

# LA BCE A 25 ANS

## CHRONIQUE D'UNE JEUNESSE MOUVEMENTÉE



Le 1<sup>er</sup> juin 2023, la Banque Centrale Européenne (BCE) fêtera ses 25 ans d'existence. Plus jeune que ses homologues (la Banque d'Angleterre a été créée en 1694), elle a tout de même acquis une vraie maturité au fil des années et des crises. Dans un précédent ouvrage<sup>1</sup>, nous avons fait le point sur les évolutions de la BCE sous l'ère Draghi. Dans ce document, nous revenons sur plusieurs éléments à retenir sur les 25 premières années de la BCE.

### L'INSTITUT MONÉTAIRE EUROPÉEN, ANCÊTRE DE LA BCE

L'Institut Monétaire Européen (IME), créé en janvier 1994, a conduit une phase de coordination des politiques monétaires dans l'optique de la création de la BCE. Et c'est le 1<sup>er</sup> juin 1998 - il y a 25 ans donc - que la BCE a remplacé l'IME. Le président de ce dernier, Wim Duisenberg, est devenu le premier président de la BCE, signe de la continuité entre les deux institutions. La naissance de la BCE a constitué l'une des étapes clés de la construction de l'union économique et monétaire. Elle est intervenue en amont de la création de la monnaie unique, l'euro, le 1<sup>er</sup> janvier 1999 et elle a marqué la fin d'une décennie de relance de la construction européenne.



**Bastien Drut,**  
Responsable des Études et de la Stratégie -  
CPR AM

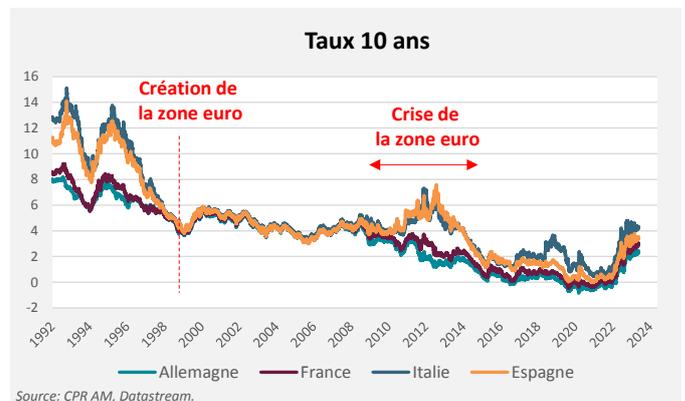
**Juliette Cohen,**  
Stratège Senior - CPR AM

### 20 PAYS DANS LA ZONE EURO ET UNE ADHÉSION FORTE DE LA POPULATION

A sa création, 11 pays faisaient partie de la zone euro : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal. La Croatie est devenue le 1<sup>er</sup> janvier 2023 le 20<sup>ème</sup> pays de la zone euro. A ce jour, aucun pays n'a quitté la zone. Le taux d'approbation de la zone euro est très élevé au sein de la population : lors du dernier sondage Eurobaromètre, réalisé en 2023, 79% de la population indiquait être pour son existence et seulement 16% disaient être contre. Le taux d'approbation a fortement monté après la crise de la zone euro.

## LA CRISE DE LA ZONE EURO, UNE CRISE EXISTENTIELLE

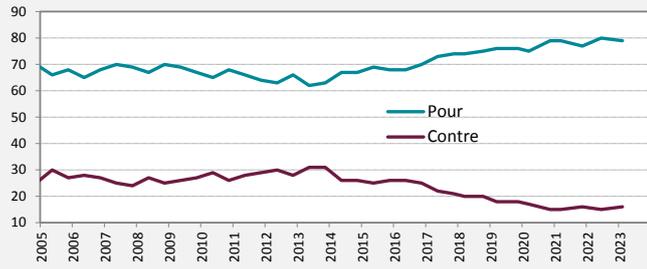
La sévère récession de 2008-2009 a laissé des traces en termes de finances publiques, qui ont mené à des interrogations croissantes sur la soutenabilité de la dette publique. Ainsi, les marchés obligataires se sont mis à discriminer davantage les États de la zone euro en fonction de leur qualité de crédit, alors que les spreads de crédit avaient été extrêmement faibles sur les 10 premières années d'existence de la zone euro. Lors de la crise de la zone euro, des interrogations sur la pérennité de la zone monétaire se sont manifestées. La sortie de certains États, dont la Grèce, a également été évoquée. La BCE a joué un rôle important dans la résolution de cette crise, qui a coûté cher sur le plan macroéconomique (7 trimestres consécutifs de croissance négative !). On retiendra notamment l'annonce en 2011 des LTRO à 3 ans et la fameuse phrase de Mario Draghi en juillet 2012 : « Dans le cadre de son mandat, la BCE est prête à préserver l'euro, quoi qu'il en coûte. Et croyez-moi cela sera suffisant. » La mise en place du QE quelques années plus tard a contribué à stabiliser les spreads de crédit à un niveau plus bas que pendant la crise.



