



LA POLITIQUE MONÉTAIRE EUROPÉENNE

Le Système européen de banques centrales (SEBC) comprend la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales de tous les États membres de l'Union européenne. L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Afin de réaliser cet objectif, le conseil des gouverneurs de la BCE fonde ses décisions sur une stratégie monétaire à deux piliers et les met en œuvre en recourant à des mesures de politique monétaire tant conventionnelles que non conventionnelles. Les principaux instruments de la politique monétaire conventionnelle de la BCE sont les opérations d'open market, les facilités permanentes et la constitution de réserves obligatoires. Face à la crise financière, la BCE a également modifié sa stratégie de communication en fournissant des indications prospectives sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE, sous réserve des perspectives de stabilité des prix, et a adopté un certain nombre de mesures de politique monétaire non conventionnelles, dont l'achat d'actifs et d'obligations d'État sur le marché secondaire, dans le but de préserver la stabilité des prix et l'efficacité du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

BASE JURIDIQUE

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

OBJECTIFS

L'objectif principal du SEBC est de garantir la stabilité des prix en vertu de l'article 127, paragraphe 1, du traité FUE. Sans préjudice de cet objectif, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union. Le SEBC agit conformément aux principes d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources (article 127, paragraphe 1, du traité FUE).



RÉALISATIONS

A. Principes directeurs de l'action de la BCE

1. Indépendance de la BCE

Le principe essentiel de l'indépendance de la BCE est énoncé à l'article 130 du traité FUE («Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par les traités et les statuts du SEBC et de la BCE, ni la Banque centrale européenne, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions, organes ou organismes de l'Union, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme»). L'indépendance de la BCE est également préservée par les interdictions figurant à l'article 123 du traité FUE, qui s'appliquent aussi aux banques centrales nationales: interdiction d'accorder des découverts ou tout autre crédit aux institutions ou organes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres. L'indépendance de la BCE se traduit principalement par le libre choix des instruments de politique monétaire. Le traité prévoit l'utilisation d'instruments conventionnels (articles 18 et 19 des statuts) et laisse le conseil des gouverneurs libre de décider du recours aux autres méthodes (article 20 des statuts).

2. Principes de responsabilité et de transparence de la BCE

Afin d'assurer la crédibilité de l'institution, le traité FUE (article 284) ainsi que les statuts (article 15) imposent à la BCE l'obligation de présenter des rapports. La BCE établit et publie des rapports sur les activités du SEBC au moins chaque trimestre. Une situation financière consolidée du SEBC est publiée chaque semaine. La BCE publiait chaque mois, depuis sa création, un bulletin qui présentait une analyse approfondie de la situation économique et des perspectives d'évolution des prix. Le bulletin mensuel a été remplacé en janvier 2015 par un nouveau bulletin économique, qui, pour tenir compte de la transition opérée en janvier 2015 vers un intervalle de six semaines entre les réunions du conseil des gouverneurs consacrées à la politique monétaire, est publié deux semaines après chaque réunion sur ce thème. Le 19 février 2015, la BCE a publié pour la première fois un compte rendu d'une réunion du conseil des gouverneurs consacrée à la politique monétaire et, ce faisant, s'est alignée sur la politique de communication des autres grandes banques centrales. En outre, la BCE adresse au Parlement européen un rapport annuel sur les activités du SEBC et sur la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours. La BCE doit répondre de sa politique devant le Parlement européen, et ce dernier entend régulièrement les membres du directoire de la BCE.

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

Les votes au conseil des gouverneurs de la BCE s'opéraient auparavant selon le principe «un membre, une voix». Conformément aux traités de l'Union européenne, un système de rotation doit être appliqué au système de vote au sein du conseil des gouverneurs dès que le nombre des pays de la zone euro dépasse dix-huit, ce qui est



le cas depuis le 1^{er} janvier 2015, date à laquelle la Lituanie a rejoint la zone euro. L'idée sous-tendant le système de rotation est de garantir l'efficacité du processus décisionnel de la BCE malgré l'augmentation du nombre de participants. Les gouverneurs des pays de la zone euro classés du 1^{er} au 5^e rang, en fonction de la taille de leur économie et de leur secteur financier (actuellement l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne et les Pays-Bas), se partagent quatre droits de vote. Tous les autres (actuellement 14 pays) disposent de onze droits de vote. Les gouverneurs votent à tour de rôle selon une rotation mensuelle. Les membres du directoire de la BCE disposent de droits de vote permanents.

