner en crédibilité, l'autorité monétaire doit i) annoncer une cible de manière précise, ii) s'y tenir et justifier les éventuelles déviations.

Nous pouvons constater à partir de la figure 1 reproduisant le taux d'inflation dans l'UEM depuis sa création, qu'il sera peu question de déviations. Sur l'ensemble de la période qui nous intéresse, le taux d'inflation annuel moyen s'élève à 1,71%. Deux phases se distinguent toutefois. La première se situe entre 1999 et 2007 où le taux d'inflation est stable et proche de l'objectif (2,06% en moyenne). Une seconde phase entre 2008 et aujourd'hui indique une fluctuation plus importante du taux d'inflation (1,40% en moyenne avec un écart type de 1,15%) impliquant une plus longue déviation à la cible notamment durant la grande récession. Ironiquement, la BCE a éprouvé de plus grandes difficultés à remplir son objectif lorsque l'inflation était inférieure à sa cible et non l'inverse pouvaient le craindre ses fondateurs.

Nous tirons deux leçons de ces observations. La première est qu'en «temps normal», la BCE a très bien rempli son contrat visant à assurer la stabilité des prix. Le pilotage de son principal instrument (taux de refinancement) s'est donc avéré performant. Ce résultat n'est pas très surprenant si l'on admet le nécessaire investissement en crédibilité qu'une nouvelle banque centrale doit effectuer pour parvenir à ses fins, à savoir ancrer les anticipations d'inflation autour de la cible. La deuxième leçon est qu'en période troublée, la BCE a logiquement éprouvé plus de difficultés à remplir son contrat. La déviation moyenne durant cette seconde sous-période a été supérieure à celle observée pendant la première partie. Au moment où nous écrivons ces lignes, la BCE est néanmoins parvenue à se rapprocher de sa cible si l'on se réfère aux derniers chiffres : entre 1,5 et 1,9% à l'automne dernier. Ces faibles taux d'inflation résultent de chocs économiques défavorables d'ampleur associés à la crise des *subprimes* de 2008 puis à la crise des dettes souveraines de 2013. Au premier choc, la BCE a répondu promptement en réduisant rapidement son principal taux de refinancement passant de 4,25% à 1% entre août 2008 et mai 2009. Le conseil des gouverneurs a poursuivi cette orientation pour finalement le fixer à 0 en mars 2016 sans plus jamais le modifier ensuite. L'institution européenne a dû ensuite recourir à d'autres instruments non-conventionnels pour ramener le taux d'inflation vers la cible de 2%. Cette préoccupation a été martelée par le Président Mario Draghi durant son mandat dans toutes les communications expliquant les orientations de politique monétaire. Ainsi, la politique de bilan caractérisée par des opérations massives de

3

rachat de titres aux établissements financiers, ont été justifiés par la volonté de réamorcer le crédit et s'éloigner d'une zone déflationniste dangereuse². On doit ainsi reconnaître à la BCE et à Mario Draghi d'avoir pris très au sérieux le risque de déflation invalidant la thèse d'un possible comportement asymétrique vis-à-vis de la cible d'inflation. On peut également considérer que la BCE - Mario Draghi en tête - n'a jamais hésité à suivre, dans cet objectif, des options inédites, bien éloignées du cadre de politique monétaire d'inspiration allemande qui semblait avoir influencé sa conception. Ces options n'ont d'ailleurs pas manqué de faire naître des critiques et des divergences au sein même du conseil des gouverneurs de la BCE³. L'évolution de la BCE sur l'utilisation d'instruments non-conventionnels peut paraître surprenante. Toutefois, l'éloignement à la doctrine allemande a débuté dès 2003 en inversant la hiérarchie des deux piliers de sa stratégie reléguant le pilier monétaire au second rang pour privilégier une batterie d'indicateurs avancés d'inflation. Tout en maintenant son objectif principal sur la stabilité des prix, la BCE a peu à peu abandonné le prisme monétariste.

Qu'il s'agisse des instruments ou de la stratégie employée par la BCE, le juge de paix que représentent les données conforte les options de la BCE tout au long de ces vingt années. Même si les effets de la position actuelle de la BCE sur le taux d'inflation ne sont pas encore tout à fait connus, les craintes exprimées par les faucons paraissent excessives. Le débat sur cet objectif de stabilité des prix reste cependant ouvert. En considérant que l'objectif prioritaire doit demeurer la lutte contre l'inflation, le niveau de cette cible à 2% est discutable et des propositions consistant à la relever ont été avancées⁴. En considérant que le régime de ciblage d'inflation touche à sa fin, la BCE pourrait devoir se tourner vers un nouvel objectif, ou du moins un mandat dual (plein-emploi-stabilité des prix) comme la *Reserve Federale* américaine dans la mesure où des interrogations subsistent sur les coûts engendrés par la politique menée en termes d'emplois. Par ailleurs, le véritable risque pourrait dorénavant se situer sur les marchés financiers, faisant de la stabilité financière la principale préoccupation des autorités monétaires. D'ailleurs, sans abandonner ni reléguer l'objectif de stabilité des prix, la BCE s'est vue attribuée un rôle officiel dans la nouvelle architecture de la régulation

