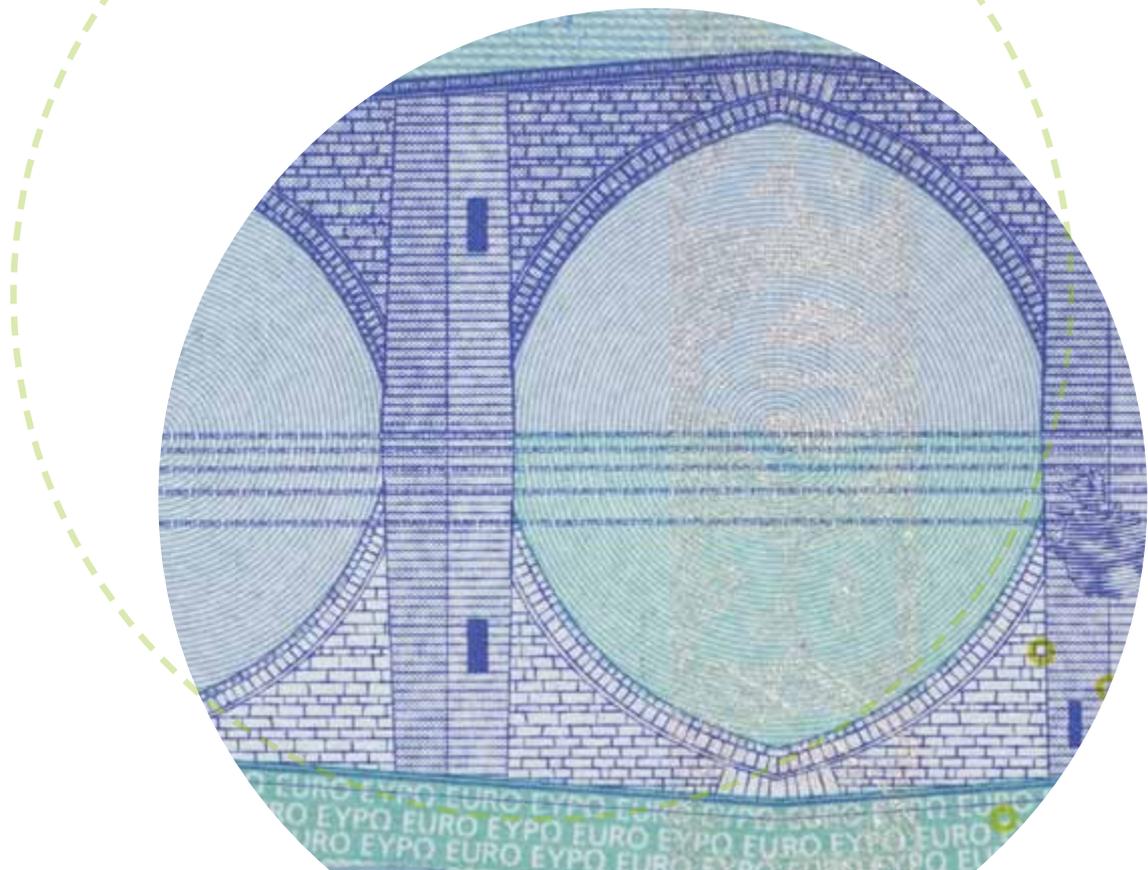


Chapitre 5



Une monnaie stable

1. À quoi sert la monnaie ?

Toute monnaie – l'euro comme le dollar américain ou le yen – remplit trois fonctions principales :

Un moyen d'échange. Sans monnaie, nous serions obligés d'échanger directement des biens et des services contre d'autres biens ou services, c'est-à-dire de faire du troc. La monnaie, qui est acceptée par tous, simplifie les échanges.

Une unité de compte. La monnaie nous permet de comparer la valeur de différents biens et services. C'est l'étalon à l'aide duquel sont exprimés leurs prix. La monnaie permet aussi de comparer l'évolution des coûts, des revenus et des profits. Elle est donc le fondement de la comptabilité, système qui sert à planifier et à prendre des décisions économiques.

Une réserve de valeur. La monnaie est utilisée pour amasser des économies. Qui ne s'est jamais constitué un bas de laine ? La monnaie est la réserve « liquide » par excellence, facilement et rapidement transformable en n'importe quel bien ou service.

2. La masse monétaire

Au fil du temps, la monnaie a pris diverses formes et a eu tendance à se dématérialiser. Aujourd'hui, la masse monétaire est composée de pièces, de billets et, dans une proportion grandissante, de dépôts auprès des banques commerciales. Au sens strict, seuls les dépôts à vue servent de moyens de paiement (par le truchement des virements, des domiciliations, des transferts électroniques, etc.). Mais d'autres avoirs des entreprises et des particuliers auprès des banques commerciales, comme les dépôts d'épargne, peuvent être convertis assez rapidement et sans grands frais en moyens de paiement (on dit qu'ils sont liquides). C'est pourquoi on définit aussi des « masses monétaires » plus larges.

En décembre 2011, l'agrégat monétaire large M3 était de 9 794 milliards d'euros dans la zone euro – qui ne comptait alors que 17 pays –, pour une population d'environ 332 millions d'habitants. Les pièces et les billets représentaient 8,7 % de M3 et les dépôts à vue, 41 %.

Masse monétaire dans la zone euro, décembre 2011
(milliards d'euros)

Pièces et billets (monnaie fiduciaire)	858
Dépôts à vue (monnaie scripturale)	+ 3.999
M1	4.857
Dépôts d'épargne et autres dépôts à court terme	+ 3.813
M2 (M1 + dépôts)	8.670
Titres à court terme	+ 1.124
M3 (M2 + titres à court terme)	9.794

La création de monnaie

C'est en faisant du crédit que les banques créent de la monnaie. La banque centrale prête aux banques commerciales, en fonction notamment de la demande de billets, et celles-ci prêtent à leur clientèle. Cette clientèle redépose une partie de l'argent emprunté auprès de sa banque, et ces dépôts peuvent être utilisés pour de nouveaux crédits. Cet effet multiplicateur est à la base de la création de monnaie par les banques. Les bilans ci-dessous mettent en évidence le lien entre la masse monétaire reprise au passif du bilan des institutions monétaires et le crédit, inscrit à l'actif.