B. Stratégie monétaire de la BCE

1. Vue d'ensemble

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

2. Stabilité des prix

La stabilité des prix est définie comme un taux d'inflation [progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro] inférieur mais proche de 2 % à moyen terme.

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

L'analyse économique évalue les facteurs déterminant à court et à moyen terme l'évolution des prix. L'accent est mis sur les activités réelles et les conditions financières de l'économie. L'analyse économique tient compte du fait que l'évolution des prix à ces horizons est largement influencée par l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs de production. À cet effet, la BCE examine régulièrement, entre autres, les évolutions globales de la production, de la demande et de la situation sur le marché du travail, une large gamme d'indicateurs de prix et de coûts, la politique budgétaire, la balance des paiements de la zone euro et les prix des actifs^[1].

4. Second pilier de la stratégie monétaire: l'analyse monétaire

L'analyse monétaire s'appuie sur le lien à long terme entre la quantité de monnaie en circulation et les prix et sert principalement à vérifier par recoupement les indications à court et à moyen terme pour la politique monétaire provenant de l'analyse économique. L'analyse monétaire consiste en une analyse détaillée des évolutions de la monnaie et du crédit en vue d'évaluer leurs implications pour la future inflation et la croissance économique.

[1] La description des deux piliers figure dans la publication suivante: *The Monetary Policy of the ECB* (La politique monétaire de la BCE), 2011, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>



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

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

1. Opérations d'open market

Les opérations d'open market jouent un rôle important dans le pilotage des taux d'intérêt et la gestion de la liquidité bancaire et fournissent une indication de l'orientation de la politique monétaire. Les opérations régulières d'open market de l'Eurosystème consistent en des opérations d'apport de liquidités en euros à échéance d'une semaine (opération principale de refinancement ou OPR) et en opérations d'apport de liquidités en euros à échéance de trois mois (opérations de refinancement à plus long terme ou ORLT). Les OPR servent à piloter les taux d'intérêt à court terme, à gérer la liquidité bancaire et à indiquer l'orientation de la politique monétaire dans la zone euro, tandis que les ORLT fournissent un refinancement supplémentaire, à plus long terme, au secteur financier.

Les opérations moins régulières d'open market sont les opérations de réglage fin et les opérations structurelles. Les opérations de réglage fin ont pour but de faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire sur le marché, notamment pour en atténuer l'incidence sur les taux d'intérêt, tandis que les opérations structurelles visent principalement à adapter en permanence la position structurelle de l'Eurosystème par rapport au secteur financier.

2. Facilités permanentes

Les facilités permanentes permettent de fournir ou de retirer des liquidités au jour le jour et l'indice TEMPE (taux euro moyen pondéré de la zone euro au jour le jour) mesure le taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. L'Eurosystème offre deux facilités permanentes aux établissements de crédit: la facilité de prêt marginal, qui permet d'obtenir des liquidités au jour le jour auprès de la banque centrale, sur présentation d'actifs éligibles en quantité suffisante, et la facilité de dépôt, pour effectuer des dépôts au jour le jour auprès de la banque centrale.

3. Constitution de réserves obligatoires

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



4. Politiques monétaires «non conventionnelles» et réponse à la crise à partir de 2007: les orientations prospectives et les programmes d'achat d'actifs

Depuis juillet 2013, la BCE fournit des indications ou orientations prospectives sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs. La fourniture de ces orientations prospectives a constitué un tournant majeur dans la stratégie de communication de la BCE, car elle implique une communication non seulement sur l'appréciation par la BCE des conditions économiques en vigueur et des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, mais aussi sur ce que cette appréciation induit pour son orientation future de la politique monétaire.