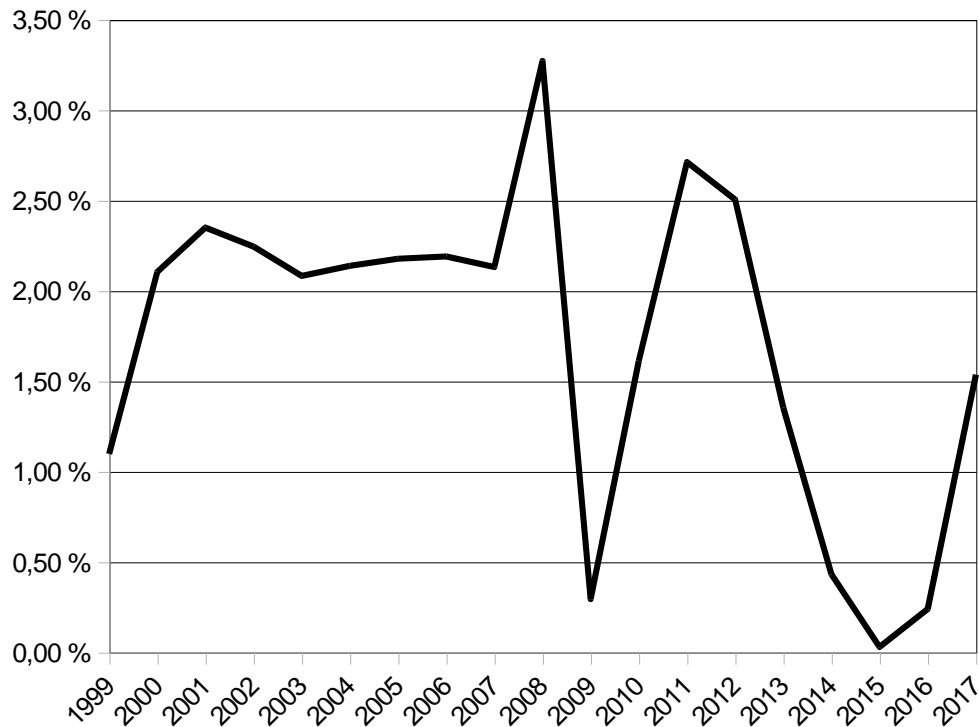
² Cette politique visait sans doute d'autres objectifs comme la détente des taux d'intérêt obligataires pour les Etats en délicatesse budgétaire ou l'assainissement du bilan des banques privées.

³ Les gouverneurs successifs de la Bundesbank Axel Weber en 2010 puis Jens Weidman en 2012 ont publiquement critiqué les orientations non-conventionnelles de la BCE, et plus précisément les programmes d'achat d'actifs, au nom du risque inflationniste. De la même manière, plus récemment à l'approche d'échéances électorales en Allemagne, Wolfgang Schauble, l'ancien ministre des finances habituellement très orthodoxe n'a pas hésité à violer le principe d'indépendance en suggérant publiquement que la politique monétaire menée était insoutenable, réclamant une normalisation de celle-ci.

⁴ Voir Blanchard *et al.* (2010).

bancaire et financière dans l'Union Européenne depuis 2014 avec la création de l'Union Bancaire. La BCE a désormais en charge la supervision des plus grosses banques européennes, et est sollicitée dans les procédures de résolution en ce qui concerne les défaillances bancaires. Cette tâche, autrefois décentralisée aux autorités nationales, a été replacée dans les mains de l'institution la plus fédérale afin de réduire l'hétérogénéité des pratiques.

Figure 1: Taux d'inflation annuel en Zone euro



Source : Eurostat

2. La BCE à l'épreuve de la crise : bons et mauvais points

L'histoire de la BCE a évidemment été marquée par la gestion des crises successives depuis 2008. Durant cette période de turbulences, elle a donné une orientation très accommodante à sa politique monétaire, n'hésitant pas à recourir à des mesures non-conventionnelles. Ces initiatives sont apparues comme risquées aux yeux des « faucons », partisans d'une banque centrale focalisée sur la stabilité des prix et insensible aux perturbations financières. Pour d'autres, elles témoignent d'un certain pragmatisme qui aura permis de limiter les dégâts