Banque centrale	
Actif	Passif
Or et devises	Billets
Prêts aux banques commerciales	Dépôts des banques commerciales

Banques commerciales	
Actif	Passif
Trésorerie : dépôts auprès de la banque centrale	Prêts de la banque centrale
Crédits à la clientèle	Dépôts de la clientèle
	Obligations
	Fonds propres

3. Qu'est-ce qu'une monnaie stable ?

Une monnaie stable est une monnaie qui remplit au mieux ses fonctions de moyen d'échange, d'unité de compte et de réserve de valeur, en raison de la stabilité de son pouvoir d'achat. Imagine-t-on une unité de mesure qui fluctue fortement dans le temps ? Une réserve de valeur qui fond ?

La mesure la plus courante de l'évolution de la valeur d'une monnaie, de son pouvoir d'achat, est donnée par l'indice des prix à la consommation. Celui-ci reflète les changements que subit le prix total d'un « panier » de biens et de services censés être consommés par un ménage moyen.

Une monnaie est stable lorsque le niveau général des prix, mesuré par l'indice des prix à la consommation, ne varie pas trop. Dans la zone euro, la stabilité des prix a été définie comme étant une hausse annuelle de l'indice inférieure à, mais proche de, 2 % à moyen terme. Une légère progression de l'indice est considérée comme le signe de prix globalement stables.

Dans une économie de marché, il est normal que certains prix augmentent tandis que d'autres baissent, en fonction, entre autres, des progrès différenciés de la productivité (on a vu, par exemple, que le prix des ordinateurs recule sensiblement). La stabilité du niveau général des prix met justement mieux en évidence ces changements de « prix relatifs ».



Une monnaie perd de sa valeur si l'indice des prix à la consommation augmente de manière persistante et sensible : on parle alors d'inflation. Ainsi, si le prix total du « panier » de biens et de services consommés atteint 1.040 euros aujourd'hui alors

qu'il était de 1.000 euros il y a un an, cela signifie que le taux d'inflation annuel est de 4 % : le « coût de la vie » s'est accru, et le pouvoir d'achat de l'euro détenu par le consommateur moyen s'est réduit. Si, au contraire, l'indice des prix à la consommation baisse de manière persistante et sensible, on parle de déflation.

4. Une monnaie stable : pourquoi ?

L'inflation et la déflation sont des maladies de la monnaie, qui font du tort à la vie économique.

Ainsi, l'inflation modifie subrepticement la valeur réelle des contrats et de l'épargne, provoquant une redistribution des revenus et des patrimoines. Cette redistribution fait des perdants et des gagnants :

- Ceux qui ont épargné sous la forme de monnaie ou de titres à revenu fixe (comme les obligations) sont perdants puisque le pouvoir d'achat de leur capital s'effrite.
- Ceux qui ont emprunté à un taux fixe sont gagnants si leurs ressources financières s'ajustent à la hausse des prix, puisque la charge de leur dette décroît par rapport à celles-ci.
- L'augmentation des prix érode le pouvoir d'achat des salariés. Ceux-ci réclament alors des hausses de salaires. En cas de dépassement de l'indice pivot, ils obtiennent parfois une indexation automatique, plus ou moins complète, qui lie les salaires à l'indice des prix à la consommation. En Belgique, les salaires sont liés à l'« indice-santé » (indice des prix à la consommation dont on a retiré certains prix, comme ceux du tabac et de l'essence), avec un décalage dans le temps. La hausse des salaires provoque à son tour celle des prix.

Contrairement à la redistribution des revenus par l'impôt et les dépenses publiques, la redistribution par l'inflation n'est pas démocratiquement décidée. Elle est aveugle et risque fort d'être injuste. Elle frappe avant tout ceux qui ont eu confiance dans la stabilité de la valeur de la monnaie.

L'inflation nuit non seulement à l'équité mais aussi à l'efficacité économique : elle ne modifie pas que la répartition des revenus, elle finit également par en réduire la croissance. En effet, elle provoque une incertitude et une perte de confiance qui pèsent sur l'investissement, sur l'activité économique et sur l'emploi :

- Les entreprises ont du mal à prévoir l'évolution de leurs prix et de leurs coûts, à planifier leurs investissements et à prendre les bonnes décisions. Ainsi, comment savoir si le renchérissement d'un produit lui est spécifique – ce qui justifierait de consacrer plus de ressources à sa production – ou reflète l'élévation du niveau général des prix ? L'inflation brouille l'information contenue dans le système des prix.
- Les prêteurs exigent des taux d'intérêt plus élevés, comportant une « prime de risque » d'inflation. La situation des emprunteurs – notamment des entreprises qui cherchent à financer leurs investissements – finit ainsi par se détériorer.

Lorsque l'inflation s'emballe et atteint des niveaux vertigineux, on parle d'hyperinflation, comme en Allemagne en 1922 et 1923 : la création de monnaie augmentait et les prix s'envolaient. Le taux d'inflation y a atteint le niveau impressionnant de 3,25 millions de % sur une base mensuelle. Cette hyperinflation a gravement ébranlé l'ordre social. Tous les Allemands qui avaient économisé en billets étaient ruinés. Seuls les mieux informés et les plus riches pouvaient se prémunir contre l'inflation, par exemple en plaçant leurs avoirs à l'étranger. Des exemples plus récents de pays qui ont été (ou sont) confrontés à de l'hyperinflation sont l'ex-Yougoslavie (1993) et le Zimbabwe (2006-2009).



Banc constitué de marks allemands ayant perdu toute leur valeur (Carl Valentin, 1923).



