ATTAC – Paris 15ème

<u>Formation aux bases de l'économie</u>
L'indépendance de la Banque centrale européenne
ATTAC - Paris 15ème

Le 29 janvier 2002

Poursuivant notre cycle de décryptage des mécanismes de l'économie, et s'agissant de savoir qui gouverne l'économie, cette réunion des Formations tente de répondre à la question : *pourquoi la Banque centrale est-elle indépendante ?* Au moment du passage à l'Euro, le rôle de la Banque centrale européenne apparaît de façon accrue. Son indépendance envers les pouvoirs politiques est ordinairement présentée comme une nécessité technique : il s'agirait d'assurer la stabilité et la cohérence d'une politique monétaire unifiée par la mise en place d'une monnaie unique. En réalité, pointe ici un des concepts clefs de la pensée néo-libérale en marche qui passe, ni plus ni moins, par la remise en cause du Contrat social et politique.

A l'occasion d'une réflexion sur ce thème seront abordés les mécanismes de la création de la monnaie, le rôle technique d'une Banque centrale dans un monde de dérégulation des marchés financiers, et, pour finir, la description de la vision libérale en Europe dont l'indépendance de la BCE est une des concrétisations.

I- <u>La Monnaie</u>

1- **<u>La monnaie est créée par les banques principalement</u>**

<u>Analyse de la masse monétaire</u>

	Md€			
Pièces et billets	45,0	4,4 %		
Dépôts à Vue	333,2	32,8 %	378,2	M1 moyens de Paiement
Livrets & Dépôts CT	331,1	32,5 %	709,3	M2
instruments Mon.	308,1	30,3 %		
	1 017,4			

<u>Les prêts créent les dépôts</u>

Lorsqu'une banque B prête à A elle crée de la monnaie (P). B enregistre une créance à son actif et une dette au Passif. Les dépôts à vue et les crédits à l'économie augmentent.

Quand A fait un chèque à C qui est client de la banque B (X). B réduit le compte de A et augmente celui de C. Cette opération n'a aucune influence sur la trésorerie de B

Quand A fait un chèque à D qui est client d'une autre banque Q (Y). Q demande à B de payer. Ce n'est qu'à ce moment que la trésorerie de B entre en jeu. Les banques pratiquent entre elles la compensation. Il est probable que des clients de B lui ont remis de chèques payables par Q (Z). B ne paiera à Q que la différence Y – Z. Si sa trésorerie est insuffisante elle doit trouver des liquidités en empruntant ou en vendant des créances

Globalement, le système bancaire manque de liquidités

Règles prudentielles

Les banques ne peuvent pas prêter indéfiniment. Top ou tard, une grande part de la monnaie ainsi créée (les trois quarts environ) sera réclamée par d'autres banques ou transformée en monnaie centrale (billets et surtout avances). Le bon sens et les règlements de la profession les conduisent à respecter un ratio entre leur trésorerie et les dépôts, plus généralement elles doivent limiter les dépôts au montant de leur actif pondéré par le risque de défaut de paiement.

La monnaie créée par les banques n'est donc pas totalement gratuite, son coût correspond au financement des sommes qui sortent de son orbite.

Le marché monétaire

En toute logique les besoins de liquidité du système bancaire est égal à la différence entre les prêts accordés moins les remboursements des prêts antérieurs, l'inflation et la croissance rendent cette différence positive généralement. C'est d'abord un marché interbancaire où les banques se financent à très court terme ; certaines sont en excédent de trésorerie momentané, d'autres telles les compagnies d'assurance sont excédent quasi constant, on y échange aussi des lots de créances plus ou moins solides (titrisation).

De nouveaux opérateurs sont apparus depuis 1980. Les entreprises qui sont de plus en plus souvent prêteuses à court terme. Des opérateurs qui empruntent pour acheter des devises dans l'espoir qu'elles se valoriseront. On trouve aussi des opérateurs étrangers attirés par les taux d'intérêt et la stabilité du taux de change qu'ils anticipent. Ils ont acheté des euros pour les placer mais, généralement ils quittent rapidement le marché monétaire pour les obligations ou les actions.

La Banque Centrale est la plupart du temps en position de force. In fine c'est bien elle qui apportera les liquidités nécessaires.

Les marchés ne créent pas spontanément la quantité optimale de monnaie

En périodes de bonne conjoncture, les banques n'ont aucun intérêt (au contraire) à limiter leur offre de crédit qui conditionne leur "chiffre d'affaires" et leurs marges. Par contre lorsque la croissance se ralentie, les créances douteuses augmentent et les banques deviennent frileuses elles refusent des crédits à des clients solvables et contribuent à ralentir l'activité économique.

2- **La quantité de monnaie conditionne l'activité économique**

Théorie quantitative de la monnaie

$M . v = Q . p$
M = Masse monétaire 1000 Md €
Q = volume de la production 1400 Md € (PIB)
v = vitesse de circulation de la monnaie
p = niveau des prix

En admettant v constant toute augmentation de M augmente mathématiquement le produit Q p. Si l'appareil productif est en sous activité, une augmentation du crédit tend à augmenter l'activité

Les politiques de relance des 30 glorieuses s'inspiraient de cette idée, elle-même inspirée de Keynes, pour qui les marchés financiers ne se stabilisent pas obligatoirement au niveau de l'optimum économique (c'est à dire le plein emploi des facteurs de production notamment le travail). Ainsi toute mesure tendant à favoriser l'investissement et la consommation (en particulier du crédit abondant et peu cher) provoque une accélération du cycle Consommation -> Production -> Revenus.