## LES ANNÉES 2010 : UNE DÉCENNIE D'INFLATION BASSE

Les traités européens fixent à l'Eurosystème la stabilité des prix comme objectif principal. Vers la fin de son mandat, Jean-Claude Trichet se targuait du fait que l'inflation avait été de 1,97 % en moyenne sur les douze premières années d'existence de la BCE (mi-1998 à mi-2010), soit un chiffre très proche de la cible d'inflation de 2 %.

### " Êtes-vous pour ou contre une zone monétaire avec une monnaie unique, l'euro? "

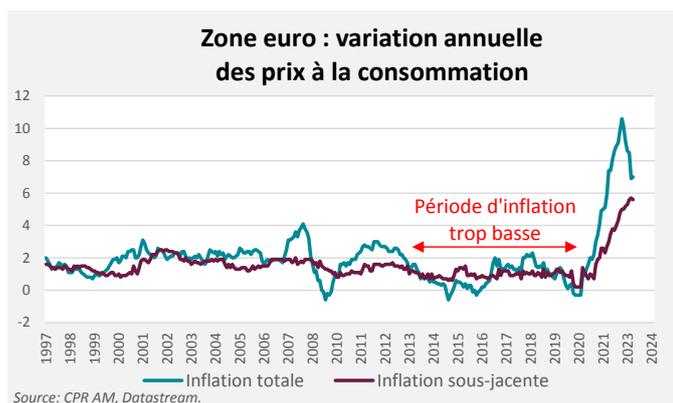


## 4 PRÉSIDENTS, 4 VICE-PRÉSIDENTS MAIS TOUJOURS PAS D'ALLEMAND

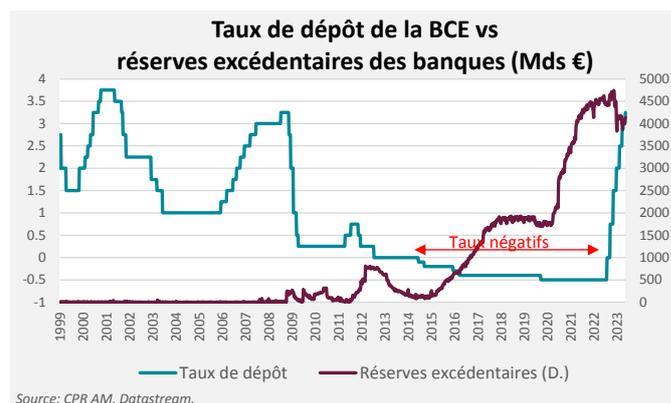
En 25 ans d'existence, 4 présidents se sont succédé à la tête de la BCE : Wim Duisenberg, Jean-Claude Trichet, Mario Draghi et Christine Lagarde. Il est notable que l'Allemagne, le plus grand pays de la zone euro mais aussi celui où la BCE est implantée, n'ait jamais eu de représentant au poste de président ou vice-président. Plusieurs membres allemands du Conseil des gouverneurs n'ont pas achevé leur mandat pour cause de désaccord avec la politique menée par l'institution : Jürgen Stark (2011), Sabine Lautenschläger (2019) et Jens Weidmann (2021). Malgré cela, il y a toujours eu un Allemand ou une Allemande au Directoire. La France, elle, a eu un vice-président et deux présidents. Chacun des présidents de la BCE a eu son propre style, souvent marqué par le contexte économique et financier : la crise de la zone euro et l'inflation basse ont coïncidé avec le mandat de Mario Draghi et la crise covid et le retour de l'inflation élevée ont marqué celui de Christine Lagarde.