financiers et d'assurer la pérennité de la zone euro. Nous proposons ici une analyse plus nuancée. La démarche objective consistant à comparer objectifs et résultats obtenus est toutefois plus complexe. Si la BCE est finalement parvenue à éliminer les tensions sur les marchés monétaires, réduire les écarts de taux obligataires entre les pays membres de l'UEM ou encore éliminer le risque déflationniste, il est délicat d'évaluer précisément sa contribution. Aurait-elle pu atteindre plus rapidement ces objectifs - et limiter les coûts inhérents au délai - en anticipant mieux les risques, en ciblant plus précisément les segments de marché, en calibrant plus justement ses interventions ou en contournant plus rapidement les traités européens en rachetant des titres de dette publique⁵ ? Selon nous, la BCE n'a que partiellement rempli ses objectifs. Comme l'indique le graphique 2, les différentes initiatives prises par la BCE ont permis d'abaisser les coûts d'emprunt sans pour autant réussir à faire redémarrer les nouveaux crédits alloués aux entreprises non-financières. En d'autres mots, l'objectif intermédiaire a été atteint mais pas l'objectif final.

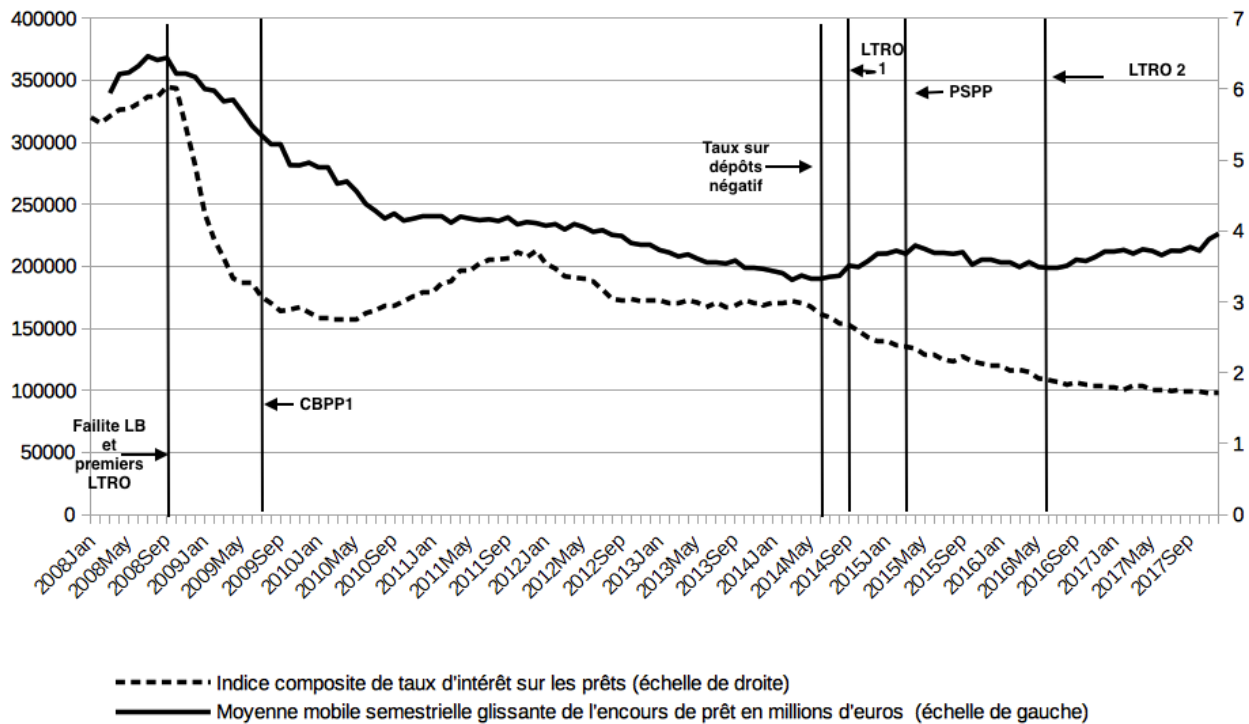
Suite à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, la BCE a su rapidement réagir en rétablissant la liquidité sur certains segments du marché monétaire. Anticipant les conséquences négatives de cet événement⁶ sur le marché interbancaire en Europe, elle a promptement modifié les modalités des opérations de guichet ouvert: la fréquence de ces opérations a été augmentée, le taux d'intérêt a été maintenu constant, les échéances ont été allongées (jusqu'à 12 mois) et la qualité des collatéraux exigés a été relâchée⁷. Toutes ces mesures considérées comme non-conventionnelles par la BCE ont été décidées pour calmer les tensions apparaissant sur les marchés monétaires mais aussi pour améliorer la transmission de la politique monétaire. En effet, si la BCE a rapidement baissé ses taux directeurs par la suite pour activer le canal du taux d'intérêt, ces mesures exceptionnelles ont permis d'améliorer le segment du marché monétaire en restaurant l'activité d'intermédiation grippée par la défiance généralisée sur les marchés. L'efficacité de ces mesures a été démontrée puisqu'elles ont permis de réduire les tensions sur le monétaire en éliminant la prime de liquidité. L'année suivante, la BCE a poursuivi son train de mesures non-conventionnelles en

5 On peut d'une part défendre la BCE qui a agi dans le cadre légal fixé concernant l'impossibilité de financer un Etat directement par la création monétaire, et d'autre part regretter qu'elle n'ait pas mis plus rapidement en place sa stratégie de contournement visant à racheter les bons du trésor sur le marché secondaire.