Pas assez de monnaie freine la croissance

A contrario, une raréfaction du crédit (ou la hausse des taux d'intérêts) ralentit l'activité économique : Baisse du Crédit -> Baisse de la consommation -> Baisse de l'activité -> Diminution des profits -> Ralentissement de l'inflation et Baisse de l'emploi -> Baisse de la consommation. Sur ce point, tout le monde est d'accord ! On ralentit la croissance et l'inflation en limitant le volume du crédit. L'outil est efficace en cas de surchauffe.

Trop de monnaie provoque de l'inflation

Toute augmentation de la masse monétaire au-delà de la croissance crée de l'inflation. Les économistes monétaristes proclament, à la suite de Milton Friedman, que l'inflation est toujours un phénomène monétaire qui à terme freine la croissance.
Augmentation du Crédit -> Hausse des prix -> Hausse des salaires -> Hausse des taux d'intérêt -> Diminution des profits -> désincitation à investir -> Baisse de l'activité

Quelle politique économique ?

Pour les monétaristes, c'est à l'Etat de se préoccuper du plein emploi et de la croissance. Elle trouve pour eux, son origine dans la volonté d'entreprendre, elle est favorisée par la stabilité des prix, la modération salariale, la concurrence, la réduction des impôts et le désengagement de l'Etat. Jamais dans une relance par le crédit. Le pouvoir politique pouvant être tenté par des politiques de relance monétaires (fallacieuses), il convient de conférer l'autorité monétaire à un organisme indépendant d'autant plus crédible qu'il n'a qu'un seul objectif : surveiller et combattre l'inflation.

L'inflation est-elle le mal absolu ?

L'inflation est la hausse continue et de tous les prix, elle est entretenue et accélérée par les anticipations (à la hausse) que font les agents économiques. Lorsqu'elle s'emballe, il est très difficile et douloureux de revenir en arrière.

Echec des politiques keynésiennes ?

D'abord parce que c'est un phénomène auto-entretenu. Tous ceux qui le peuvent cherchent à anticiper les augmentations prévisibles des prix et des coûts. On peut donc connaître une situation de stagnation ou de récession avec une forte inflation. Avec ce raisonnement les monétaristes condamnent les politique de relance d'inspiration keynésienne.

Le risque de faillite du Système bancaire

Une partie de la monnaie créée se place sur les marchés financiers (mais aussi dans l'immobilier) où l'abondance et l'euphorie des acheteurs provoque l'augmentation des cours. Remarquons que les banques placent directement une partie de leur actif en action. Les bulles financières (hausse régulière des cours sans commune mesure avec les résultats des entreprises) sont très assimilables à l'inflation ; elles entraînent une augmentation des taux.

En cas de retournement des cours, les opérateurs se retrouvent vite à découvert et les banques voient leurs créances douteuses augmenter rapidement, elles sont obligées de brader des créances pour assurer leur liquidité. Cela pousse à la baisse toutes les créances des banques et provoquer une panique bancaire. Dans ce cas les autorités monétaires interviennent vigoureusement en garantissant tous les dépôts et en fournissant sans compter toutes les liquidités nécessaires (prêteur en dernier ressort).

L'inflation n'a pas que des inconvénients

Avant les années 80 on se satisfaisait de taux élevés. Elle provoque une redistribution des revenus en modifiant les prix relatifs des biens et des capitaux. Ses effets sont diffus, progressifs, non négociés et donc faiblement conflictuels.

L'inflation ampute les revenus financiers. Les rentiers et plus généralement ceux qui prêtent à taux fixe qui voient fondre leurs revenus réels (c'est à dire inflation déduite) sont les grands perdants. Les salariés "organisés" défendent généralement bien leur pouvoir d'achat lorsque l'inflation est constante. La réduction de l'inflation et sa stabilité profite donc essentiellement aux détenteurs d'actifs financiers.

Objectifs et moyens de la politique monétaire

L'objectif principal est de contrôler l'inflation. L'idéologie dominante consacre la victoire des rentiers. Les politiques monétaires visent donc à limiter la progression de la masse monétaire.

La Banque Centrale est la plus part du temps en position de force sur le marché monétaire. Lorsqu'elle annonce qu'elle satisfera toute la demande à un taux faible, elle encourage le crédit (et l'activité économique et peut être l'inflation), à l'inverse si elle refuse à apporter les liquidités au marché (ou plus exactement si elle envisage d'augmenter son taux d'intervention ou de limiter ses concours), elle ralentit la progression de la masse monétaire. Par ailleurs, face à des marchés très réactifs où les opérateurs se fondent sur l'idée qu'ils se font de l'évolution de l'économie, le discours des autorités monétaires suffit seul, la plus part du temps à réguler le marché.

Un taux minimum de chômage est-il nécessaire ?

Mais le modèle théorique fonctionne mal en pratique ; on ne sait pas en particulier quel agrégat il faut considérer. C'est pourquoi les autorités monétaires analysent les signes précurseurs de l'inflation. L'idéologie économique dominante place l'évolution des salaires au cœur des phénomènes d'inflation. Les salariés "trop bien" organisés obtiennent des hausses de leurs revenus qui provoquent l'inflation. Un niveau de chômage serait alors nécessaire pour freiner la progression des salaires. C'est ainsi qu'on a imaginé le NAIRU (Non Accelerating Inflation Rate of Under-employment) taux de chômage au-delà duquel, il convient de restreindre les crédits à l'économie.

La régulation est-elle efficace ?

Les politiques monétaristes des années 80 ont cassé l'inflation au prix d'une récession importante. Depuis l'inflation est partout combattue au-delà du raisonnable. Les banques centrales perçoivent trop souvent des signes annonciateurs d'inflation qui ne se réalisent pas. On constate a posteriori qu'une politique moins restrictive aurait sans doute été bénéfique.