Le moins que l'on puisse dire est que la BCE n'a pas connu la même réussite sur la décennie qui a suivi : sur la période 2011-2020, l'inflation sous-jacente a été en moyenne de 1%. C'est lors de cette période, qui a coïncidé avec le mandat de Mario Draghi à la tête de la BCE, que cette dernière a déployé des outils de politique monétaire non-conventionnelle (forward guidance, taux négatifs, QE, TLTRO).



un tiers de l'existence de la BCE) et prendra fin en juillet 2022. C'est l'une des expériences de taux négatifs les plus puissantes jamais réalisées par une banque centrale car ils se sont appliqués à de très grandes quantités de liquidités excédentaires. D'ailleurs, la BCE décidera en 2019 d'amoindrir le coût pour les banques commerciales en exemptant de taux négatifs une partie de leurs réserves excédentaires.



## LE PASSAGE AU RÉGIME DE LIQUIDITÉS AMPLE

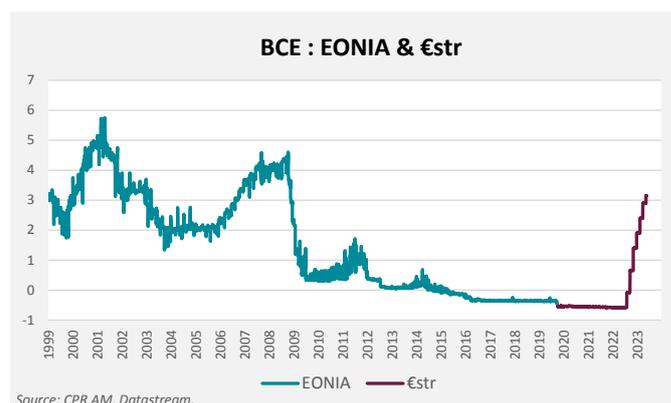
Alors qu'il organisait jusque-là un régime de pénuries de liquidités (liquidity deficit), le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé en octobre 2008 de satisfaire entièrement les demandes individuelles de refinancement des banques commerciales (full allotment) pour les opérations de refinancement de court terme et long terme (MRO et LTRO) en raison des réticences des banques à se prêter entre elles à l'époque. À partir de cette décision, les montants de refinancement auprès de la banque centrale ont sensiblement augmenté et la façon de mettre en œuvre sa politique monétaire pour la BCE n'a plus jamais été la même : c'est notamment le fait que les banques commerciales disposent de liquidités excédentaires qui a permis la politique de taux négatifs.

## L'EXPÉRIENCE DES TAUX NÉGATIFS

C'est le 5 juin 2014 que le Conseil des gouverneurs a passé son taux de dépôt en territoire négatif pour la première fois, à -0,10%. La BCE l'a abaissé 4 fois par la suite, à chaque fois de 10 pbs, jusqu'à -0,50%. Cette expérience durera plus de 8 ans au total (soit environ

## LA LONGUE HIBERNATION DES TAUX MONÉTAIRES

0,8% : c'est la moyenne de la valeur du taux de dépôt de la BCE pendant les 25 premières années de l'existence de la BCE. Il n'est donc pas surprenant que les taux monétaires en Europe soient longtemps restés à des niveaux très bas, et même négatifs. Par exemple, l'€ster, qui a remplacé l'EONIA et qui représente le taux interbancaire au jour le jour non collatéralisé en zone euro, est resté dans une fourchette allant de -0,59 % à -0,56 % sur les 12 mois qui ont précédé la hausse de taux de la BCE de juillet 2022. Toutefois, la forte accélération de l'inflation en 2022/2023 a changé la donne puisque le taux de dépôt sera de 3,25% pour les 25 ans de la BCE.