Enfants jouant avec des billets sans la moindre valeur, Allemagne 1923.

La déflation est, elle aussi, nocive pour l'activité économique. Comme l'inflation, elle suscite une redistribution aveugle des revenus et des patrimoines, une incertitude accrue et une perte de confiance. Une spirale déflationniste entraîne une contraction redoutable de l'activité : la baisse des prix met les entreprises en difficulté et les force à licencier du personnel ; face à la montée du chômage, les ménages réduisent leurs achats de biens de consommation, et ce recul de la demande

provoque une nouvelle contraction de l'activité, qui pèse à son tour sur les prix ; les particuliers et les entreprises endettés sont confrontés à une dette dont la charge devient insupportable compte tenu de la baisse des revenus.

C'est donc la stabilité des prix qui offre les meilleures conditions d'une croissance durable et créatrice d'emplois, tout en protégeant le pouvoir d'achat de ceux qui ont confiance en la monnaie.

L'hyperinflation allemande vue par Stefan Zweig

« J'ai vécu des journées où je payais le matin 50.000 marks pour un journal et le soir 100.000 ; celui qui avait de l'argent étranger à changer répartissait le change entre les diverses heures du jour, car à quatre heures il recevait un multiple de ce qu'il aurait obtenu soixante minutes auparavant. (...) On trouvait des billets de 100.000 marks dans le ruisseau : un mendiant les avait jetés avec dédain ; un lacet de soulier coûtait plus cher que précédemment un soulier. »

Stefan Zweig, *Le Monde d'hier*, 1941.

La terrible déflation des années 1930 aux États-Unis

Dans l'optimisme des années 1920, les banques aux États-Unis accordent beaucoup de crédits à ceux qui désirent acheter des actions à la bourse de Wall Street. En octobre 1929, c'est le krach : les cours des actions chutent brutalement. Les débiteurs sont incapables de rembourser leurs crédits, des banques font faillite et ruinent à leur tour leurs déposants. La demande de biens et de services se contracte, les prix baissent, et une spirale déflationniste s'enclenche, mettant en faillite de nombreuses entreprises. Le chômage atteint des niveaux sans précédent.

La crise ébranle sérieusement les économies, et ses conséquences contribuent à la montée du nazisme en Europe. Aux États-Unis, l'intervention de l'État, le « New Deal » du président Roosevelt, permet de mettre un terme à la déflation.

5. Les causes de l'inflation et de la déflation

Très tôt, les observateurs de la vie économique réalisent que si la masse monétaire devient trop abondante par rapport aux biens et aux services produits, l'inflation se développe et érode la valeur de la monnaie. Au XVI^e siècle, l'afflux de métaux précieux en provenance du Nouveau Monde a ainsi provoqué une phase d'inflation en Europe.

Si, au contraire, la monnaie devient trop rare par rapport aux biens et aux services produits, la déflation en augmente la valeur. La Grande

Dépression des années 1930 aux États-Unis est allée de pair avec une contraction de la masse monétaire.

D'autres économistes mettent plutôt l'accent sur les marchés des biens et des services et sur celui du travail, où se forment les prix et les salaires. L'inflation peut être alimentée par une demande excessive de biens et de services par rapport aux capacités de production ou par une hausse des coûts (matières premières, coûts salariaux).



En octobre 1944, la foule attend patiemment devant la Banque nationale de Belgique pour échanger ses anciens billets contre de nouveaux. Dessin de D. Piryns.

L'expérience amère de la stagflation des années 1970

Dans les années 1960, on pensait qu'un peu d'inflation mettait « de l'huile dans les rouages » de la croissance économique et qu'en acceptant plus d'inflation, on pouvait obtenir moins de chômage. Or, l'expérience des années suivantes a montré que l'inflation finissait par perturber l'activité économique.

Dans l'ensemble des pays industrialisés, l'inflation a commencé à s'accélérer dès la fin des années 1960, sous l'impulsion notamment de la création de monnaie aux États-Unis, où la demande était stimulée par les dépenses publiques (financement de la guerre du Viêtnam). L'inflation a atteint un sommet après le premier choc pétrolier de 1973, à la suite de la guerre israélo-arabe du Kippour. Le renchérissement du pétrole a entraîné une spirale de hausse des prix et des salaires. Un deuxième choc pétrolier, en 1979-1980, a provoqué un nouvel envol de l'inflation.

Il est alors devenu évident que l'inflation n'était pas un stimulant mais un obstacle à une croissance durable : la croissance est restée faible en Belgique de 1975 à 1985, et le chômage s'est accru. La coexistence de l'inflation et d'une stagnation de l'activité économique a été nommée « stagflation ».

De plus, les prêteurs, échaudés, ont exigé des taux d'intérêt plus hauts sur les prêts à long terme afin de compenser le risque d'érosion par l'inflation : les années 1980 ont vu la « revanche des rentiers ». Les taux élevés ont compliqué la situation de l'État, dont la dette s'est accrue, et ont freiné l'investissement des entreprises.

Il a fallu attendre les années 1990 pour que la maîtrise de l'inflation et les assainissements budgétaires ramènent les taux d'intérêt à long terme en Europe à des niveaux plus proches de ceux qui prévalaient avant la flambée des prix.

Mais les économistes s'accordent pour reconnaître que les mouvements du niveau général des prix ne peuvent persister sans accompagnement monétaire. On dit que l'inflation est « à moyen terme, un phénomène essentiellement monétaire ».