6 La faillite d'un tel établissement systémique engendre une panique généralisée sur ce segment aboutissant à un gel des relations interbancaires. Ce phénomène fragilise l'ensemble du secteur bancaire en rendant illiquides certaines banques. En réalité, la BCE avait dès 2007 constaté des tensions sur les marchés monétaires se traduisant par des écarts anormaux de taux d'intérêt sur des maturités courtes.

7 La BCE a lancé les *Longer Term Refinancing Operations* (LTROs).

Figure 2 : Coût de l'emprunt et encours de crédits nouveaux aux entreprises non-financières



Source : BCE

rachetant des obligations sécurisées à des établissements de crédits (*Covered Bond Purchase Programme ou CBPP*) pour limiter la flambée des taux sur certaines maturités et ainsi encourager l'activité de crédit⁸. Ce programme d'une ampleur modeste (60 milliards sur un an) est le premier jalon de la politique de bilan de la BCE. Toutefois ce plan n'inclut pas de titres publics au moment où la Banque d'Angleterre et la Banque Fédérale américaine vont démarrer des plans d'assouplissement quantitatif massifs afin de lutter contre la récession. On peut regretter l'occasion manquée d'une coordination des politiques économiques avec les autorités budgétaires concernées, suffisamment puissante face à des effets récessifs de la crise. Respectueuse des traités européens, la BCE a refusé d'appliquer les orientations anglo-saxonnes qui visaient à financer des plans budgétaires ambitieux quand les Etats membres se sont (trop) rapidement attachés à revenir dans les normes du Pacte de Stabilité et de Croissance. Ainsi, la BCE s'est «contentée» de combattre les turbulences financières en

8 Ce programme sera poursuivi par deux autres versions en novembre 2011 puis en octobre 2014. La BCE poursuivra dans cette voie en lançant deux autres programmes : l'*asset-backed securities purchase programme* (ABSPP) en Novembre 2014 portant sur les titres adossés à des créances douteuses et le *corporate sector purchase programme* (CSPP) en juin 2016 consistant à acheter des obligations émises par les entreprises.

minorant la dimension macroéconomique de la crise qui se traduira par la récession la plus importante d'après-guerre⁹. Si l'intermédiation bancaire a été rétablie à l'aide des liquidités apportées, la BCE s'est insuffisamment impliquée dans la relance de l'économie.

Le constat est identique lorsqu'on se penche sur les résultats des *Targeted-Longer Term Refinancing Operations* (TLTRO). Ces deux opérations lancées en 2014 puis 2016 s'inscrivent dans la dynamique accommodante de la politique monétaire de la BCE et prévoient des prêts à des banques sur des maturités exceptionnelles allant jusqu'à quatre ans. Elles ciblaient plus particulièrement les banques recyclant les liquidités dans des prêts aux entreprises non-financières et aux ménages. Si le mécanisme incitatif portant sur les montants alloués et la modulation des taux semblait judicieux pour redynamiser le crédit, ces deux initiatives se sont avérées infructueuses au regard de cet objectif intermédiaire et de la baisse de l'inflation. Pire, les liquidités prévues par la BCE pour ces opérations n'ont jamais été épuisées. La première version n'a pas dépassé les 400 milliards d'euros d'emprunts bruts¹⁰ aux banques ciblées quand la BCE pensait y consacrer 1000 milliards. Les nouvelles modalités de la seconde version lancée en juin 2016 auront permis d'atteindre un montant brut plus conséquent (760 milliards en Mars 2017). A nouveau, cette mesure permet d'améliorer les conditions de financement dans l'économie réelle mais elle ne parvient pas à stimuler la demande de crédits qui reste insensible à la baisse des coûts d'emprunts¹¹.

Le taux d'inflation proche de zéro et les risques d'un éclatement de la zone euro suite à la crise des dettes souveraines de 2013 ont poussé en mars 2015 la BCE à sortir son «Bazooka», c'est à dire le plan d'achat d'actifs publics (*Public Sector Purchases Programme*). Si cette initiative peut être vue en priorité comme la volonté de mettre un terme à la divergence des taux souverains au sein de l'UEM, Mario Draghi l'a systématiquement justifiée dans la

9 On peut également regretter l'absence d'une autorité budgétaire à l'échelle de l'Europe qui aurait pu prendre des initiatives en termes d'investissement appuyé par un financement monétaire offert par la BCE. Toujours est-il que la BCE, dotée d'une cellule d'économistes chargés de la prévision, aurait pu alerter les autorités compétentes pour tenter de remédier à ce qui sera la plus forte année de recul du PIB en Europe depuis la seconde guerre mondiale.