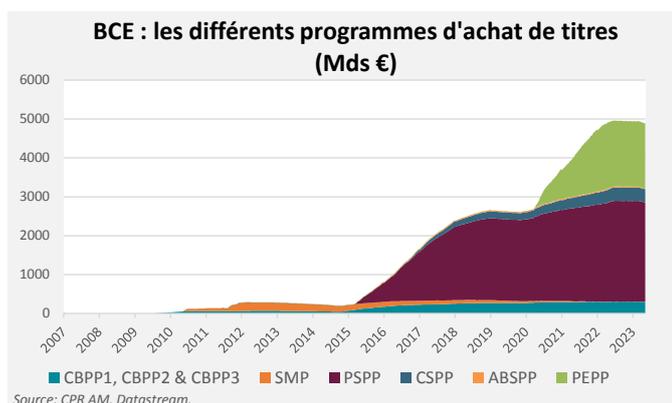


## LE LONG CHEMIN VERS LE QUANTITATIVE EASING

Le moins que l'on puisse dire est que l'idée que la BCE puisse acheter massivement des titres dans le cadre de sa politique monétaire (Quantitative Easing, QE) n'a pas été de soi, notamment en raison d'un certain conservatisme de la part des gouverneurs des pays du nord de l'Europe. La BCE a mis en place en 2010 un premier programme d'achats d'obligations souveraines (SMP) mais celui-ci n'a pas réellement eu les effets escomptés (faible taille, manque de transparence, stérilisation des achats). Ainsi, il n'y a eu aucun achat d'obligations souveraines de la part de l'Eurosystème entre février 2012 et mars 2015, ce qui a constitué une différence majeure avec la Fed et la BoJ, qui ont adopté des mesures d'assouplissement monétaire très agressives sur cette période. C'est seulement le 22 janvier 2015, après un net affaiblissement des anticipations d'inflation, que le Conseil des gouverneurs a annoncé un programme massif d'achats de titres.

## UNE FOIS LANCÉ, UN QUANTITATIVE EASING MASSIF

Pour suivre les achats de titres de la BCE, il a fallu se familiariser avec de nombreux acronymes : SMP, CBPP1, CBPP2, CBPP3, PSPP, CSPP, ABSPP, PEPP... Alors que le programme SMP lancé sous Jean-Claude Trichet a été d'une ampleur limitée, le QE lancé sous Mario Draghi (ensemble des programmes CBPP3, PSPP, CSPP et ABSPP) a été très important, avec des achats de titres dépassant largement les émissions nettes, ce qui a pesé à la fois sur les taux longs et sur les primes de risque de crédit. Lors de la pandémie de covid, cette fois-ci sous la présidence de Christine Lagarde, la BCE a lancé un puissant programme d'achats d'actifs, le PEPP, afin d'empêcher l'effondrement de l'économie européenne.



## DÉSORMAIS, LE QUANTITATIVE TIGHTENING

Après les différents programmes d'achats, l'Eurosystème détient aux alentours de 5000 Mds € de titres. L'acquisition de ces titres a été financée par la création de monnaie banque centrale or une grande partie de cette dernière est rémunérée au taux de dépôt, ce qui représente désormais un coût colossal (le taux de dépôt est actuellement de 3,25%). C'est l'une des raisons pour lesquelles la BCE s'est engagée depuis mars 2023 dans une politique de dégonflement de son bilan (le Quantitative Tightening, QT). A partir de juillet 2023, le QT deviendra même total puisque la BCE ne réinvestira plus aucun des titres arrivant à maturité.

Les opérations de refinancement de long terme

Avant la crise financière de 2008, la BCE ne prêtait pas aux banques commerciales autant que ces dernières le souhaitaient : la BCE organisait des opérations de refinancement à 7 jours (MRO, Main Refinancing Operation) et 3 mois (LTRO, Longer-Term Refinancing Operation) pour des montants limités, qu'elle déterminait elle-même en estimant ce dont les banques commerciales avaient besoin en agrégé pour respecter leurs ratios de réserves obligatoires. Les opérations de refinancement ont connu 3 révolutions :

- Le passage au full allotment en octobre 2008,
- l'extension de la maturité à plusieurs années (annonce le 8 décembre 2011 d'opérations de LTRO d'une durée de 3 ans), ce qui a contribué à résoudre la crise de la zone euro,
- l'incitation pour les banques à prêter davantage à l'économie réelle, avec les Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO. Les TLTRO I ont été annoncés en juin 2014. Les TLTRO II et III ont suivi, avec des conditions différentes.