6. Une monnaie stable : comment ?

La banque centrale, gardienne de la monnaie, a une responsabilité particulière dans le maintien de la stabilité des prix. Pourtant, elle ne contrôle pas directement les prix. Elle ne contrôle même pas directement la masse monétaire : aujourd'hui, les billets n'en représentent qu'une faible part (7,7 % fin mars 2009) et sont émis en fonction de la demande. Dans nos économies caractérisées par un système financier développé, la masse monétaire

évolue en fonction des décisions de nombreux acteurs qui, par exemple, désirent placer leurs économies en dépôts à court terme, compris dans la masse monétaire, ou en obligations à long terme. Ce que la banque centrale contrôle, le principal instrument de sa politique monétaire, c'est le taux d'intérêt auquel elle accorde des prêts à très court terme aux banques commerciales. En modifiant son taux d'intérêt, la banque centrale influence aussi les taux pratiqués par les banques commerciales.

Face à une menace d'inflation, la banque centrale relèvera son taux d'intérêt. La hausse de l'ensemble des taux d'intérêt freinera l'expansion du crédit et de la masse monétaire et modèrera la demande de biens et de services, enrayant ainsi l'augmentation des prix. Au contraire, en cas de risque de déflation,



la banque centrale abaissera son taux d'intérêt, de manière à éviter la diminution des prix.

Examinons en détail ces mécanismes :

Comment la banque centrale doit-elle réagir aux chocs économiques ?

La banque centrale doit analyser un grand nombre d'informations économiques pour juger de l'évolution probable des prix et des risques pour leur stabilité (voir point 7). Par contre, elle ne doit pas attendre que l'inflation ou la déflation soit déjà en cours pour agir, car ses décisions n'influencent les prix qu'avec un certain délai.

Isolons quelques informations en supposant – ce qui n'est pas le cas dans la vie réelle – que tout le reste ne change pas.

Premier exemple : la dernière enquête auprès des ménages et des chefs d'entreprise fait apparaître une amélioration de la confiance, qui atteint un niveau sans précédent ; le climat d'optimisme est favorisé par une forte croissance

de l'activité économique et un faible taux de chômage. Nous voici dans un cas classique de surchauffe : les capacités de production sont utilisées à plein régime, la demande excède l'offre, ce qui fait grimper les prix ; les salaires augmentent à leur tour en raison de la pénurie de main-d'œuvre. La banque centrale doit relever son taux d'intérêt en vue de freiner la demande.

Deuxième exemple : les tensions croissantes au Moyen-Orient, la progression de la demande et la diminution des réserves de pétrole ont fait grimper le prix du baril de 90 à 140 dollars. Un tel « choc pétrolier », s'il est durable, a un double effet sur notre économie. D'une part, il pousse les coûts à la hausse et se répercute sur les prix, directement (prix de l'essence) et indirectement (prix des biens produits en utilisant de l'énergie), risquant d'enclencher une spirale de hausse des salaires et des prix. D'autre part, il appauvrit l'économie dans son ensemble, et cette réduction du revenu réel déprime la demande intérieure et ralentit la croissance.

Bilan consolidé et simplifié de l'Eurosystème

(situation au 25 mai 2012, milliards d'euros)

Actif		Passif	
Facteurs autonomes de liquidité		Facteurs autonomes de liquidité	
Actifs externes nets	675,6	Billets en circulation	879,8
Autres facteurs autonomes (nets)	26,9	Dépôts des administrations publiques	143,0
Instruments de politique monétaire		Comptes courants	
Opérations principales de refinancement	37,9	Réserves obligatoires	106,6
Opérations de refinancement à plus long terme	1.061,8	Avoirs en compte courant détenus en sus des réserves obligatoires -16,6	
Programmes d'achat d'obligations sécurisées et programme pour les marchés de titres	280,6	Instruments de politique monétaire	
Facilité de prêt marginal	2,1	Dépôts à terme	212,0
Total	2.084,9	Opérations de réglage fin (nettes)	0,0
		Facilité de dépôt 760,1	
		Total	2.084,9

Source: BCE.

Même si une hausse temporaire des prix est tolérable, il arrive souvent que le risque de hausse plus persistante prédomine et que la banque centrale doit relever son taux d'intérêt pour assurer la stabilité des prix.