10 Des banques ont utilisé ces fonds pour rembourser les financements précédents, ne créant rien dans l'économie réelle.

11 Les chiffres disponibles sur les volumes de crédits et leur dynamique restent délicats à interpréter. A qui imputer une stagnation ou une baisse des volumes alloués? Aux clients des banques qui ne désirent pas financer de projets d'investissement ou aux établissements de Crédits réticents à prendre des risques ou sujets à une réglementation plus contraignante? On ne peut écarter cette dernière explication dans le cas européen où les établissements financiers ont été confrontés à une modification des normes prudentielles et refroidis par la montée des prêts non performants. Au sujet de l'efficacité des TLTRO, voir De Groen, Gros et Valiante (2016).

perspective d'améliorer les canaux de transmission de la politique monétaire en Europe. On retrouve, le même objectif de réduction des coûts d'emprunt à plus long terme espérant déclencher une résilience de la demande de crédits permettant d'écarter le risque déflationniste. Par cette politique de rachat de titres, on espère également un assainissement des bilans des banques détériorés par la détention d'obligations souveraines de pays en proie à un défaut¹². La BCE compte sur un rééquilibrage des portefeuilles de titres par les institutions financières pour soutenir les prix d'actifs et contribuer à l'aplatissement de la courbe des taux. La BCE va ainsi soutenir les banques et contribuer à la bonne santé des marchés financiers en achetant des bons du trésor, espérant obtenir en retour des effets de richesse sur le bilan des agents économiques. Curieusement, la BCE suit les banques centrales anglo-saxonnes où le financement par les marchés domine alors que la zone euro reste majoritairement intermédiée. A nouveau, en dépit de la poursuite de l'abaissement des coûts d'emprunt et des effets de richesse dont vont bénéficier les agents, la demande de crédits ne redémarre pas immédiatement. La BCE justifiera néanmoins son action en prétendant que ces mesures ont permis de maintenir un taux d'inflation positif quand la dégringolade des prix du pétrole pouvait laisser craindre des pressions déflationnistes.

Les efforts de la BCE ont débouché sur des résultats probants en matière de réduction du coût du crédit, condition nécessaire dans des économies bancarisées pour relancer le crédit. Mais cette politique n'a pas eu les effets escomptés sur la demande globale¹³. Nous estimons que la BCE avait la possibilité d'aller plus loin dans le cadre institutionnel donné. Elle était tout à fait équipée, en termes de ressources techniques, pour évaluer plus précisément l'ampleur du choc et les nécessaires ajustements de politiques économiques. Une meilleure anticipation lui aurait permis de mener plus rapidement une politique de bilan plus ambitieuse embarquant avec elle les autorités budgétaires dans une coordination plus efficace. Elle aurait pu «bousculer» le principe d'indépendance en offrant un soutien financier à une politique budgétaire tournée vers les investissements d'avenir¹⁴. Elle aurait pu, en concertation avec les

12 La probabilité de défaut de ces Etats étant elle-même accrue avec la fragilité des banques.

13 Les articles jugeant efficaces les interventions de la BCE se bornent à tester les conséquences des mesures sur le coût du crédit, qui n'est qu'une étape dans le canal de transmission. Ils considèrent sans doute que la BCE n'est pas responsable de la trappe à liquidité, et que les autorités budgétaires doivent prendre le relais dans le respect du principe de séparation des tâches. Nous considérons qu'il est de la responsabilité des deux sphères de se coordonner.

14 La Commission Européenne a initié un plan d'investissement (plan Juncker), dans des secteurs bien identifiés. Ce modeste plan qui atteint 315 milliards d'investissement aujourd'hui est en réalité un fonds d'amorçage avec des prêts de la Banque Européenne d'Investissement (BEI) et une garantie en capital d'une vingtaine de milliards d'euros. Au regard des montants engagés par la BCE, on reste surpris par la timidité de l'investissement initial par les institutions européennes.

Etats, «flécher» ou conditionner l'utilisation des liquidités créées, comme elle a tenté de le faire avec les TLTROs. Enfin, la BCE aurait dû questionner plus rapidement son modèle d'intervention en constatant que les mesures non-conventionnelles ne parvenaient pas à stimuler la demande. La possibilité de contourner les banques aurait pu être envisagée plus rapidement et sérieusement comme un moyen de mieux utiliser les liquidités injectées. A plusieurs reprises d'ailleurs, Mario Draghi a publiquement reconnu qu'il considérait sérieusement l'hypothèse du recours à «l'hélicoptère monétaire»¹⁵ permettant à la BCE d'améliorer le canal de transmission de la politique monétaire en apportant directement les liquidités à l'utilisateur final. Malgré les évidentes difficultés opérationnelles qui se posent dans une union monétaire sans gouvernance budgétaire, cette option a fait l'objet d'une discussion au sein du conseil des gouverneurs sans être retenue. Cet aveu suggère que la BCE a bien identifié le reproche que nous formulons ici.

