



# Est-ce que la BCE est vraiment indépendante ?

*Jean-Pierre Dumas*

*Vendredi 8 mai 2020*

## Les faits :

Le 5 mai 2020, la Cour Constitutionnelle allemande (CCA) a lancé **un pavé dans la marre** en intimant à la Banque Centrale Européenne (BCE) de justifier sa politique passée du 'quantitative easing' (QE) (de 2015 à 2019) dans un délai de trois mois.

**La BCE doit justifier** si les achats passés, d'environ €2100 milliards de dettes publiques de 2015 à 2019, respectent **le principe de «proportionnalité»**. Le principe de « proportionnalité », qui est un principe juridique de l'Union Européenne, stipule que l'UE ne peut intervenir dans des domaines hors de sa compétence. Est-ce que la BCE a agi hors de son domaine de compétence en pratiquant du QE de 2015 à 2019 ? Non, reconnaît la Cour allemande, mais, d'après cette Cour, la BCE n'a pas démontré que la politique du QE, durant cette période, n'a pas eu des effets négatifs sur d'autres secteurs de l'économie qui dépendaient d'autres institutions ou des pouvoirs nationaux. Ce qui est en cause, dans ce

jugement, n'est pas les achats d'actifs publics, mais leurs ampleurs et leurs effets indirects sur l'économie.

*"It was incumbent upon the ECB to weigh [the] considerable economic policy effects and balance them . . . against the expected positive contributions to achieving the monetary policy objective".*

Cour Constitutionnelle allemande

Donc la Cour allemande ne critique pas la politique du QE en tant que telle, elle reconnaît que la BCE n'a pas fait du financement monétaire par la pratique du QE, elle ne critique que son abus. On verra que cette dernière déclaration est en fait un baiser de la mante religieuse à la BCE.

Derrière un discours pompeux et abscons se cache **la méfiance traditionnelle des officiels Allemands contre la politique du QE**, parce qu'ils pensent que c'est du financement quasi monétaire des déficits publics et que ça encourage les pays du Sud à s'endetter pour financer des déficits excessifs (ce qui n'est pas faux), parce que ça peut entraîner de l'inflation dans les pays de la ZE (ce qui n'a pas eu lieu jusqu'à maintenant, mais qui pourrait arriver demain), parce que ça a entraîné une baisse artificielle des taux d'intérêt particulièrement en Allemagne et a défavorisé les épargnants (ce qui est exact), parce que ça a permis de fournir des crédits à des entreprises «zombies». Toutes ces critiques oublient ce qui se serait et va se passer sans politique du QE ('counter factual').

Si la BCE n'est pas en mesure de démontrer d'une manière satisfaisante dans les trois mois que ces achats passés de bons étaient «proportionnels» (pas exagérés), alors la Cour Constitutionnelle allemande pourrait demander à la BC allemande (qui fait partie de la BCE et achète les 'bunds' allemands dans le cadre du programme du QE) non seulement d'arrêter ces achats, mais pourrait aussi avoir à les **vendre sur le marché** (environ €550 milliards). Inutile de dire la totale désorganisation des marchés si une décision aussi extrême était prise. L'euro pourrait être mis en question. La vente massive de 'bunds' sur les marchés entraînerait une baisse de leur valeur, donc une hausse des taux allemands (lesquels sont aujourd'hui négatifs), cette hausse des taux ne restera pas inaperçue, les taux de tous les pays de la Zone Euro (ZE) (en particulier des pays fragiles) augmenteraient aussi, il y aurait une panique financière. Il semble que les Juges de la Cour allemande n'aient pas considéré sérieusement les répercussions de leur verdict.

## 1 On a changé de paradigme, le 'quantitative easing' n'est plus un luxe, mais une nécessité

- **Il est exact que le 'quantitative easing' (QE) a des défauts**

En effet, il faut distinguer la politique du QE avant la crise du coronavirus (avant février 2020) et après. Il n'y pas d'autres alternatives aujourd'hui que

de procéder à une politique monétaire non orthodoxe et pleine de dangers. Le QE a des effets indésirables : -pas d'effet notable sur l'inflation alors que c'était son objectif officiel, -il s'est traduit par une augmentation des prix des actifs financiers (actions) et immobiliers -pas d'accroissement notable des crédits à l'économie, -certains pays de la ZE ont profité de cette politique du QE pour laisser filer leur dette -lutte sournoise pour déprécier les grandes monnaies par rapport au dollar. Malgré ces effets indésirables, il faut aujourd'hui financer des dettes publiques immenses creusées par des déficits budgétaires inéluctables.

- **Une crise sans précédent.**

Devant cette crise nouvelle et mondiale, les États ne peuvent faire que du déficit (*cf. cours sur politique budgétaire au temps du coronavirus en France*).

