

La BCE peut-elle créer des milliards d'euros de dettes à l'infini ?

Olivier Passet le 29/06/2020

La crise de 2008 puis celle de la COVID ont placé les banques centrales au cœur du jeu. Le sort du capitalisme se joue en petit comité d'experts, à coup de dispositifs obscurs. Les autorités monétaires deviennent ainsi des instances occultes, dotées de superpouvoirs, reléguant les États au second plan, mais leur offrant en même temps un accès illimité à la liquidité, qui dynamite tous nos repères. J'aimerais, à grands traits, démonter les mécanismes qui sous-tendent l'action de la BCE, (l'Eurosystème en fait, c'est-à-dire le système composé de la BCE et des banques centrales nationales).

Je contournerai ici la cascade d'acronymes techniques qui années après années enrichissent la boîte à outil de la BCE...MRO, LTRO, TLTRO, PELTRO, etc... pour me focaliser sur les trois tendances fortes qui caractérisent son action. Les deux premières renvoient à la mission première de la BCE. Celle qui consiste à prêter aux banques, à travers des opérations de refinancement.

La comparaison des masses à l'actif de l'Euros-système, entre la fin de 2006, c'est-à-dire avant la crise des surprimes et fin juin 2020, permet de mettre à jour une première rupture forte : La BCE a considérablement accru et surtout allongé la durée de ses concours aux établissements de crédit. Elle a cessé de prêter aux banques à haute fréquence et sur des échéances d'une semaine, ce qui était alors son principal mode de refinancement. Elle prête aujourd'hui sur des échéances qui vont de 3 mois à 3 ans. Ce faisant elle sécurise l'horizon des banques en termes de liquidité. Et elle crée l'antidote au syndrome qui les avait tétanisées en 2007 : quand le marché interbancaire s'était totalement gelé, mettant en péril toute la chaîne du crédit.

Deuxième grande tendance que recouvre ces chiffres, la BCE conditionne de plus en plus les montants et le coût des liquidités qu'elle procure aux banques, à leur degré d'activisme en matière de crédit à l'économie. A travers des outils dits « ciblés », elle fait en sorte que plus une banque procure des financements aux ménages (hors logement) et aux entreprises et plus elle a accès à des volumes importants de refinancement, à des taux nettement inférieurs aux conditions de refinancement classiques. Dans sa dernière mouture le dispositif permet aux banques de se refinancer à hauteur de 50% de l'encours des prêts ciblés. Avec deux conséquences : 1/ elle minimise ainsi le risque que la liquidité créée demeure oisive. 2/ les taux très bas de ce refinancement (jusqu'à -1% aujourd'hui) permettent aux banques de dégager de marges d'intérêt encore positive, même dans un contexte de taux zéro... préservant ainsi la rentabilité du système.

La troisième grande tendance est la plus disruptive. La Banque centrale acquière en masse des titres sur les marchés financiers. Des titres de seconde main, contournant l'interdit de prêter directement, à l'émission aux agents non financiers. Ces achats portent sur des titres de banque, d'entreprises, et très majoritairement sur les obligations d'État. C'est de là que vient cette formidable hausse des titres à l'actif de la BCE. Et c'est de là que vient ce sentiment qu'il n'y a plus de limite à la dépense des États, qui fonctionnent à guichet ouvert, sans nécessité d'augmenter les impôts, sans risque de sanction sur les taux d'intérêt. Et c'est là que se situe le superpouvoir de la BCE, par simple jeu d'écriture. C'est ce robinet, qui permet aujourd'hui aux États de prendre à leur charge toutes les pertes de la sphère privée, face au Covid. C'est ce robinet (sans limite, puisque la BCE peut désormais détenir plus d'un tiers de la dette d'un pays) qui constitue l'antidote à une crise sur les spreads comme en 2010. C'est ce robinet qui lui permet d'agir directement sur la formation des taux longs et avec eux de maintenir en apesanteur tous les prix d'actif (action, immobilier etc.).

Mais c'est aussi de là que naît la polémique, comme en témoigne l'arrêt de Karlsruhe de mai. La Banque centrale outrepasserait son mandat. En achetant ces titres, elle prête de fait, modifie considérablement les conditions du marché. C'est enfin de là que naissent toutes les controverses

1/ La BCE porte-t-elle un risque de dépréciation excessif à son actif, qui expose les États qui sont ses actionnaires en dernier ressort ?

2/ Perd-elle toute marge de manœuvre en termes de pilotage monétaire puisque la moindre hausse des taux, l'oblige à déprécier ses encours obligataires à son actif ?

3/ Peut-elle in fine annuler une partie de cette dette au bénéfice des États ? Ces débats sont sans fin... ils renvoient à une zone de flou des textes : si les profits redescendent bien jusqu'aux États actionnaires via les banques centrales nationales, rien n'est dit explicitement sur les pertes... si ce n'est que la BCE doit reconstituer à terme ses fonds propres... et soulèvent in fine une dernière question non tranchée : des fonds propres négatifs empêchent-ils vraiment une banque centrale de fonctionner ?