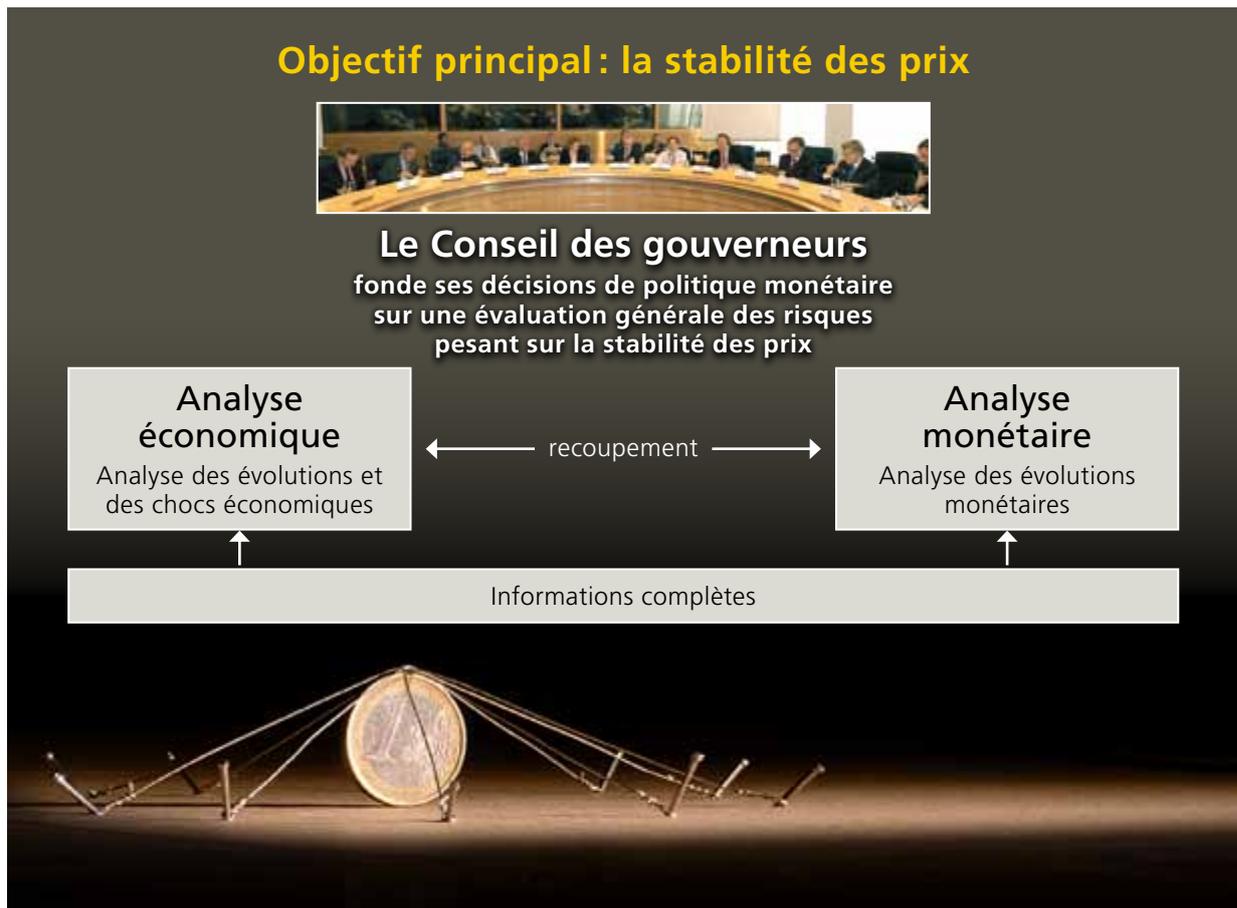
Troisième exemple : le Conseil des ministres a approuvé un important plan d'assainissement des finances publiques. De fortes réductions de dépenses ainsi que le relèvement de certains impôts ont été annoncés. Le budget de chaque service public fédéral a été limité. Ces mesures ont été adoptées au cours d'une période de ralentissement de l'activité économique. Des mesures similaires ont été prises en Allemagne et en Italie, après les plans déjà annoncés dans plusieurs autres pays de la zone euro. La BCE pourrait réagir à cette vague de mesures d'austérité budgétaire et à leurs effets sur l'activité en abaissant son taux d'intérêt. Les banques commerciales répercuteront cette baisse sur les taux d'intérêt qu'elles proposent à leurs clients. Cette diminution des taux d'intérêt rendra les emprunts moins coûteux, donc plus accessibles, tant pour les entreprises que pour les particuliers, ce qui favorisera la progression des crédits. En revanche, les taux d'intérêt étant bas, il deviendra moins intéressant

d'épargner : mieux vaudra donc dépenser. En encourageant le crédit et en décourageant l'épargne, cette décision poussera les ménages à relancer leur consommation de biens et de services.

Comment la banque centrale influence-t-elle les taux d'intérêt ?

La banque centrale est la « banque des banques ». Les banques commerciales doivent emprunter auprès d'elle, comme le montre le bilan ci-dessus. En effet, la banque centrale a le monopole de l'émission des billets que les banques commerciales doivent pouvoir fournir à leur clientèle. En outre, celles-ci détiennent un compte courant auprès de la banque centrale, par l'intermédiaire duquel elles règlent leurs dettes réciproques. Enfin, la banque centrale peut exiger que les avoirs détenus sur ce compte atteignent un montant minimum : ce sont les réserves obligatoires.

Les prêts de la banque centrale aux banques commerciales sont en général à très court terme (une semaine). Le taux d'intérêt de ces prêts influence sensiblement sur ceux que les banques appliquent aux prêts à court terme qu'elles se font entre elles : les taux du marché monétaire.



Sur le marché des obligations, les taux d'intérêt à plus long terme suivent souvent les mouvements des taux à court terme de manière atténuée, mais peuvent parfois réagir différemment.

Enfin, ces taux de marché à court et à long termes influencent à leur tour les taux bancaires: ceux que les banques appliquent aux crédits qu'elles octroient à leur clientèle et aux dépôts qu'elles collectent.

7. La politique monétaire de l'Eurosystème

Depuis le 1^{er} janvier 1999, l'Eurosystème, sous la direction du Conseil des gouverneurs de la BCE, conduit la politique monétaire unique de la zone euro en vue de maintenir la stabilité des prix. L'Eurosystème comprend la BCE ainsi que toutes les banques centrales nationales des pays de la zone euro.

Quels objectifs ?

Le traité de Maastricht assigne à l'Eurosystème l'objectif principal de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a défini plus précisément cet objectif comme une progression annuelle de l'indice des prix inférieure à, mais proche de, 2 %. La stabilité des prix doit être préservée à moyen terme : le niveau général des prix subit des fluctuations à court terme hors du contrôle de l'Eurosystème, et les actions de celui-ci n'influencent les prix qu'après un certain temps. L'orientation à moyen terme de sa politique autorise en outre l'Eurosystème à réagir de manière graduelle et mesurée à certaines perturbations économiques imprévues.

Le traité stipule que l'Eurosystème, sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à

la réalisation d'objectifs tels que la croissance, l'emploi ou la cohésion économique et sociale. La condition restrictive exprimée par les mots « sans préjudice » indique sans ambiguïté quel est l'objectif primordial. C'est en créant un environnement de stabilité que la politique monétaire contribue le mieux à la croissance et à l'emploi.

Il arrive d'ailleurs fréquemment que des actions nécessaires au maintien de la stabilité des prix servent d'autres objectifs, tels que la stabilisation de l'activité économique et celle du secteur financier. Ainsi, les risques pour la stabilité des prix sont souvent liés à la conjoncture économique: si un recul de l'activité accroît le risque de baisse des prix, l'Eurosystème réduira les taux d'intérêt, ce qui soutiendra la demande.