Ces déficits se traduiront par un accroissement sans précédent de dettes publiques. Certains pays n'entrent pas dans cette crise avec le même ratio de la dette; alors se pose la question, qui va acheter ces dettes? Les banques, les institutions financières, les marchés, les fonds vont acheter ces bons émis par les États (la banque centrale (BCE) n'a pas le droit d'acheter directement des bons au Trésor public).

- **L'acteur principal dans cette crise c'est la BCE**

**Imaginons que la France ne soit pas membre d'une zone monétaire** puissante avec une monnaie forte et convertible comme l'euro et qu'elle ait le même ratio de la dette qu'aujourd'hui, elle émettrait des bons pour financer un déficit estimé d'une manière conservatrice à 9%, 10% du PIB en 2020, ces taux seraient supérieurs aux taux auxquels elles s'endettent à l'heure actuelle. Peu d'intermédiaires financiers accepteraient d'acheter les bons d'un pays, qui a un ratio de la dette qui va dépasser plus de 100% du PIB, à un taux proche de zéro pour cent, les taux seraient prohibitifs ; ce qui obligerait notre pays à ne plus avoir de déficits budgétaires...mais nous sommes à l'intérieur d'une Zone Monétaire (ZM) avec une monnaie forte.

Les bons émis par les États sont achetés par les marchés à des taux bas parce qu'ils savent qu'ils pourront les revendre à tout instant à la BCE, c'est le '**quantitative easing**' (QE) (*cf. cours sur le QE*). Ils sont donc sûrs de ne pas perdre d'argent sur l'achat des bons du Trésor. Plus la BCE intervient pour acheter de la dette aux institutions financières et aux marchés, plus le prix de ces bons augmente et plus les taux baissent (*cf. cours sur la valeur actualisée des bons*). Autrement dit, le QE pratiqué par la BCE permet aux États surendettés (dont le nôtre) d'avoir accès aux marchés (qui souhaitent incidemment être remboursés), sans QE pratiqué par la BCE, pas d'accès au marché pour l'Italie, la France, l'Espagne et même la Grèce. Sans accès aux marchés pas de politique keynésienne de déficit budgétaire de plus de 10% du PIB...

On voit bien que **l'acteur principal dans cette crise financière sans précédent est la BCE**. La Commission Européenne essaie bien de faire des

propositions pour accroître son pouvoir (c.-à-d. son budget) par tous les moyens (eurobonds), mais elle n'a pas les outils pour le faire, à commencer le pouvoir fiscal ; alors que la BCE a une puissance de feu illimitée par la création d'une monnaie qui est crédible au niveau international.

Donc la BCE est l'instrument qui finance en dernier ressort les États et leur permet de s'engager dans des dépenses extraordinaires afin de soutenir les économies en temps de crise.

Si cette politique du QE (avec toutes ses imperfections) est remise en cause par la Cour Constitutionnelle allemande, on peut avoir des doutes sur le futur de l'euro

## 2 Ce n'est qu'un début, il y a plusieurs formes de QE

**Or la politique du QE mise en place par la BCE n'est qu'un début**, elle a consisté jusqu'à maintenant à ce que la BCE achète des bons du Trésor en proportion du capital social détenu par les États au sein de la BCE. Étant donné la situation extraordinaire actuelle, cette dernière va, à notre avis, continuer cette politique d'une manière plus agressive. Les marchés commencent à s'agiter sur la dette italienne, les taux de la dette italienne commencent à monter depuis cette déclaration de la Cour allemande et depuis que les agences de notation proposent de dégrader la notation de la dette italienne en 'junk bonds'. Il faut, à mon sens, anticiper, non pas une réduction de la politique du QE dans le futur mais son accélération, étant donné la position instable où se trouvent certains pays de la ZE (Italie, Portugal, Belgique, France et Espagne, or ces cinq pays représentent la moitié du PIB de la ZE). La ZE peut survivre à une crise de la dette de la Grèce (2% du PIB de la ZE), mais pas à celle d'un de ces pays qui entraînerait dans sa chute les autres pays.

Alors la BCE est « **condamnée** » à faire le '*whatever it takes*' de M. Draghi. Que signifie cet énoncé ? C'est une déclaration générale qui visait à rassurer les marchés (en 2012), à cette époque d'instabilité financière, que la BCE était prête à tout faire dans le cadre de la politique monétaire pour sauver l'euro.

Le pays qui a le plus besoin de l'intervention de la BCE n'est pas l'Allemagne, mais l'Italie et les pays du Sud. Nous pensons que la BCE va mettre en œuvre **une politique ciblée d'achat de bons du Trésor** pour le (Italie) et les pays les plus attaqués par les marchés. Elle a un instrument pour le faire, ce **sont les Obligations Monétaires à Terme (OMT)**. Cet instrument, instauré sous M. Draghi (en 2012) pour justement montrer que la BCE était résolue dans son désir de mettre en œuvre le '*whatever it takes*' pour sauver l'euro, n'a jamais été utilisé, il est fort possible qu'il le soit dans les mois à venir.