3- **La valeur internationale de la monnaie**

Le taux de change est resté pendant longtemps le symbole de la souveraineté d'une nation, c'était aussi un instrument de la politique économique. On pouvait en dévaluant donner un coup de pouce aux exportations et relancer l'activité. Pour retirer 1000 FF de la vente d'un bien aux USA il faut le vendre 200 $ lorsque 1$=5fF. Après dévaluation (1$=5,5 FF) on pourra baisser le prix à 182 $ et encaisser 1000 ff. Cette baisse du prix favorisera les ventes et la croissance en France. A contrario, la dévaluation renchérit les importations, cela peut favoriser les entreprises françaises concurrentes de produits importés. Les dévaluations provoquent souvent de l'inflation.

Les marchés fixent les cours

En théorie, le cours d'une monnaie dépend de 2 facteurs :

- La balance commerciale : si elle se dégrade, le taux de change devrait baisser. Tôt ou tard l'état devra emprunter des devises pour payer son déficit commercial. NB : Les Etats Unis maintiennent un cours élevé du dollar malgré un déficit commercial important
- Les flux de capitaux à long terme (investissements) et à court terme. Le taux de change augmente s'il rentre durablement plus de capitaux qu'il n'en sort.

En pratique les cours dépendent des mouvements de capitaux à (très) court terme. Ils représentent des montants très supérieurs aux flux générés par les échanges commerciaux et les investissements.

Les opérateurs sont principalement sensibles aux anticipations qu'ils font de l'inflation. La rentabilité des entreprises et des placements devrait faire monter le cours de la monnaie. Une inflation plus forte dans un pays dégrade la compétitivité des exportateurs nationaux et laisse prévoir à une dépréciation du cours. La politique monétaire apparaît en fin de compte comme le principal critère. Il s'agit là d'anticipation, peu importe que les opérateurs se trompent, s'ils sont nombreux à parier à la baisse, les cours baisseront.

La logique des marchés est souvent déroutante, les cours s'écartent durablement des fondamentaux de la théorie. Par exemple rien n'explique le cours actuel du dollar par rapport à l'euro si ce n'est le sentiment que la majorité des opérateurs se fait de la rigueur de la politique monétaire européenne.

La dictature des marchés ?

Un pays ne peut pas durablement maintenir un taux de change fixe s'il laisse les capitaux circuler librement. Aucun état ne peut résister à un mouvement de spéculation à la baisse.

Lorsqu'une monnaie est pleinement convertible, n'importe qui peut emprunter des £ pour acheter des $ par exemple. Si une majorité d'acteurs pensent que la livre va se déprécier à court terme, ils seront très nombreux à le faire ce qui amplifiera le mouvement de baisse. La Banque d'Angleterre sera vite à court de devises, elle sera donc contrainte de dévaluer. Les outils de politique monétaire se révèlent alors inopérants. Il faudrait par exemple faire passer les taux d'intérêts à plus de 100 % si le marché parie sur une dévaluation dans un mois.

Lorsque la monnaie d'un pays se dévalue, la charge de sa dette libellée en devise augmente, ce qui augmente ses besoins de devise et contribue à déprécier encore plus sa monnaie. Le pays se trouve alors rapidement en défaut de paiement. Par ailleurs, les opérateurs étrangers bradent leurs créances pour acheter des devises ; ce phénomène contribue à dégrader le bilan des banques et initie un cycle de déflation de l'activité économique.

Il est plus aisé de faire baisser le cours de sa monnaie. La banque centrale peut acheter des devises (et vendre sa propre monnaie). Elle favorisera ses exportateurs mais elle risque l'inflation.

La libre circulation des capitaux est-elle nécessaire ?

Des taux de change stables facilitent échanges commerciaux, leur variabilité ne profitent qu'aux opérateurs financiers (et pas à tous). Le FMI et un certain Mundel ont établi qu'un pays ne pouvait pas à la fois mener une politique économique autonome, maintenir le taux de change et laisser circuler librement les capitaux. Seul 2 de ces trois objectifs sont possibles simultanément. Maintenir la parité de sa monnaie peut conduire à asservir sa politique économique à celle du pays dominant ou des marchés. Il en a été ainsi lorsque la France, pour maintenir la parité entre le Franc et le Mark, a dû relever ses taux d'intérêts en même temps que la Bundesbank alors qu'aucun signe d'inflation n'existait en France.

La libre circulation des capitaux retire donc aux états une partie de leur autonomie, ils doivent abandonner une partie de leurs prérogatives (le cours de la monnaie ou la politique économique). Dans ces conditions pourquoi ne pas envisager de restreindre la circulation des capitaux ? C'est l'idée de Tobin qui voit dans les mouvements de capitaux à court terme un danger pour le système économique mondial (qu'il souhaite libéral).

Faut-il un euro fort ?

La plus part des commentateurs se lamentent sur la baisse de l'euro, mais cette situation est plutôt une aubaine et présente peu d'inconvénients. Le renchérissement des produits importés n'a pas provoqué d'inflation. Il pourrait même favoriser nos industries en les incitant à créer des produits de substitutions. Le cours du dollar n'a pas empêché les entreprises européennes d'investir à l'étranger. Quant à nos exportations un dollar élevé renforce la compétitivité de nos entreprises.

II- Banque centrale européenne - BCE

Après certaines définitions générales du rôle de la monnaie, des politiques monétaires et des banques centrales, nous allons voir ensemble celui de la BCE, avant de tenter de porter sur les choix qui ont été faits une appréciation critique.

1- Présentation générale de la BCE

Les missions de la BCE

La Banque centrale européenne est la dernière-née des institutions européennes, instituée par le Traité de Maastricht qui organise le passage à la monnaie unique.

Sa mission fondamentale est le maintien de la stabilité des prix. Elle définit et met en ˚uvre la politique monétaire unique en euro, elle gère les réserves et conduit les opérations de change. *L'article 107* du Traité consacre l'indépendance de la BCE envers les gouvernements.