Contrairement à la politique monétaire menée dans la plupart des pays de l'Union européenne avant l'union monétaire, la politique de l'Eurosystème n'assigne pas de rôle privilégié au cours de change, car la zone euro constitue une vaste économie dont les échanges extérieurs ne représentent qu'environ 15 % de la demande totale de biens et de services. Le cours de change de l'euro n'est pas pour autant négligé: l'incidence de son évolution sur les prix intérieurs est dûment prise en compte.

Quelle stratégie ?

Le premier élément de la stratégie est la définition donnée à la stabilité des prix: principal objectif de la politique monétaire (voir point précédent). Cela donne un point d'ancrage clair aux anticipations relatives à l'évolution des prix et aide le public à évaluer les décisions prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

Outre cette définition, la stratégie de l'Eurosystème repose sur l'analyse de l'ensemble de l'information disponible permettant au Conseil des gouverneurs de réagir à temps aux évolutions qui constituent une menace pour la stabilité des prix. L'analyse est organisée en deux piliers, qui correspondent à des approches complémentaires – réelle et monétaire – de l'évolution des prix et de ses causes. D'une

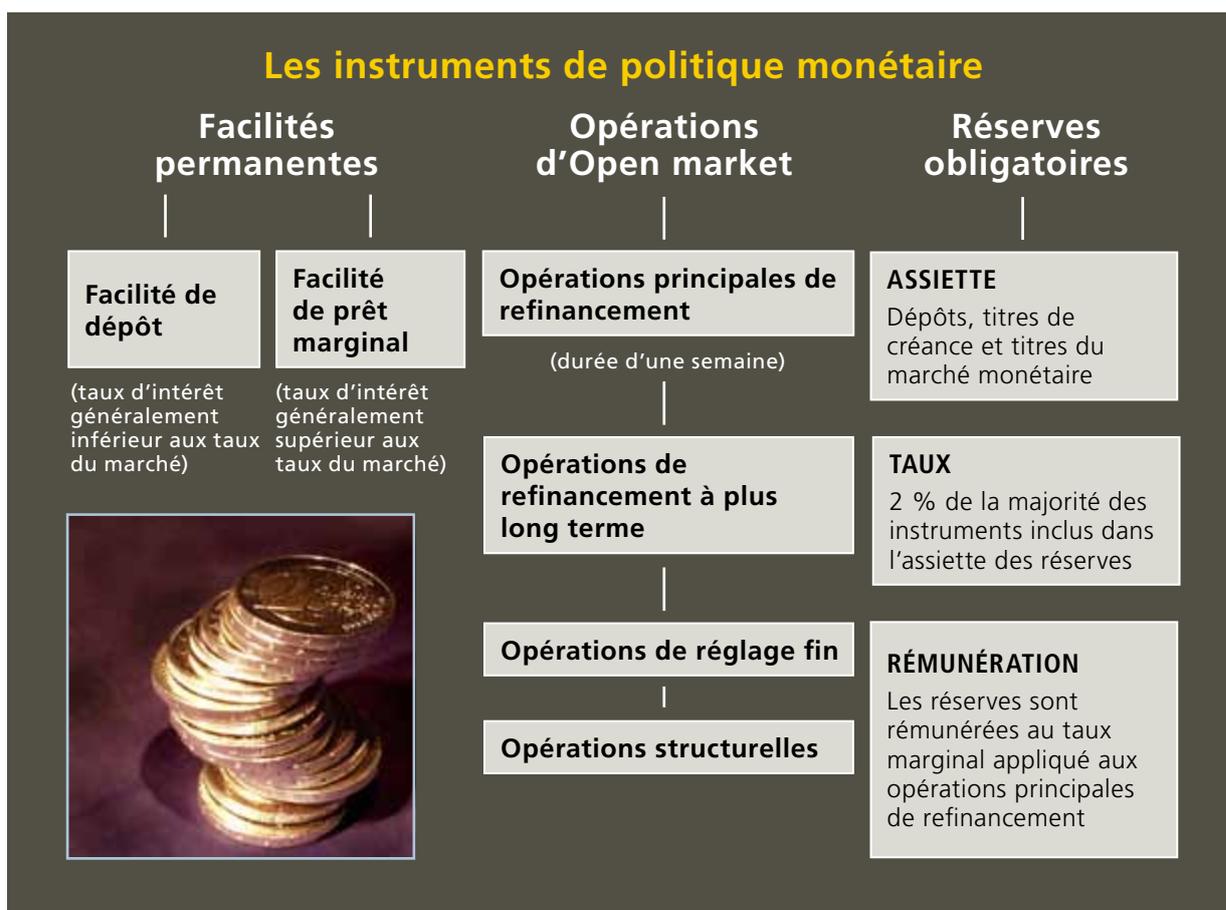
part, le Conseil des gouverneurs évalue les perspectives d'évolution des prix à court et à moyen termes sur la base d'une large gamme d'indicateurs à caractère précurseur: indicateurs conjoncturels, prix des matières premières, cours de change, coûts salariaux, informations relatives à la politique budgétaire, etc. Il prend aussi en considération les prévisions effectuées par les services de l'Eurosystème. Toutes ces informations lui permettent d'analyser les chocs d'offre et de demande et la façon dont réagit l'économie de la zone euro, et par conséquent de se forger une opinion sur les risques pesant sur la stabilité des prix.

D'autre part, le Conseil des gouverneurs analyse les données monétaires et, en particulier, l'évolution de l'agrégat large M3, dont la relation avec l'évolution des prix dans la zone euro se révèle assez stable à moyen terme.

Quels instruments et procédures ?

La politique monétaire de l'Eurosystème consiste à modifier les conditions auxquelles les banques commerciales peuvent obtenir des liquidités auprès de leur banque centrale nationale et à influencer de cette manière les taux d'intérêt des crédits à court terme.