Deux enseignements peuvent être tirés de cette période. Le premier est relatif au besoin de coordination entre la BCE et les autorités budgétaires au sein de la zone euro. Un *policy-mix* cohérent ne pourra être mis en place sans une entité budgétaire commune dans l'UEM, ou, à tout le moins, à une coordination budgétaire effective entre les pays membres. L'indépendance vue de manière stricte devient néfaste dès lors que les politiques monétaire et budgétaire doivent être impérativement coordonnées face à ce type de chocs. Le deuxième enseignement est que la BCE doit se préoccuper du canal de transmission de la politique monétaire dans son intégralité, c'est à dire jusqu'à la demande finale. Elle a sous-estimé le pessimisme des agents économiques qui ont révélé leurs «esprits animaux» chers à Keynes.

3. Un déficit démocratique qui perdure

Une dimension importante et souvent minorée dans la littérature économique contemporaine concerne la légitimité démocratique de la BCE et de ses décisions. Le principe d'indépendance d'une Banque Centrale est justifié par l'éloignement nécessaire de la gestion de la monnaie de la sphère électorale en la confiant à des techniciens politiquement neutres. Il est certain que la mise en œuvre d'une politique monétaire appropriée requiert une expertise

15 Il s'agit d'une option de politique monétaire avancée par Milton Friedman (1969) consistant à distribuer directement la monnaie créée aux agents économiques, sans passer par les banques.

des mécanismes économiques, monétaires et financiers. Toutefois, il nous semble tout aussi nécessaire que cette expertise soit véritablement mise au service des citoyens. De ce point de vue, la BCE continue de présenter d'importantes lacunes. Trois points de progrès « démocratiques » sont identifiés afin de rendre plus légitime l'action de la BCE.

Le premier point concerne le processus de nomination des membres du Directoire de la BCE, notamment son président. Alors que le Directoire vient de rentrer dans une phase importante de renouvellement qui se poursuivra en 2019, des voix¹⁶ s'élèvent à juste titre pour dénoncer l'opacité dans lequel se dérouleront ces successions. Ces nominations seront une nouvelle fois le résultat de négociations secrètes entre chefs d'Etat et de gouvernement pour atteindre un équilibre géographique et politique acceptable. Aucune des personnalités proposées par le Conseil Européen n'aura ainsi publiquement annoncé, ni motivé ou même défendu sa candidature devant l'assemblée d'un parlement. Le seul vernis démocratique est l'audition de la personne choisie devant la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement Européen. On pourrait concevoir un processus beaucoup plus transparent, exigeant et respectueux de la démocratie dans lequel des personnalités intéressées feraient publiquement acte de candidature, défendraient cette candidature devant le Parlement Européen (voire les parlements nationaux) qui aurait un véritable pouvoir de validation¹⁷. Par ailleurs, l'article 283 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne (TFUE) prévoit que les personnalités recommandées doivent détenir une expérience dans le domaine monétaire ou bancaire sans préciser à quelle position celle-ci a pu être acquise. Ceci pose un problème quant à la diversité des membres du Directoire et à une potentielle et problématique concentration de personnalités passées par le secteur financier. Or, après les derniers événements, et étant données les nouvelles priorités autour de la stabilité financière, nous pouvons nous interroger sur les conséquences d'une telle concentration dans la définition future de la politique monétaire. L'expertise requise n'implique pas nécessairement un passage dans une institution financière. D'autres personnalités venant d'autres horizons

16 Voir deux tribunes dans le journal Le Monde datée du 20/01/2018 «L'après-Mario Draghi à la Banque centrale européenne: attention danger», et du 22/01/2018 «Démocratiser l'Europe, cela commence à la BCE».

17 On se souvient que la nomination de Yves Mersch à la BCE avait initialement été rejetée en 2012. Ce blocage temporaire aura été levé suite à la pression du Président de la Commission Européenne. Il souffrait de reposer non pas sur les compétences techniques du «candidat» mais sur le fait que le Parlement souhaitait rééquilibrer la composition du directoire sur un critère de genre. Avec une autre procédure plus ouverte, le Parlement Européen pourrait directement influencer la composition du directoire à partir de plusieurs candidatures. Plus récemment, la désignation de Luis de Guindos au Parlement Européen a été approuvée à une courte majorité pour manifester un mécontentement concernant la procédure de sélection.