L'ensemble formé par la BCE et les banques centrales nationales constitue le Système européen de banques centrales (SEBC) qui a pour responsabilité de mettre en ˚uvre la politique monétaire, de veiller au bon fonctionnement des systèmes de paiement, de contribuer à la surveillance prudentielle des établissements de crédit ainsi qu'à la stabilité du système financier[1]. *La gestion quotidienne des opérations de change relève du SEBC.*

Ses activités

L'objectif prioritaire de la BCE est la stabilité des prix définie comme une *hausse des prix à la consommation inférieure à 2%*. La BCE veille à la croissance de la masse monétaire (taux de référence fixé à 4% pour 1999). La politique monétaire est définie de la manière suivante :

- la responsabilité de la définition de la politique monétaire menée en euros est centralisée et dévolue au Conseil des gouverneurs et au Directoire ;
- la décision est prise de manière fédéraliste : le gouverneur de chaque banque centrale nationale dispose d'une voix au Conseil ;

[1]- *Cf.*- Annexe 1.

- l'indépendance des organes de décision est juridiquement garantie tant au niveau de la BCE que des banques centrales nationales ; *cette indépendance se définit envers les élus politiques uniquement, non vis à vis des forces des marchés.*

- la BCE a un devoir de "transparence" : le président du Conseil de l'Union européenne et la Commission européenne (*qui est formée de Commissaires désignés par les gouvernements, et que peut collectivement censurer le Parlement européen depuis peu)* participent, sans droit de vote, aux réunions du Conseil des gouverneurs. Symétriquement, le président de la BCE est invité aux réunions du Conseil lorsque des questions touchant aux objectifs ou aux missions du SEBC sont évoquées. La BCE rend compte de ses activités dans un rapport annuel. Le Parlement européen est *consulté* lors de la nomination des membres du Directoire.

La mise en ˚uvre des politiques est décentralisée, conformément au principe de subsidiarité[2] :

- les banques centrales nationales assurent la préparation et la mise en ˚uvre des décisions de politique monétaire ;

- les activités des banques centrales nationales ne peuvent pas poursuivre des objectifs qui seraient contraires aux décisions de la BCE et aux missions du Système.

Les ministres des Finances des Etats membres assurent collectivement la coordination et la surveillance des politiques économiques nationales. Réunis en Conseil de l'Union européenne, ECOFIN, ils formulent les *orientations générales de la politique de change*, après consultation de la BCE en vue de parvenir à un consensus prenant en compte l'objectif de stabilité des prix. Ce qui veut dire, clairement, que les orientations des politiques économiques nationales, qui ne peuvent plus être monétaires mais pratiquement que budgétaires, ne peuvent aller à l'encontre de l'objectif de stabilité des prix inscrits dans les statuts de la BCE, statuts garantis par un Traité international. C'est dire que, même sur le plan budgétaire les Etats se trouvent corsetés puisqu'ils ne peuvent conduire une politique budgétaire expansive[3], cette politique étant structurellement inflationniste.

Par ailleurs, les ministres de l'Economie et des Finances des pays de la zone euro se réunissent à douze, en Conseil de l'euro, pour discuter entre eux des questions concernant la gestion de la monnaie unique et les relations de change entre l'euro et les autres monnaies. Leurs orientations ne peuvent être décisives puisque cette question dépend de la politique de fixation des taux (ce qui dépend de la BCE) et aussi de la réaction des marchés financiers dans un système international de changes flottants.

Son fonctionnement

La BCE et le SEBC sont dirigés par des organes indépendants des autres institutions communautaires et des autorités nationales : le Conseil des gouverneurs, le Directoire et le Conseil général.

---

[2]- Principe selon lequel l'Union européenne n'est compétente que pour ce qui lui a été expressément attribué par les Etats membres, ou, pour le dire dans le jargon juridique "*subsidiairement"* aux Etats.
[3]- Une politique budgétaire de dépenses publiques qui pourraient être financés par la dette par exemple.

- le Conseil des gouverneurs réunit les gouverneurs des banques centrales nationales des pays de la zone euro et les membres du Directoire. C'est l'organe supérieur de décision qui *fixe le niveau des taux d'intérêt* et *définit les objectifs monétaires* (c'est à dire le gonflement de la masse monétaire et donc du niveau tolérable d'inflation).

- le Directoire est composé d'un président, d'un vice-président et de quatre autres membres, désignés d'un *commun accord par les chefs d'Etat ou de gouvernement* sur recommandation de leur ministre des Finances, après consultation du Parlement européen et du Conseil des gouverneurs. Le mandat des membres du Directoire est de 8 ans non renouvelable[4]. Le Directoire exécute la politique monétaire décidée par le Conseil des gouverneurs et donne les instructions nécessaires aux banques centrales nationales.

- le Conseil général regroupe les gouverneurs des banques centrales de tous les pays de l'Union européenne, que ces pays aient adopté ou non la monnaie unique. Sa mission est d'associer les pays membres ne participant pas encore à l'Union économique et monétaire aux décisions prises dans le cadre de la zone euro.

La BCE est dotée d'un capital souscrit par les banques centrales nationales, selon une clé de répartition prenant en compte la part de chaque pays dans le PIB et dans la population de l'ensemble de l'Union européenne.

2- <u>Appréciation critique de l'indépendance de la BCE</u>

<u>Indépendance et stabilité des prix</u>

Le fait que l'indépendance de la BCE s'inscrive dans une architecture de pensée néo-libérale n'interdit pas de l'analyser avec le plus d'objectivité possible. Il s'agit en effet bien d'une idée néo-libérale pour laquelle l'intervention du politique dans la conduite des affaires macro-économiques est toujours, et par définition, suspecte *a priori.* Toutefois, le raisonnement qui est tenu mérite qu'on s'y arrête.