Dans la zone euro, en temps normal, les prêts de l'Eurosystème aux banques commerciales s'effectuent principalement via une procédure particulière qui consiste à octroyer chaque semaine des crédits pour une durée d'une semaine. Les banques commerciales doivent déposer, en contrepartie, un certain nombre de garanties auprès des banques centrales; soit, pour les banques établies en Belgique, à la Banque nationale. Elles indiquent aussi le montant qu'elles souhaitent obtenir et le taux d'intérêt qu'elles sont prêtes à payer, le taux minimum étant fixé par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Ces offres sont envoyées à la BCE par la Banque nationale comme par les autres banques centrales nationales de l'Eurosystème. La BCE décide des montants qui seront prêtés, en servant d'abord les banques qui ont offert de payer les taux d'intérêt les plus élevés.



Ces adjudications hebdomadaires de crédits (sur appel d'offres), ouvertes aux banques de la zone euro, constituent l'octroi principal de liquidités.

Le taux d'intérêt minimum de ces opérations principales de refinancement est le taux directeur de la politique monétaire.

Les étapes opérationnelles lors d'une procédure d'appel d'offres

- Étape 1:** (lundi, 15 h 30) Annonce de l'appel d'offres
- a. Annonce par la BCE par le biais des agences de presse
 - b. Annonce par les banques centrales nationales et, si nécessaire, directement à certains établissements de crédit
- Étape 2:** Préparation et soumission des offres par les banques
(mardi, 9 h 30) Heure limite de soumission des offres
- Étape 3:** Évaluation des offres par l'Eurosystème
- Étape 4:** Adjudication et annonce des résultats par la BCE
- a. Décision d'adjudication de la BCE
 - b. (mardi, 11 h 15) Annonce des résultats de l'adjudication
- Étape 5:** Notification des résultats individuels de l'adjudication
- Étape 6:** (mercredi, 00 h 00) Règlement de l'opération

Outre à ces opérations, la BCE peut également recourir à des opérations de refinancement à plus long terme, à des opérations de réglage fin et à des opérations structurelles.

De plus, l'Eurosystème offre aux banques de la zone euro deux facilités permanentes, c'est-à-dire la possibilité d'emprunter ou de déposer des fonds pour un jour à des taux d'intérêt préannoncés. Ces taux forment respectivement un plafond et un plancher pour les taux au jour le jour du marché monétaire. Enfin, l'Eurosystème impose aux banques de constituer des réserves obligatoires sous la forme de dépôts en compte auprès des banques centrales nationales, à concurrence de 2 % de certains de leurs passifs.

Les réserves obligatoires augmentent le besoin qu'éprouvent les banques de se refinancer auprès de l'Eurosystème. Étant donné que l'obligation doit être respectée en moyenne sur une période d'un mois, les réserves peuvent varier d'un jour à l'autre et absorber les fluctuations à très court terme de la liquidité, dues par exemple aux variations de la demande de billets. Les réserves obligatoires portent intérêt.

L'Eurosystème peut par ailleurs procéder à des interventions sur le marché des changes, c'est-à-dire à des achats ou à des ventes de devises contre euros.

Les décisions de politique monétaire sont prises par le Conseil des gouverneurs. Seule une telle centralisation permet d'éviter la confusion des signaux de politique monétaire et les distorsions de concurrence. Cependant, la BCE recourt aux banques centrales nationales pour l'exécution des opérations de politique monétaire. Chaque banque centrale nationale demeure l'interlocuteur des établissements de crédit situés sur son territoire.

8. Et la Belgique ?

À partir de 1990, le franc belge a été fermement lié au mark allemand, et la Banque nationale a volontairement renoncé à mener une politique monétaire vraiment autonome, car l'objectif de cours de change était le plus approprié en vue de

maintenir la stabilité des prix. Le 1^{er} janvier 1999, l'abandon de la souveraineté monétaire est devenu formel et irréversible.

Cependant, la Banque nationale participe désormais activement à l'élaboration de la politique monétaire unique. Le gouverneur est membre du Conseil des gouverneurs de la BCE. Les experts de la Banque nationale prennent part aux exercices de prévision de l'Eurosystème et contribuent à l'évaluation de la situation économique et monétaire dans l'ensemble de la zone euro.

Même si l'économie belge ne représente que quelque 4 % de celle de la zone euro, sa forte intégration la rend assez représentative et limite le risque de chocs spécifiques de la Belgique. L'évolution conjoncturelle en Belgique est généralement similaire à celle de l'ensemble de la zone euro et il en va de même de l'évolution des prix. C'est ce qui explique notamment l'intérêt que suscite, même à l'étranger, le baromètre de conjoncture publié par la Banque nationale.

La Banque nationale prend aussi part à l'exécution des opérations de politique monétaire. C'est à elle que s'adressent les banques belges pour participer aux adjudications de crédits de l'Eurosystème ; c'est auprès d'elle que les banques belges détiennent leurs réserves. En outre, la Banque nationale continue à gérer les réserves de change de la Belgique ainsi qu'un portefeuille de titres en euro.

9. Réactions à la crise financière

Mesures de politique monétaire

Au cours de la première phase des turbulences financières, d'août 2007 à septembre 2008, l'Eurosystème a pu agir dans le cadre opérationnel existant. En effet, les instruments disponibles ont permis de faire face à une détérioration des conditions prévalant sur le marché interbancaire (taux plus élevés, garanties plus strictes et forte réduction des échéances). Dans ce contexte, l'Eurosystème a accru son offre de liquidités en procédant à des injections supplémentaires via

les opérations de réglage fin et à des allocations de crédits plus importantes lors des opérations principales de refinancement (crédits à une semaine). Il a également allongé la durée moyenne du refinancement en octroyant des crédits supplémentaires à trois mois à partir d'août 2007 et à six mois à partir de mars 2008. Enfin, des accords de Swap conclus avec des banques centrales étrangères ont permis à l'Eurosystème de fournir des liquidités en devises aux banques de la zone euro.