(académique, syndical, industriel, fonction publique) peuvent être tout à fait compétentes pour conduire la politique monétaire. Une pluralité des profils permettrait d'enrichir les discussions, et de multiplier les points de vue. A l'inverse, on peut redouter, avec les principes actuels, une endogamie favorable au secteur financier aboutissant à une « capture » de la banque centrale par la sphère financière¹⁸.

Ensuite, même si la BCE démontre une communication efficace, croissante et variée de son action, le processus de décisions demeure opaque. Sur la forme, la BCE a énormément fait évoluer son « offre » de communications en multipliant les supports et en l'adaptant aux innovations technologiques. Sur le plan du contenu, les discussions internes restent dans le plus grand secret. En 2015 pourtant, la BCE a réalisé un progrès considérable en matière de transparence en publiant des « minutes » (*Account of the Monetary Policy Meeting*). Rendues publiques un mois après la décision de politique monétaire, elles offrent un compte-rendu de la réunion durant laquelle les options de politique monétaire sont prises¹⁹. Si le compte rendu fournit un résumé des échanges autour des options choisies et de leurs motivations sous-jacentes, la retranscription conserve une certaine neutralité en n'explicitant jamais les avis individuels des membres²⁰. Il est donc impossible d'évaluer le degré d'accord ou de désaccord autour d'une décision sauf en cas d'unanimité. On retrouve ici le souhait d'une décision obtenue par consensus. Il serait donc possible d'aller plus loin dans ces *minutes* en matière de transparence en retranscrivant les positions des uns et des autres pour mieux comprendre les débats, les arguments avancés et leurs fondements théoriques. Cette démarche faciliterait assurément la compréhension des choix de politique monétaire et constituerait une avancée démocratique importante puisque l'on aurait un accès direct aux positions des participants.

Enfin, la nomination des membres du directoire n'est pas le seul point problématique dans la relation entre la BCE et le Parlement Européen. Une marge de manœuvre existe dans le contrôle qui pourrait être attribué au second tout au long du mandat. Quatre fois dans l'année, le président de la BCE se rend devant la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement Européen pour justifier et expliquer les orientations données à la

18 On connaît le concept des « revolving doors » qui suggèrent que des membres nommés à la banque centrale soit passés par et retourneront dans le secteur privé créant des conflits d'intérêts évidents et problématiques dans la conduite des affaires monétaires. Voir à ce sujet Carré et Demange (2017).

19 Il est difficile de savoir si cette évolution est due à une volonté accrue de transparence ou plutôt à une initiative visant à améliorer la *Forward Guidance* de la BCE afin de mieux faire passer son message.

20 Finalement, les désaccords lorsqu'ils sont assumés sont exprimés dans la presse comme dans le cas de Jens Weidmann cité plus haut. N'est-il pas préférable pourtant que ces désaccords soient publiquement communiqués par l'institution?

politique monétaire et répondre aux questions des eurodéputés. Par ailleurs, les élus sont invités à formuler des questions écrites à la BCE qui rend publiques les réponses. Même si ce «dialogue» est nécessaire, il semblerait, à travers la lecture des retranscriptions des réunions ou des réponses de la BCE, que l'exercice ne soit qu'une formalité, le degré d'investigation en restant au stade de la simple question. Ainsi, l'autorité monétaire peut se contenter de fournir une réponse (convenue la plupart du temps), sans que cette réponse ne puisse faire l'objet d'une concertation plus étroite avec le Parlement Européen. Malgré l'organisation d'un échange avec les instances élues en Europe, tout se passe comme si la politique monétaire était conduite en vase clos à Francfort sans coordination avec les autres autorités. Cette coordination *a minima* posait peu de problèmes tant que les effets de débordement de la politique monétaire étaient restreints notamment sur le plan de la redistribution²¹. Mais dès lors que ces effets externes viennent perturber sensiblement le travail de la politique budgétaire il paraît naturel que la BCE et les autorités budgétaires aient un échange approfondi. Ainsi, l'assouplissement quantitatif conduit par la BCE contient potentiellement des effets redistributifs importants dans la mesure où les programmes de rachat de titres visent un effet de richesse à travers les patrimoines des agents privés soutenant de fait les plus hauts revenus. Pour autant, aucune coordination ne s'est mise en place pour compenser ces effets. En outre, les instances politiques européennes n'ont pas les moyens de contrôler véritablement l'action de la BCE, ce qui pose question lorsque les actions menées de part et d'autre entrent en conflit. Contrairement à la *Federale Reserve* américaine où le congrès conserve la possibilité de modifier le *Federal Reserve Act*²², le Parlement Européen ne dispose d'aucun moyen pour encadrer la BCE. Sans nécessairement copier le modèle américain, on pourrait doter le Parlement Européen (ou un organe similaire de la zone euro) d'un pouvoir permettant d'appliquer une clause suspensive ou un moratoire sur une décision de la BCE²³. La seule «menace» de cette clause devrait pousser la BCE à mieux évaluer les conséquences de ses mesures et mieux justifier leur nécessité. Dans le cas de

21 C'est aussi une des raisons pour lesquelles les décideurs choisissaient de déléguer la tâche monétaire à un organe indépendant: la politique monétaire, dans un environnement «normal», est censée avoir peu d'impact sur la redistribution des revenus entre agents économiques. Seuls les mouvements de taux d'intérêt vont avoir un effet.