De plus, et ce depuis 2009, plusieurs programmes d'achat d'actifs ont été mis en œuvre en vue de soutenir la croissance dans la zone euro, de manière conforme à l'objectif de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. En 2009 et en 2011, la BCE a engagé deux programmes d'achat d'obligations sécurisées (CBPP et CBPP2). Du 10 mai 2010 à février 2012, la BCE a mené des interventions sur les marchés obligataires au titre du programme pour les marchés de titres (SMP). En août 2012, la BCE a annoncé la possibilité d'effectuer des opérations fermes d'open market sur les marchés secondaires des obligations d'État afin de préserver une transmission appropriée de la politique monétaire et l'unicité de sa politique monétaire. En juin 2014, elle a annoncé une série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO), qui visaient à renforcer le crédit bancaire au secteur privé non financier de la zone euro, hormis les crédits immobiliers aux ménages, sur une période de deux ans. En septembre 2014, la BCE a annoncé deux nouveaux programmes d'achat, à savoir le programme d'achat de titres adossés à des actifs (ABSPP) et le troisième programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3), dans le but d'améliorer la transmission de la politique monétaire, de soutenir la mise à disposition de crédit en faveur de l'économie de la zone euro et, par conséquent, de poursuivre la politique monétaire accommodante. Le 9 mars 2015, la BCE a amorcé l'achat, sur le marché secondaire, d'obligations émises par les gouvernements centraux des États membres de la zone euro et certaines agences et institutions internationales ou supranationales établies dans la zone euro au titre du programme d'achat de titres du secteur public (PSPP). Combinés, l'ABSPP, le CBPP3 et le PSPP constituent le programme étendu d'achats d'actifs (APP), dont les achats mensuels cumulés s'élèvent à 60 milliards d'euros. Le 10 mars 2016, la BCE a décidé de porter de 60 à 80 milliards d'euros le montant de ses achats mensuels cumulés, de faire passer de 33 % à 50 % les limites relatives aux émetteurs et aux émissions pour les achats de titres, d'inclure dans la liste des titres éligibles les obligations de bonne qualité (*investment grade*) libellées en euros, émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro, et de lancer une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), à compter de juin 2016, toutes d'une durée de quatre ans. Ces nouvelles opérations visent à accentuer l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE et à renforcer la transmission de la politique monétaire en encourageant davantage l'activité de prêt bancaire. Elles devraient être effectuées jusqu'à ce que la BCE observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Le 8 décembre 2016, le conseil des gouverneurs de la BCE



a décidé de maintenir le montant mensuel d'achat d'actifs à 80 milliards d'euros jusque mars 2017. D'avril 2017 à décembre 2017, et au-delà si nécessaire, les achats mensuels se poursuivront à hauteur de 60 milliards d'euros. La BCE a également décidé d'adapter certains des paramètres de son programme d'achat d'actifs à compter de janvier 2017: l'échéance résiduelle minimum des actifs éligibles au titre du PSPP a été ramenée de deux ans à un an et, dans la mesure nécessaire, l'achat de titres avec un rendement à échéance inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE est autorisé au titre de l'APP.

RÔLE DU PARLEMENT EUROPÉEN

Conformément à l'article 284, paragraphe 3, du traité FUE et à l'article 15.3 des statuts, le président de la BCE est tenu de présenter un rapport annuel au Parlement européen. Dans sa résolution du 25 février 2016 sur le rapport annuel 2014 de la Banque centrale européenne, le Parlement insiste sur la nécessité d'améliorer les conditions des investissements publics et privés, met en garde contre les risques potentiels que des taux d'intérêt longtemps faibles présentent pour la stabilité financière dans certains États membres ainsi que les niveaux élevés et divergents de l'endettement public et privé, se félicite de la décision de la BCE de publier les comptes rendus abrégés de ses réunions et souligne que la responsabilité démocratique est nécessaire dans la perspective des nouvelles responsabilités confiées à la BCE en ce qui concerne les missions de surveillance. Selon une pratique constante, le président de la BCE est entendu quatre fois par an par la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement afin d'expliquer les décisions stratégiques de la BCE et de répondre aux questions des membres de la commission (dialogue monétaire). Ces réunions sont ouvertes au public et les comptes rendus sont publiés sur les sites internet du Parlement et de la BCE.

Dario Paternoster / Dirk Verbeken / Dražen Rakić
05/2019