## LA RÉVOLUTION DE LA COMMUNICATION

Jusqu'à la fin de son mandat, Jean-Claude Trichet a martelé que le Conseil des gouverneurs de la BCE « ne se pré-engageait jamais » (« We never pre-commit ») au sujet des futures décisions de politique monétaire. Même après la crise financière de 2008 et au début de la crise de la zone euro, la BCE s'est refusée à communiquer sur ses actions futures (forward guidance), alors que la Fed l'a fait dès

décembre 2008. Mais à partir de l'été 2012, Mario Draghi a cessé de décrire les mesures ultra-accommodantes comme étant « temporaires » et c'est un an plus tard que la BCE a exprimé qu'elle garderait des taux directeurs bas de façon prolongée. La communication est devenue beaucoup plus qu'à l'origine un élément important de la politique monétaire de l'institution : le nombre de discours publics et d'interviews accordées par les membres du Directoire a très fortement augmenté entre l'ère Trichet et l'ère Draghi. Ces derniers ont, d'ailleurs, eu recours à de nouveaux modes de communication, par exemple en répondant directement aux internautes sur Twitter (opérations #askecb). Enfin, la BCE a amorcé un autre virage dans sa stratégie de communication en juillet 2014 lorsqu'elle a annoncé que les Conseils des gouverneurs n'auraient plus lieu tous les mois mais huit fois par an, et surtout que des comptes rendus des réunions du Conseil seraient publiés à partir de 2015.

## LA SUPERVISION BANCAIRE, UNE PRÉROGATIVE ACQUISE EN COURS DE ROUTE

La crise financière de 2008 puis la crise de la zone euro ont mis en lumière la nécessité de renforcer et de mieux coordonner le contrôle bancaire européen. La BCE a participé au processus de réforme de la surveillance du secteur financier et a notamment contribué aux travaux du Comité de Bâle sur le Contrôle Bancaire. A compter de 2010, la BCE s'est vue confier via le Comité Européen du Risque Systémique (CERS) un rôle de supervision macroprudentielle du système financier européen : dans ce cadre, elle était notamment chargée de détecter les menaces pour la stabilité financière et d'émettre des alertes et des recommandations en cas de nécessité. Les choses se sont ensuite accélérées car la BCE assure depuis 2014 un rôle de contrôle bancaire dans le cadre du Mécanisme de Surveillance Unique (MSU) européen, en organisant la surveillance continue des établissements. Elle participe également à la préparation des stress tests. Les décisions en matière de surveillance bancaire sont prises par le Conseil de Surveillance prudentielle de la BCE (Supervisory Board), qui est indépendant du Conseil des gouverneurs. Elle joue également un rôle dans le processus de résolution des banques européennes. Près des deux tiers des effectifs de la BCE se consacrent aujourd'hui aux activités de supervision bancaire.

## UN RÔLE ÉLARGI PARMIS LES INSTITUTIONS EUROPÉENNES

Une des critiques les plus fréquentes à l'encontre de la BCE porte sur son mandat unique focalisé sur la stabilité des prix au détriment d'objectifs explicites de soutien à la croissance ou au plein emploi comme c'est le cas pour la Réserve fédérale américaine ou la Banque d'Angleterre. En effet, le mandat principal de la BCE, défini à l'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), est de maintenir la stabilité des prix. Mais cet article précise aussi que la BCE doit apporter son soutien aux politiques économiques générales de l'Union et c'est dans ce cadre qu'elle peut participer à la lutte contre le changement climatique.

Les interactions entre la BCE et les instances décisionnelles de l'Union européenne se sont nettement renforcées depuis la crise des dettes souveraines. La BCE a contribué aux projets de renforcement de l'Union économique et monétaire menés en 2012 et 2015. Depuis mars 2012<sup>2</sup>, le président de la BCE participe à l'Eurogroupe et peut prendre part aux réunions du Conseil de l'Union européenne quand des questions liées à ses missions sont à l'ordre du jour. La BCE est également amenée à travailler avec la Commission européenne sur des projets de textes législatifs qui relèvent de sa compétence. Enfin, un membre de la Commission peut assister aux réunions du Conseil des gouverneurs de la BCE.

La rédaction des Traités de l'Union européenne et de Fonctionnement de l'Union européenne s'est avérée suffisamment flexible pour permettre à la BCE de faire évoluer son action au cours des dernières années tout en réussissant à l'inscrire à l'intérieur du cadre légal de façon à ce que les nombreux recours qui ont été intentés à l'encontre de son action n'aient pu aboutir.