22 Les périodes de ralentissement économique aux Etats-Unis sont souvent l'occasion de modifications législatives par le Congrès américain. Le nombre d'amendements proposés par les autorités politiques ont atteint des niveaux records pendant la crise économique et financière restreignant l'autonomie de la banque centrale. Voir Cargill (2016) à ce sujet.

23 Il conviendra de bien en définir les contours législatifs pour ne pas «empêcher» la BCE dans un contexte d'urgence notamment.

l'assouplissement quantitatif, le Parlement aurait censuré la BCE. Cela aurait permis un dialogue plus approfondi en amont dans le cas de l'assouplissement quantitatif par exemple.

Conclusion

Après vingt ans d'existence, la BCE offre un bilan contrasté. Elle a rempli la mission principale qui lui est assignée en matière de stabilité des prix en «collant» à la cible. Cette performance lui a permis d'acquérir la nécessaire crédibilité. Elle a fait preuve d'une grande réactivité en adoptant des mesures non-conventionnelles face aux tensions financières ou aux risques de déstabilisation de la zone euro. Pour autant, à partir de 2008, la confiance dans la BCE des citoyens européens mesurée par l'Eurobaromètre s'est effondrée (de 53% en 2007 à 31% en 2014) tandis que la défiance s'est élevée (de 25% à 50%). Si des explications exogènes sont envisageables (montée du chômage, euroscepticisme, ...), nous proposons ici des arguments susceptibles d'expliquer cette défiance. La BCE a échoué à faire redémarrer l'économie européenne en dépit de sa politique non-conventionnelle en butant sur la trappe à liquidité. Enfin, la distance entre la BCE et le Parlement Européen imposée par le principe d'indépendance peut générer de la frustration chez les citoyens subissant les conséquences de décisions d'une instance dont la nomination des responsables revêt un caractère démocratique discutabile.

Si l'agenda immédiat de la BCE semble être la sortie de la stratégie non-conventionnelle, la BCE ne pourra pas faire l'économie d'un bilan de son action et de son mode de gouvernance. Les politiques doivent rapidement exploiter les marges de manœuvre existantes pour organiser une meilleure coordination des politiques économiques et renforcer le contrôle démocratique de l'institution. L'année 2019 qui verra un changement de président de la BCE ainsi que le renouvellement du Parlement Européen offre une opportunité formidable pour débattre de ces sujets.

Bibliographie

Blanchard, Olivier, J., Del'Araccia, Giovanni et Mauro, Paolo, (2010), «Rethinking Macroeconomic Policy». *IMF Staff Position Note*.

Blinder, Alan, S. Ehrmann, Michael, Jakob de Haan et Jansen David-Jan, (2016), «Necessity as the mother of invention : Monetary Policy after the Crisis». *NBER Working Paper 22735*, Octobre 2016.

Cargill, Thomas F., (2016), «The Myth of Central Bank Independence». *Mercatus Working Paper*, Mercatus Center at George Mason University, Arlington, VA, October 2016.

Carré, Emmanuel et Demange Elise, (2017), «Le revolving door dans les banques centrales». *Revue d'économie financière*, 2017/4 (N° 128).

Dow, Sheila (2017), «Central banking in the twenty-first century», *Cambridge Journal of Economics*, Volume 41(6), pp 1539-1557. Novembre 2017.

Friedman, Milton (1969), «The Optimum Quantity of Money», in Milton Friedman, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Adline Publishing Company, pp. 1-50.

Goodhart, Charles (2016), «Central bank evolution: lessons learnt from the sub-prime crisis». In: Bordo, Michael D. and Eitrheim, Øyvind and Flandreau, Marc and Qvigstad, Jan F., (eds.) *Central Banks at a Crossroads What Can We Learn from History?*. Studies in Macroeconomic History. Cambridge University Press, Cambridge, UK. ISBN 9781107149663

Gros, Daniel, Alcidi, Cinzia, et Giovannini, Alessandro (2014), «Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs): Will they revitalise credit in the euro area?». Commissioned by the European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs.

Mishkin, Frederic, S. (2017), «Rethinking monetary policy after the crisis». *Journal of International Money and Finance*, Volume 73, Part B, May 2017, Pages 252-274.