

Flash Economie

13 mai 2020 - 582

L'arrêt de la Cour de Karlsruhe révèle l'ambiguïté du comportement de la BCE

La Cour Constitutionnelle allemande a demandé le 5 mai 2020 à la BCE de justifier la conformité de ses actions à son mandat, qui est la stabilité des prix. Les juges de Karlsruhe veulent que la BCE démontre qu'elle n'a pas dérogé à son mandat et aux traités européens en mettant en place depuis 2015 des programmes massifs d'achat de dette publique, que ces programmes visaient bien à remplir le mandat de la BCE (inflation voisine de 2%) et non à financer directement les Etats de la zone euro.

Mais l'arrêt de la cour de Karlsruhe souligne l'ambiguïté, sinon l'hypocrisie, du comportement de la BCE. En réalité, elle monétise les dettes publiques pour assurer la solvabilité des Etats ; qu'elle achète des dettes publiques sur le marché secondaire et pas sur le marché primaire ne change rien au fait qu'il s'agit de monétisation.

La création monétaire sert bien à faciliter le financement des Etats, à éviter des crises de la dette, pas à ramener l'inflation à 2%. Tant que l'inflation reste faible, cependant, la BCE pourra continuer à prétendre que son objectif est bien de la ramener à 2%. Mais il faut réfléchir aux risques inflationnistes liés à la crise du coronavirus.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

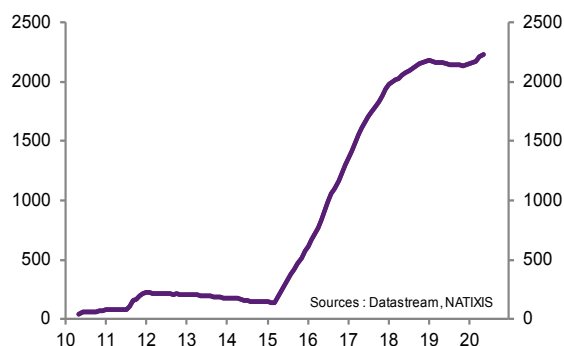
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Quel a été l'objectif des achats de dette publique par la BCE ?

Depuis le début du Quantitative Easing en 2015, la BCE a acheté une quantité considérable de dette publique (graphique 1).

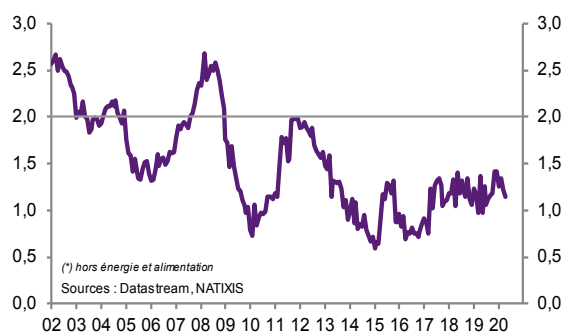
Graphique 1
Zone euro : encours de dette publique détenu par la Banque Centrale (Md d'€)



La Cour de Karlsruhe demande à la BCE de montrer que ces achats correspondaient bien au mandat de la BCE, de ramener l'inflation vers l'objectif de 2%, et qu'il ne s'agissait pas d'une monétisation des dettes publiques.

La BCE répondra bien sûr que **sur cette période l'inflation sous-jacente de la zone euro est restée tout le temps inférieure à 2%** (graphique 2).

Graphique 2
Zone euro : inflation sous-jacente* (GA en %)



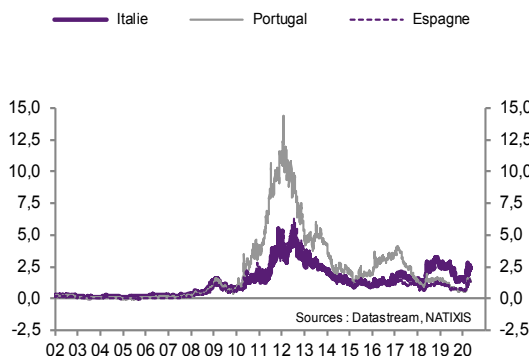
Mais en réalité, l'objectif de la BCE a bien été d'assurer la solvabilité des Etats en monétisant les dettes publiques.

La BCE a bien rétabli la solvabilité des Etats

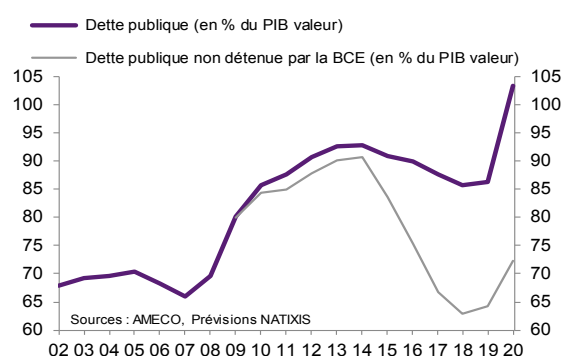
Quel a été vraiment l'objectif du Quantitative Easing ?

Il s'agit bien d'une réponse à **l'ouverture des spreads de crédit des pays périphériques de la zone euro** de 2010 à 2014 (graphique 3) : les achats de dette publique par la BCE réduisent la dette publique qui doit être détenue par les épargnants-investisseurs privés (graphique 4) et font reculer les spreads de crédit.

Graphique 3
Ecart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat avec l'Allemagne (en %)



Graphique 4
Zone euro : dette publique et dette publique non détenue par la BCE (en % du PIB valeur)



Sans cette intervention de la BCE, la hausse des taux d'intérêt des pays périphériques aurait conduit à la perte de solvabilité budgétaire de ces pays et à l'explosion de l'euro.

Que les achats de dette publique aient lieu sur le marché secondaire et pas sur le marché primaire ne change rien à la réalité : **depuis 2015, la BCE monétise les dettes publiques, assure un financement monétaire des déficits publics.**

Synthèse : tant que l'inflation reste faible, l'arrêt de la Cour de Karlsruhe ne posera pas de problème à la BCE

L'arrêt de la Cour de Karlsruhe révèle une réalité : l'objectif réel de la BCE depuis 2015 est d'assurer la solvabilité budgétaire des Etats de la zone euro, de faciliter leur financement, d'éviter une crise de la dette, et pas de ramener l'inflation vers 2%.

Tant que l'inflation de la zone euro restera nettement inférieure à 2%, cependant, la BCE pourra continuer à dire qu'elle se situe bien dans le cadre de son mandat.

Une difficulté évidente apparaîtrait si l'inflation de la zone euro revenait au niveau de 2% ou au-delà de 2%, car alors la BCE ne pourrait plus utiliser le prétexte du besoin de redresser l'inflation.

Mais **la hausse des coûts de production due aux nouvelles normes sanitaires dues à la crise du coronavirus** pourrait bien faire apparaître en 2021 cette inflation plus forte.