Ou alors un autre instrument pourrait être utilisé : **le ciblage des taux d'intérêt** ('*yield control curve*'), la BC, au lieu de fournir comme information

la quantité de bons qu'elle va acheter sur les marchés, peut annoncer le taux qu'elle veut atteindre pour les bons d'un pays. C'est-à-dire que la variable de contrôle n'est plus les quantités, mais le taux d'intérêt désiré, autrement dit la BC s'engage à acheter sur les marchés tous les bons d'un pays jusqu'à ce que les taux atteignent une valeur cible. Cette politique n'a jamais été pratiquée au niveau de la ZE, elle est fréquente au Japon (ce qui explique, entre autres, qu'un pays qui a un ratio de la dette publique de plus de 200% du PIB ne soit pas en faillite financière (les marchés savent que la dette japonaise sera rachetée à n'importe quel prix).

Toutes ces politiques ne peuvent que contribuer à **la hausse du ratio de la dette**. Ce n'est pas parce que les bons du Trésor sont passés du bilan d'une banque commerciale dans le bilan de la BC que ces dettes sont annulées. Certes, on peut espérer que ces dettes restent dans le bilan de la BC (pour les juges allemands, elles ne peuvent pas rester dans le bilan de la BCE, elles doivent être revendues au bout d'un certain temps), mais elles ne sont pas éliminées pour autant.

Une hypothèse hardie que nous faisons (et que nous ne partageons pas) est que le fardeau des dettes de certains États de la ZE diffèrent tellement et avec des écarts grandissants, que la BCE sera obligée, par la force des choses, **d'annuler certaines dettes de certains États trop endettés** soit sous forme de consolidation des bilans de la BCE et des Trésors (cf. [jpdumas007.blogspot.com/2019/09/comment-entrer-en-defaut-sans-en-avoir-l'air.html](http://jpdumas007.blogspot.com/2019/09/comment-entrer-en-defaut-sans-en-avoir-l'air.html)), soit sous forme d'"hélicoptère money" c'est-à-dire que la BCE au lieu d'acheter des bons du Trésor aux banques va faire un don aux Trésors publics. Les deux solutions entraînent une perte au bilan de la BC. C'est bien entendu interdit par tous les Traités et toutes les pratiques dans les pays évolués. Des économistes (P. de Grauwe, A. Turner) diront que c'est sans importance puisqu'une banque centrale peut faire des pertes sans que ça porte à conséquence.

Inutile de dire que, si la Cour Constitutionnelle allemande remet en question une politique du QE passée et qui a été faite en temps « normal » (2015-19), les politiques proposées, toutes plus anti-orthodoxes les unes que les autres, feraient tomber d'apoplexie le moindre juge allemand.

Oui, il semble que la BCE (comme les autres banques centrales) va entrer dans une période de tourmente et la politique des BC ne va pas se limiter à faire du micro management des taux courts ; tant que la BCE respectera l'objectif d'inflation de 2%, elle devra mettre en œuvre une panoplie de politiques monétaires non orthodoxes, dans le cas contraire, on ne voit pas comment seront financées les dettes qui vont s'accumuler.

### 3 Les juges allemands remettent en question l'indépendance de la BCE

- **Une épée de Damoclès sur la BCE**

Certes, **ce jugement «ne couvre que» la période passée** et ne s'applique pas au nouveau programme du QE mis en œuvre sous la présidence de Mme Lagarde ('Pandemic Emergency Purchase Programme' (PEPP)). Mais il n'y a aucune raison pour que le même raisonnement ne s'applique pas au €750 milliards du PEPP, ce qui remet en question l'indépendance de la BCE et donc sa crédibilité vis-à-vis des marchés, or on sait que le pouvoir d'une BC dépend entre autres de sa crédibilité, surtout quand ce pouvoir doit s'appliquer à des agents aussi volatiles et capricieux que sont les marchés. Si ce jugement doit être répété (et il n'y a aucune raison pour qu'il ne le soit pas), alors toute la stratégie économique et financière de la BCE mise en œuvre contre la pandémie peut être remise en question.

Ce jugement empêche toute marge de manœuvre future pour la BCE, il **remet en question le principe du 'whatever it takes'** énoncé par M. Draghi en 2012. On peut compter sur la détermination des juges allemands et d'une partie de la classe politique allemande (à commencer par le Président de la Bundesbank, Jens Weidmann), pour remettre en question, cette fois, non plus le programme passé du QE, mais toutes nouvelles initiatives de la BCE et on a vu qu'elles risquent d'être peu orthodoxes. C'est une épée de Damoclès qui pèse sur la BCE et risque de remettre en cause sa crédibilité vis-à-vis des marchés.