L'instabilité des prix peut avoir des conséquences graves pour les économies et pour les peuples. En effet, les anticipations des agents économiques ne peuvent plus être rationnelles, déplorent les théoriciens néoclassiques, et donc l'allocation des ressources ne se fait plus correctement. L'inflation décourage l'investisseur, qui ne peut compter sur un rendement stable de ses placements, celui-ci étant amoindri par l'évolution défavorable de l'inflation. Si l'inflation est peu importante, l'abaissement des coûts réels des taux d'intérêts qu'elle induit peut, dans un premier temps, permettre une accélération de la demande de monnaie, et donc permettre le financement d'une activité soutenue. Mais, si l'inflation devient trop importante, les investisseurs, découragés, fuient. Dès lors, l'appareil productif devient obsolète : dans une économie ouverte, la compétitivité de la production du pays inflationniste s'en ressent, car les coûts sont toujours plus élevés et la production de moindre qualité.

4- Les membres du premier Directoire nommés en mai 1998 ont exceptionnellement des mandats de durée différente : 8 ans pour le Hollandais Wim Duisenberg nommé président, 4 ans pour le Français Christian Noyer nommé vice-président. L'Allemand Otmar Issing (8 ans), l'Italien Tommaso Padoa Schioppa (7 ans), l'Espagnol Eugenio Domingo Solans (6 ans), la Finlandaise Sirkka Hamalainen (5 ans) sont les autres membres du Directoire.

Or, l'inflation, qui a des raisons multiples, a été historiquement importante en Europe et dans les pays occidentaux en général, au cours des années 1970. Un des constats opéré au début des années 1980 est que les gouvernements avaient conduit jusque là des politiques budgétaires inflationnistes (augmentation des dépenses publiques accentuant le poids de la dette, celui-ci étant allégé par l'augmentation de l'inflation due, entre autre à une politique monétaire "laxiste", ou, pour le dire autrement, une politique monétaire qui permet l'augmentation inconsidérée et donc inflationniste de la masse monétaire).

Un des grands arguments des monétaristes a été de considérer qu'il fallait sortir de cette situation en créant une stabilité des prix, en évitant l'inflation, et, pour cela, en ne permettant plus au gouvernements de faire des politiques de relance inflationnistes à quelques mois des élections. Argument puissant.

Evidemment, il faut dire, face à ce raisonnement que les gouvernements, pour imparfaits qu'ils soient, ont quand même une légitimité politique supérieure à n'importe quel aréopage de techniciens supposés neutres, dont on sait en réalité qu'ils ne le sont pas, et qui déterminent la conduite de politiques monétaires sur des critères qui ne sont pas toujours économiquement pertinents.

Quoiqu'il en soit, le raisonnement des banquiers centraux est le suivant : en cas de croissance forte, se traduisant par exemple par des emprunts et des dépenses des ménages, il est possible qu'une forte demande contribue à faire augmenter les prix (c'est le mécanisme de base de l'offre et de la demande). Devant une crainte d'augmentation générale du niveau des prix et d'un gonflement de la masse monétaire qui excède les besoins de financement de l'économie, la Banque centrale aura tendance à vouloir rendre plus difficile l'accès à la monnaie aux agents financiers, freinant ainsi le développement de la masse monétaire. C'est la raison pour laquelle elle remonte les taux d'intérêt. Ainsi, le crédit étant plus onéreux, les agents demanderont moins de création de monnaie et l'inflation est évitée.

Poussé à son terme, ce type de décision de la Banque centrale peut entraîner un sous-investissement des entreprises et une sous-consommation des ménages. Dans la mesure où la consommation intérieure est le moteur essentiel de (toute) économie développée, cette insuffisance de crédit risque de se traduire par un ralentissement trop fort de l'activité, voire une récession, avec les conséquences politiques mais surtout sociales que cela suppose.

Inflation et croissance

La grande critique faite à l'indépendance de la BCE tient certainement au fait que "le soutien de la croissance n'est pas dans ses attributions."(*Le Monde,* 18/06/01)[5].

De fait, focalisée uniquement sur l'évolution de l'inflation, particulièrement parce que, en effet, cela fait explicitement partie de ses attributions, la BCE risque d'ignorer les conséquences économies et sociales néfastes d'un maintien trop élevé de taux d'intérêt, ce qui accentue le risque de stagnation. D'ailleurs, à plusieurs reprise, la BCE s'est illustrée par une vigilance de chaque instant de l'inflation, quand bien même, de son propre aveu, celle-ci ne risquait pas de dépasser 2 %, voire qu'elle se situait en dessous. (*Le Monde,* 18/06/01)

En effet, si une inflation trop importante peut avoir des conséquences néfastes sur l'économie, une lutte constante contre l'inflation risque aussi de tuer toute velléité de croissance. Car, pour se développer, la croissance a besoin d'un minimum de financement. Or, si le contrôle de

---

5- *Cf.* Annexe 2.

l'évolution de la masse monétaire est trop strict, l'investisseur se trouve, encore une fois, dissuadé d'investir car il préférera le rendement ascendant voire exponentiel des actifs financiers dopés par une politique monétaire restrictive plutôt que de prendre un risque d'investissement qui, de surcroît, serait d'un rendement moindre. Dès lors, l'activité se trouve freinée, pour des motifs qui relèvent alors davantage d'une pensée économique abstraite que de la réalité sociale.

Par ailleurs, la lutte de la BCE contre l'inflation ne prend pas en compte toutes les facettes du phénomène inflationniste. Après tout, l'augmentation constante des actifs financiers, particulièrement ceux échangés en Bourse[6], est une forme d'inflation contre laquelle les politiques monétaires restrictives menées par la BCE ne peuvent lutter. Les capitaux investis sur des titres financiers ne s'investissent pas dans l'économie réelle et ne contribuent pas à son développement. De surcroît, l'instabilité boursière peut entraîner des conséquences économiques contre laquelle la BCE, comme toute Banque centrale aujourd'hui vues les sommes en jeu, se trouve assez largement impuissante.