## LA LUTTE CONTRE LE CHANGEMENT CLIMATIQUE

Jusqu'en 2018, le changement climatique était un sujet très peu abordé par les membres de la BCE. Tout a changé à partir d'un discours intitulé « Politique monétaire et changement climatique » de Benoît Coeuré en 2018 : il y assimilait les chocs climatiques à des chocs d'offre impliquant une croissance plus faible et une inflation plus élevée, et qui posent donc un dilemme aux banquiers centraux entre la stabilisation

de l'inflation et de la croissance. L'implication de la BCE dans la lutte contre le changement climatique a été bien plus forte à partir du mandat de Christine Lagarde, qui a qualifié la crise climatique de « menace existentielle ». Depuis la revue stratégique de 2021, la BCE prend en compte explicitement les risques climatiques dans son évaluation des risques pour la stabilité financière et dans l'élaboration de sa politique monétaire, qu'il s'agisse des risques physiques ou des risques liés à la transition vers une économie « bas carbone ». Elle a notamment soumis les banques européennes à des stress tests climatiques et a commencé à intégrer des critères climatiques dans la gestion de son portefeuille d'obligations d'entreprises.

## L'AUTONOMIE STRATÉGIQUE EUROPÉENNE, UN CONCEPT IMPORTANT POUR LA BCE

Si l'étendue de la globalisation a souvent été présentée par Mario Draghi comme l'un des facteurs responsables de l'inflation basse des années 2010, Christine Lagarde, qui a pris la tête de la BCE juste avant la crise covid, a régulièrement mis en garde sur les implications pour l'institution des perturbations récurrentes dans les chaînes d'approvisionnement. Elle résume ainsi<sup>3</sup> : « il y a de signes que l'économie mondiale devienne de plus en plus une source de chocs pour l'Europe, plutôt qu'un stabilisateur contre la volatilité. [...] À l'avenir, la volatilité importée devrait augmenter, pas baisser. » Pour faire face à ces développements, les autorités européennes travaillent désormais à renforcer leur autonomie stratégique, notamment via la relocalisation de certaines activités. Ce raccourcissement des chaînes de valeur mondiales aurait évidemment des implications importantes pour la BCE<sup>4</sup> car il affecterait vraisemblablement les prix.

## ET DEMAIN, UNE CIBLE D'INFLATION PLUS ÉLEVÉE ?

Après la revue stratégie de 2021, la BCE a réinterprété son mandat de stabilité des prix en indiquant « viser un objectif d'inflation de 2 % à moyen terme ». Cela dit, il est vraisemblable que la zone euro soit entrée dans une phase d'inflation structurellement plus élevée. La transition énergétique devrait créer un surplus d'inflation, ce que la membre du Directoire Isabel Schnabel appelle la « *greenflation* ». On peut aussi penser que l'inflation sera structurellement plus élevée à cause des évolutions démographiques : la population en âge de travailler en zone euro baisse de plus d'un million de personnes par an et cela va s'accélérer, ce qui donnera naissance à des tensions sur le marché du travail et donc sur les prix. La question du niveau de la cible d'inflation pourrait se poser. Récemment, Christine Lagarde s'est montrée ouverte à un relèvement de la cible d'inflation (peut-être à 3% ?) mais elle a tout de même averti que ce débat ne serait ouvert qu'une fois que l'inflation serait revenue à 2% ...

## DEMAIN, L'EURO NUMÉRIQUE ?

En zone euro, la BCE a lancé en juillet 2021 un projet d'euro numérique et a initié des expérimentations avec différentes technologies. Christine Lagarde a indiqué notamment qu'elle s'attendait à ce qu'un euro numérique soit lancé d'ici 2025. L'euro numérique sur lequel travaille la BCE pourrait correspondre à la mise à disposition des citoyens et des entreprises de monnaie « banque centrale », jusque-là réservée aux seules banques commerciales : « un euro digital serait introduit à côté du cash, il ne le remplacerait pas ». Il ne s'agirait donc pas d'une monnaie parallèle et il serait convertible à la parité avec de la monnaie physique. L'un des objectifs de cet « euro digital » serait d'assurer à chacun un moyen de paiement qui serait sans risque et sans coût. Une décision sur le sujet devrait être prise à l'automne 2023.

1. Comment les années Draghi ont changé la Banque Centrale Européenne, 2019, L. Baldeschi, J. Cohen et B. Drut, éditions Bréal.
2. Article 12 – Titre 5 du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'union économique et monétaire
3. Lagarde C., « A new global map : European resilience in a changing world », discours prononcé le 22 avril 2022
4. Banque de France, 2023, « Autonomie stratégique : quels enjeux pour les banques centrales ? ».

Information :

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site [www.cpram.fr](http://www.cpram.fr) ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

CPR Asset Management, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 – 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.