Le 'whatever it takes' de M. Draghi est un signal donné aux marchés signifiant que la BCE est prête à mener toutes politiques monétaires qui sauvent l'euro (et les États de la ZE) à n'importe quel prix. **Ce principe est contradictoire avec le principe de « proportionnalité »** invoqué par la Cour allemande. L'histoire nous dira lequel des deux principes va l'emporter.

Le fait que la Cour de Karlsruhe reconnaisse que le QE pratiqué dans le passé n'est pas un financement monétaire, va lui permettre la prochaine fois de dire sans se tromper que, cette fois-ci, il y a bien financement monétaire des déficits et que la BCE est hors de son mandat et que donc la Banque Centrale allemande doit quitter la politique du QE.

**Les juges, fussent-ils constitutionnels, ne devraient pas s'ingérer dans la politique monétaire d'une banque centrale** (à notre connaissance, aux États-Unis, la Cour Suprême n'intervient pas dans la politique monétaire de la Fed). Pourquoi demain la Cour de Justice de l'Italie (qui est tout aussi honorable que la Cour Constitutionnelle allemande) n'attaquerait-elle pas la BCE parce qu'elle n'attache pas assez d'importance à la croissance et à l'emploi des pays de la ZE?



*“If they were French, we will hear pure arrogance  
If they were Economists, we will say mere incompetence  
They are German Lawyers  
Why, good grief, Lawyers have the right to opine on monetary policy?  
Why don't we ask the advice of Greek or Italian Lawyers”*

Certes la Cour de Karlsruhe ne peut contraindre la BCE, mais elle a le pouvoir sur la Banque centrale allemande et peut l'obliger de se désolidariser de la BCE en refusant de participer à la politique du QE décidée par la BCE.

- **Ce qu'auraient pu dire les juges de Karlsruhe**

Les juges de Karlsruhe auraient été mieux inspirés s'ils avaient placé la BCE devant le dilemme qu'elle va devoir affronter:

- Soit, le stock de dettes accumulées dans le bilan de la BCE sera payé par les contribuables futurs;
- soit, les ministres des Finances de la ZE désirent que la BCE finance directement ces déficits sous forme de dons?

Certes, c'est sans doute difficile à énoncer sous cette forme, mais cela obligerait les États membres à prendre une position sur le futur des finances publiques de la ZE.

Les Gouvernements des États membres se gardent bien de soulever ce problème. Or la banque centrale risque de se transformer en acteur quasi budgétaire en fournissant directement un financement monétaire aux États, sans mandat explicite de la part des ministres des Finances (qui ne parlent que de déficit et se désintéressent de ce qui va se passer les jours d'après). Il sera alors facile de critiquer la BCE d'être une organisation technocratique qui n'a pas de mandat populaire et qui outrepassé son mandat. Si dans une situation extrême l'indépendance de la BC est mise entre parenthèses, alors il faut savoir qui décide quoi.

Les juges allemands auraient pu aussi avertir les États du Sud que cet excès de dette devra un jour être payé, que des déficits de 10% du PIB ne sont pas viables in vitam aeternam et que ces États seraient bien avisés de proposer dans le futur un plan crédible d'ajustement ; mais pour cela il aurait fallu des économistes qui peuvent avoir une vision sur le futur et avertir des conséquences des décisions prises, pas des juristes (qui travaillent sur des textes) et les économistes se font rares de nos jours.

- **‘Quis custodiet ipsos custodes ?’**

(qui jugera les juges?)

En 2018, la Cour Européenne de Justice (CEJ) avait déclaré que les achats de bons du Trésor par la BCE étaient légaux et ne contrevenaient pas aux Traités sur le fonctionnement de l’Union Européenne qui interdit, inter-alia, le financement monétaire des déficits, ni au principe de proportionnalité. **La Cour Européenne de Justice n’est-elle pas au-dessus de la Cour Constitutionnelle allemande (CCA)?** Non, répond la CCA, tant qu’il n’y a pas de pouvoir supranational au niveau européen, les cours de justices nationales constitutionnelles l’emportent sur la CEJ.

Il est évident que le jugement de la CCA remet en cause l’indépendance de la BCE, sa liberté de manœuvre future et sa crédibilité en fixant à l’autorité monétaire des entraves de type juridique.

Est-ce que Madame Lagarde a la carrure pour mettre en œuvre des politiques monétaires plutôt non orthodoxes, mettre son Conseil d’Administration, qui n’est pas uni, en ordre de marche, influencer les marchés et faire taire les juges allemands ? Ça reste à démontrer. Le métier d’un banquier central est finalement fort difficile en période aussi dangereuse et les qualités de diplomatie ne seront peut-être pas suffisantes.