C'est d'ailleurs la raison pour laquelle, certains ont pu dire que l'indépendance de la BCE (comme des Banques centrales nationales) n'est que partielle : en fait, cette indépendance n'existe pas face aux pressions des marchés financiers qui veulent d'une part continuer de nourrir l'inflation spéculative boursière, qui leur est directement rentable, et d'autre part, que la stabilité des prix soit assurée dans l'économie réelle de sorte que la valeur des monnaies détenues ne soit pas diminuée par l'inflation.

Conclusion

Au minimum, l'indépendance de la BCE est dangereuse car elle contribue à inscrire dans le marbre un dogme, celui de la lutte contre l'inflation qui doit primer envers et contre tout, et, paradoxalement contre la croissance elle-même le cas échéant. On peut rappeler que la Réserve Fédérale américaine doit, statutairement, prendre ne considération le développement social et, plus généralement, celui de la croissance.

Il est possible de regretter que, en principe, les élus politiques soient, par définition discrédités et écartés de l'action publique au motif que, précisément, ils risquent de mener une politique qui serait demandé par le peuple. Il y a là une remise en cause du Contrat social et républicain difficile à accepter.

Cette indépendance, assortie de pouvoirs réels, est d'autant plus déséquilibrante qu'il n'existe pas de politique budgétaire européenne, puisqu'il n'y a pas, aujourd'hui et à proprement parler, de budget européen. Pour le dire plus clairement, le budget européen concerne les domaines d'action de l'Union, qui, par définition viennent subsidiairement à ceux des Etats membres. Il n'y a pas *un* budget mais *des* budgets, sectorisés et attachés aux actions relevant de la compétence de l'Union, la PAC par exemple. Aussi, il se trouve qu'actuellement la politique monétaire dans l'Union est restrictive sans qu'aucune politique budgétaire ne puisse en contrebalancer ne serait-ce qu'un peu les effets, chaque Etat étant compétent pour agir dans sa sphère, pourvu que, pour ceux au moins qui font partie de la zone Euro, ils satisfassent aux critères de convergence de Maastricht, critères qui interdisent aussi une politique budgétaire expansive. Donc, au final, double restriction : restriction monétaire *et* restriction budgétaire.

---

[6]- *Cf.* Formation aux bases de l'économie n° 2, "*La Bourse, mécanismes, enjeux et dérives"*.

Néanmoins, on peut aussi penser, et c'est la position de Philippe Frémiaux, Rédacteur en chef d'*Alternatives économiques*, que l'indépendance de la BCE lui permettra de mener une politique monétaire restrictive inébranlable jusqu'au moment où un nombre suffisant de citoyens de l'Union iront manifester sous ses fenêtres.

<u>Bibliographie :</u>

- Protocole n° 3 sur le statut du Système européen des banques centrales et de la Banque centrale européenne, annexé au Traité de Maastricht, JOCE C 191 du 29/07/92
- Règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JOCE L338 du 15/12/98
- Rapport annuel de la BCE et Bulletin mensuel de la Banque centrale européenne, disponibles en français sur le site de la Banque de France : http://www.banque-france.fr/fr/euro/main.htm
- La Banque centrale européenne, Michel Dévoluy, Que sais-je ?, PUF, 2000, 127 pages, 6,40 euros - 42,00 francs, en vente à l'Eurolibrairie de Sources d'Europe (Tél. : 01.41.25.12.69)
- La politique monétaire de la BCE, Banque centrale européenne, 2001, 152 pages, document disponible sur Internet : http://www.ecb.int

<u>Adresses utiles :</u>

- la Banque de France est le correspondant en France de la Banque centrale européenne : Mission Europe, 48 rue Des Croix des Petits Champs - F-75001 Paris - Tél. : 01.42.92.39.08 - Fax : 01.42.92.39.40, http://www.banque-france.fr/
- Banque centrale européenne - Kaiserstrasse 29, - D-60311 Francfort - adresse postale : Postfach 16 03 19 - D-60066 Francfort - Tél. : 00.49.69.1344.0 - Fax : 00.49.69.1344.60.00 - info@ecb.eu.int - http://www.euro.ecb.int

<u>Annexe 1</u>
L'organisation du Système européen de banques centrales (SEBC)

Le Système européen de banques centrales (SEBC) se compose de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales (BCN) des quinze Etats membres de l'Union européenne. Le terme ‘‘ Eurosystème ’’ est utilisé pour désigner la BCE et les BCN des Etats membres ayant adopté l'euro. Les BCN des Etats membres ne participant pas à la zone euro font quant à elles partie du SEBC et jouissent d'un statut particulier : elles sont habilitées à conduire une politique monétaire nationale, mais ne participent pas à la prise des décisions concernant la politique monétaire unique de la zone euro ni à leur mise en ˚uvre.

Conformément au Traité instituant la Communauté européenne et aux statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, l'objectif principal de l'Eurosystème est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de cet objectif, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté et agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte.

Les *missions fondamentales* relevant de l'Eurosystème consistent à :

- définir et mettre en ˚uvre la politique monétaire de la zone euro ;

- conduire les opérations de change ;
- détenir et gérer les réserves officielles de change des Etats membres ; et
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

De plus, l'Eurosystème contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier. La BCE remplit une fonction consultative auprès de la Communauté et des autorités nationales dans les domaines relevant de sa compétence, en particulier pour les questions relevant du droit communautaire ou national. Enfin, en vue d'assurer les missions du SEBC, la BCE, assistée par les BCN, collecte les informations statistiques nécessaires, soit auprès des autorités nationales compétentes, soit directement auprès des agents économiques.