La défaillance de Lehman Brothers en septembre 2008 a provoqué le blocage quasi complet du marché interbancaire et a brusquement aggravé la crise financière, suscitant une récession mondiale et faisant refluer les menaces inflationnistes. En conséquence, le Conseil des gouverneurs a fortement assoupli la politique monétaire, en abaissant le taux directeur jusqu'à un niveau sans précédent et en prenant des mesures supplémentaires, non conventionnelles, pour sauvegarder la liquidité des banques et soutenir le crédit. Le Conseil des gouverneurs a ainsi décidé que les opérations de refinancement seraient effectuées à taux fixe et que les soumissions des banques seraient intégralement acceptées. L'Eurosystème a dès lors adapté la gestion des garanties déposées par les établissements de crédit et a plus que doublé la liste des actifs éligibles. Il a approfondi sa politique de soutien renforcé du crédit à partir de juin 2009.

Crédits d'urgence

Le climat de méfiance généralisée a soumis certains établissements de crédit à des pressions particulièrement fortes. Comme d'autres banques centrales, la Banque nationale a dû fournir, pendant une période limitée, des liquidités d'urgence à des institutions présentant un risque systémique dans la mesure où leurs difficultés pouvaient avoir un effet de contagion sur l'ensemble du système financier belge, voire européen.

Il a fallu recourir pour la première fois à la fourniture de liquidités d'urgence (FLU) afin d'accorder des crédits au jour le jour en euro et en dollar des États-Unis pour des montants exceptionnels.

En leur qualité de prêteurs en dernier ressort, les banques centrales accordent des liquidités d'urgence de façon discrétionnaire à des établissements de crédit solvables mais devant faire face à des problèmes de liquidité temporaires. Ces opérations sortent du cadre normal des opérations de politique monétaire. En effet, lorsqu'une banque demande à pouvoir bénéficier d'une FLU, c'est qu'elle a épuisé toutes les possibilités d'obtenir des crédits auprès de l'Eurosystème. Les FLU se font à des conditions pénalisantes et moyennant des garanties qui n'auraient pas été acceptées lors des opérations conventionnelles de l'Eurosystème. La Banque nationale a donc dû procéder à un examen approfondi de ces garanties.



Le Conseil des gouverneurs de la BCE – novembre 2013.

Inflation

Années	Indice des prix à la consommation (1914 = 100)	Pourcentage des variations sur 10 ans	Valeur en BEF de 1 BEF de 1835	Valeur en EUR de 1 BEF (0,0248 EUR) de 1835
1835	88	n.	1,0	0,02
1840	96	n.	1,1	0,03
1850	88	-8	1,0	0,02
1860	100	14	1,1	0,03
1870	101	1	1,1	0,03
1880	99	-2	1,1	0,03
1890	90	-9	1,0	0,03
1900	89	-1	1,0	0,03
1910	92	3	1,1	0,03
1920	455	395	5,2	0,13
1930	874	92	9,9	0,25
1939 p.m.	770	-12	8,8	0,22
1940	n.	n.	n.	
1950	2 744	246	31,2	0,77
1960	3 320	21	37,7	0,94
1970	4 469	35	50,8	1,26
1980	9 094	104	103,3	2,56
1990	14 184	56	161,2	4,00
2000	17 380	23	197,5	4,90

		Pourcentage de variation sur 1 an		
2002	18 102	1,6	205,7	5,10
2003	18 390	1,6	209,0	5,18
2004	18 775	2,1	214,5	5,32
2005	19 298	2,8	219,3	5,44
2006	19 643	1,8	223,2	5,53
2007	20 001	1,8	227,3	5,63
2008	20 899	4,5	237,5	5,89
2009	20.888	-0,1	237,4	5,88
2010	21.345	2,2	242,6	6,01
2011	22.099	3,5	251,1	6,22

n. : non disponible
p.m. : pour mémoire

Sources: 1835-1913: Bulletin de l'Institut des Sciences économiques (mai 1937).
1920-1938: Indices du ministère de l'Emploi (Revue du travail et Moniteur belge).
1939... : Indices du Service public fédéral Économie, PME, Classes moyennes et Énergie.

Calculs: Banque nationale de Belgique.

Exemple de communiqué de presse de la BCE

3 mai 2012 – Décisions de politique monétaire

Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour à Barcelone, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés, à respectivement 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

Le président de la BCE commentera ces décisions lors d'une conférence de presse qui commencera aujourd'hui à 14 h 30 (heure d'Europe centrale).

Pour en savoir plus

- Bulletins mensuels de la BCE (www.ecb.int)
- Déflation, démon d'un lointain passé ou réel danger pour le présent?, BNB, Revue économique, septembre 2009
- Dix ans d'union monétaire: une rétrospective, BNB, Revue économique, décembre 2008
- La Banque centrale européenne – Histoire, Rôle et Fonctions, BCE, 2006 (www.ecb.int)
- La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro, BCE, janvier 2012 (www.ecb.int)
- La politique monétaire de la BCE, BCE, 2011 (www.ecb.int)
- L'écart d'inflation entre la Belgique et les trois principaux pays voisins et ses répercussions possibles sur la compétitivité, BNB, Revue économique, décembre 2010 (www.bnb.be)
- Leçons de la crise: politique monétaire et stabilité financière, BNB, Revue économique, septembre 2010 (www.bnb.be)
- Pourquoi la stabilité des prix est-elle importante pour vous?, BCE, 2011, (www.ecb.int)
- Rapports annuels de la Banque nationale de Belgique (www.bnb.be)
- Internet: www.bnb.be/pub/Home.htm?l=fr
www.ecb.int/ecb/educational/movies/mopo/html/index.fr.html
www.ecb.int/ecb/educational/movies/mopoinstr/html/index.fr.html
www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_003.fr.html
www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_004.fr.html
- Fiches d'information: L'inflation, p. 101
 L'indice des prix à la consommation – L'IPCH – L'indice-santé, etc, p. 102
 Qui crée la monnaie?, p. 111