Le processus de prise de décisions au sein de l'Eurosystème est centralisé au niveau des organes de décision de la BCE, à savoir le Conseil des gouverneurs et le directoire. Tant que certains Etats membres n'ont pas encore adopté l'euro, il existe un troisième organe de décision, le Conseil général. (Membres actuels des organes de décision de la BCE).

Le Conseil des gouverneurs se compose des membres du directoire et des gouverneurs des BCN des Etats membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation, c'est-à-dire des pays ayant adopté l'euro. Les principales responsabilités du Conseil des gouverneurs consistent à :

- arrêter les orientations et prendre les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées à l'Eurosystème ;
- définir la politique monétaire de la zone euro, y compris, le cas échéant, les décisions concernant les objectifs monétaires intermédiaires, les taux directeurs et l'approvisionnement en réserves au sein de l'Eurosystème ;
- arrêter les orientations nécessaires à leur exécution.

Le *directoire* se compose du président, du vice-président et de quatre autres membres, tous choisis parmi des personnes dont l'autorité et l'expérience professionnelle dans le domaine monétaire ou bancaire sont reconnues. Ils sont nommés d'un commun accord par les gouvernements des Etats membres au niveau des chefs d'état ou de gouvernement, sur recommandation du Conseil de l'Union européenne et après consultation du Parlement européen et du Conseil des gouverneurs de la BCE (ou du Conseil de l'Institut monétaire européen - IME - pour les premières nominations). Les principales responsabilités du directoire consistent à :

- mettre en °uvre la politique monétaire conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs de la BCE et, dans ce cadre, à donner les instructions nécessaires aux BCN ;
- exercer les pouvoirs qui leur sont délégués par décision du Conseil des gouverneurs de la BCE.

Le *Conseil général* se compose du président et du vice-président de la BCE ainsi que des gouverneurs des BCN des quinze Etats membres. Le Conseil général exécute les missions que la BCE a reprises de l'IME et qui, eu égard à la dérogation dont font l'objet un ou plusieurs Etats membres, doivent encore être accomplies durant la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM). Le Conseil général contribue aussi :

- aux fonctions consultatives de la BCE ;
- à collecter les informations statistiques ;
- à établir les rapports annuels de la BCE ;
- à arrêter les règles nécessaires à la normalisation des procédures comptables et de déclaration relatives aux opérations des BCN ;
- à prendre les mesures, autres que celles déjà prévues dans le Traité, relatives à la définition de la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE ;
- à définir les conditions d'emploi du personnel de la BCE ;
- aux préparatifs nécessaires à la fixation irrévocable des taux de change des monnaies des Etats membres faisant l'objet d'une dérogation par rapport à l'euro.

L'Eurosystème est indépendant. Dans l'exercice des missions relatives à l'Eurosystème, ni la BCE, ni une BCN, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter d'instructions d'un organe extérieur. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des Etats membres s'engagent à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des BCN dans l'accomplissement de leurs missions. Les statuts prévoient les mesures suivantes pour garantir la stabilité de la fonction des gouverneurs des BCN et des membres du directoire :

- un mandat renouvelable d'une durée au moins égale à cinq ans pour les gouverneurs ;
- un mandat non renouvelable d'une durée de huit ans pour les membres du directoire (il convient de noter que les mandats ont été échelonnés pour les membres du premier directoire autres que le président afin d'assurer la continuité de cet organe) ; et
- un gouverneur ne peut être relevé de ses fonctions que s'il ne remplit plus les conditions nécessaires à l'exercice de ses fonctions ou s'il a commis une faute grave ; la Cour de justice des Communautés européennes est compétente pour connaître des litiges dans ce domaine.

Le capital de la BCE s'élève à 5 milliards d'euros. Les BCN sont seules autorisées à souscrire et à détenir le capital de la BCE. La souscription du capital s'effectue selon une clé de répartition déterminée sur la base des parts respectives des Etats membres de l'Union européenne dans le PIB et la population de la Communauté. À ce jour, il a été libéré à hauteur d'un peu moins de 4 milliards d'euros. Les BCN de la zone euro ont versé intégralement leur part dans le capital souscrit de la BCE. Les BCN des pays non participants ont libéré 5 % de leur capital souscrit à titre de participation aux coûts de fonctionnement de la BCE. Par conséquent, la BCE a été dotée d'un capital initial d'un peu moins de 4 milliards d'euros. Lorsque la Grèce accédera à la troisième phase de l'UEM, le 1er janvier 2001, la Banque de Grèce versera les 95 % restants de sa part dans le capital souscrit de la BCE.

En outre, les BCN des Etats membres participant à la zone euro ont doté la BCE d'avoirs de réserve de change, à concurrence d'un montant équivalant à environ 40 milliards d'euros. La contribution de chaque BCN a été fixée proportionnellement à sa part dans le capital souscrit de la BCE, tandis que chaque BCN a reçu de la BCE une créance en euro équivalente à sa contribution. 15 % des contributions ont été versées sous forme d'or et les 85 % restants l'ont été en dollar des Etats-Unis et en yen japonais.

Annexe 2

Le dilemme de la Banque centrale européenne
LE MONDE ARGENT | 18.06.01

Pour la première fois, les autorités monétaires reconnaissent qu'elles sont confrontées à une situation "difficile". La BCE fait face à un ralentissement de la croissance dans la zone euro et à un dérapage des prix. La Banque centrale européenne (BCE) est dans une position délicate. "Nous nous trouvons dans une situation difficile, avec une combinaison où la croissance ralentit et où l'inflation s'accélère", a reconnu pour la première fois son chef économiste, Otmar Issing, mardi 12 juin, à Francfort. La BCE, à laquelle certains observateurs reprochent de ne pas donner un coup de pouce à la croissance, est en effet confrontée à un ralentissement économique en Europe plus prononcé que prévu. Certes, l'institut d'émission a maintes fois répété que le soutien de la croissance n'était pas dans ses attributions. La politique monétaire ne peut pas grand-chose contre le ralentissement de l'activité actuellement observé dans la zone euro, a d'ailleurs rappelé, jeudi, Ernst Welteke, président de la Bundesbank. Mais les professionnels du marché voient d'un mauvais °il l'apparente inertie des autorités monétaires européennes alors qu'aux Etats-Unis, la Réserve fédérale américaine (Fed) a pris depuis le début de l'année des mesures de soutien à l'économie en abaissant fortement ses taux.

L'institut d'émission a toutefois changé de discours sur sa vision de la conjoncture. Alors que le président de la BCE, Wim Duisenberg, aimait à répéter en début d'année que la croissance européenne conserverait un taux de 3 % en 2001, il admet à présent que l'économie n'est pas aussi bien orientée. La forte croissance enregistrée en 2000 en Europe (3,4 %) a peut-être constitué "une exception plutôt qu'une nouvelle règle", a déclaré Wim Duisenberg dans une interview parue, jeudi, dans l'International Herald Tribune. Les projections économiques d'experts des banques centrales de la zone euro publiées le même jour par la BCE montrent un fort ralentissement de la croissance et une progression du taux d'inflation : une croissance attendue entre 2,2 % et 2,8 % cette année et une inflation se situant entre 2,3 % et 2,7 %. Lors de leur première publication en décembre 2000, ces projections montraient une croissance entre 2,6 % et 3,6 % et une inflation entre 1,8 % et 2,8 %.

En France aussi, les hypothèses de croissance en 2001 sont tirées vers le bas. Le gouverneur de la Banque de France, Jean-Claude Trichet, qui tenait, mercredi, sa conférence annuelle établissant le bilan de la politique monétaire en 2000, a estimé qu'une croissance de 2,5 % en France cette année "ne me paraît pas invraisemblable et ne serait pas anormale".

Le ministre de l'économie et des finances, Laurent Fabius, avait de son côté laissé entendre, le 6 juin, que la croissance française, touchée par les répercussions du ralentissement économique américain, serait "plus proche de 2,7 %" que des 2,9 % qui constituaient sa dernière prévision officielle. Jeudi, le gouvernement a confirmé qu'il s'en tenait à sa prévision de croissance de 2,7 % pour 2001, alors que certains laissaient entendre que des prévisions officieuses avaient été établies par Bercy à 2,4 %.

Autre souci de la Banque centrale européenne : l'inflation qui est depuis plusieurs mois sur la pente ascendante. La BCE a réaffirmé, jeudi, qu'il fallait rester vigilant vis-à-vis de l'inflation même si celle-ci devrait commencer à baisser cette année pour tomber en deçà du seuil des 2 % en 2002. Dans son rapport mensuel de juin, elle explique que l'inflation devrait augmenter dans les mois à venir en raison d'éléments temporaires, avant de ralentir, pour autant qu'il n'y ait plus aucun choc sur les prix. Elle indique qu'il lui faut surveiller de très près les risques liés aux négociations salariales et aux prix de l'énergie et elle a réaffirmé que les taux d'intérêt étaient à un niveau adapté. En France, les prix à la consommation en mai ont créé une vive surprise en augmentant de 0,7 % sur un mois, et de 2,3 % sur un an (contre respectivement 0,5 % et 1,8 % en avril). Selon M. Trichet, la hausse des prix en France en mai, qui est "atypique" et "anormalement élevée", est due "aux produits frais et au pétrole".

Exportations facilitées

Dernier souci pour la Banque centrale, le niveau de l'euro, qui a atteint lundi ses plus bas niveaux depuis six mois, à 0,8413 dollar, et qui se négociait vendredi à 0,8630 dollar. La faiblesse de l'euro apporte certes un soutien indéniable à la croissance économique européenne par le biais des exportations facilitées par une devise faible. Mais d'un autre côté, ce mécanisme importe de l'inflation, notamment en raison de l'alourdissement de la facture de l'énergie. Interrogé sur la récente faiblesse de l'euro et la possibilité d'une intervention de la banque centrale pour le soutenir, M. Issing a déclaré, mardi, qu'il ne s'éloignait pas de la ligne définie par Wim Duisenberg. "Nous avons tout intérêt à avoir un euro fort, a-t-il déclaré. L'intervention fait partie de l'arsenal d'une banque centrale. On s'en sert mais on ne l'annonce pas à l'avance."

Aux Etats-Unis, les opérateurs se focalisent sur la prochaine réunion de la Fed, qui aura lieu les 26 et 27 juin, dont ils attendent un nouveau mouvement de baisse des taux d'intérêt. Ils ont été confortés dans cette opinion cette semaine par la publication du Beige Book, le rapport sur l'économie de la Fed : il signalait que les conditions économiques dans les différentes régions des Etats-Unis ont peu évolué et que le secteur manufacturier était "toujours faible" ou en déclin selon les Etats. D'ailleurs la production industrielle américaine, publiée vendredi, a diminué de 0,8 % en mai, après avoir reculé de 0,6 % en avril, tandis que le taux d'utilisation des capacités de production est passé à 77,4 % en mai, contre 78,2 % en avril. Enfin, l'indice de confiance de l'université du Michigan (à 91,6) a diminué en juin, après avoir augmenté en mai. Les professionnels ont également été rassurés par la modération de l'inflation, qui n'entravera pas la liberté d'action de la Fed. En mai, l'indice des prix à la production aux Etats-Unis n'a progressé que de 0,1 %, et celui des prix à la consommation s'est inscrit en hausse de 0,4 %.

Cécile Prudhomme