

ANALYSE
FINANCITÉ

AUTEUR
BERNARD BAYOT



UNE POLITIQUE MONÉTAIRE CRÉATIVE, MAIS À QUEL PRIX ?

JUIN 2025



Financité

Cette analyse propose d'étudier l'effet des politiques monétaires « non conventionnelles » opérées par la Banque centrale européenne depuis 2008 et leur effet sur l'inflation.

En quelques mots :

- Le principal outil conventionnel de cette politique monétaire est ce que l'on appelle le taux directeur, c'est-à-dire le taux d'intérêt fixé par une banque centrale pour les prêts qu'elle accorde aux banques commerciales qui en ont besoin.
- L'« assouplissement quantitatif » (quantitative easing ou QE) qui consiste pour la banque centrale à acheter massivement des titres financiers. C'est une manière pour elle d'injecter des liquidités dans l'économie afin d'accélérer l'activité et l'inflation.
- Ces programmes d'achats de titres sont la cause principale (couleur bleu) de la croissance stupéfiante qu'ont connu les bilans des banques centrales de l'Eurosystème ces quinze dernières années.

Mots clés liés à cette analyse : banque centrale, inflation

Introduction

Les banques centrales ont notamment pour mission de préserver la stabilité des prix. Mais comment y parvenir ? La méthode actuelle entraîne des pertes cumulées des banques centrales de la zone euro qui sont estimées à 230 milliards d'euros sur la période 2023-2028 ! Une des raisons principales tient au fait qu'elles offrent un taux d'intérêt élevé sur les dépôts qu'elles reçoivent des banques commerciales. Mais le taux n'est qu'une variable de l'équation, l'autre étant bien sûr le volume de ces dépôts. La croissance qu'ils ont connue est elle-même intimement liée à la politique monétaire créative qualifiée d'« assouplissement quantitatif » menée par les banques centrales depuis 2009. De quoi s'agit-il et quelle appréciation peut-on en faire ?

1 Inflation et taux directeur

La Banque nationale de Belgique (BNB) est la banque centrale de notre pays, dont l'une des missions est de préserver la stabilité des prix. C'est essentiel, notamment en ce qui concerne la justice sociale. Comme le rappelle Luiz Pereira da Silva, le vice-directeur général de la Banque des règlements internationaux (BRI), organisme international surnommé « la banque centrale des banques centrales », l'inflation est l'impôt le plus régressif possible : ça rogne les salaires, ça affecte la vie des plus pauvres, ça pèse sur le pouvoir d'achat des salarié·e·s, ça empêche de se projeter dans l'avenir.¹

¹Eric Albert, « L'inflation est l'impôt le plus régressif possible », Le Monde, 26 juin 2022.

Une politique monétaire créative, mais à quel prix ?

La raison en est simple : nous n'avons pas tous la même consommation. Plus vos revenus sont faibles, plus vous consacrez une part importante de votre budget à l'alimentation. Et, quand les prix augmentent au supermarché, le poids du ticket de caisse n'est pas le même. Même chose pour l'énergie. Or tant l'alimentation que l'énergie sont des dépenses largement inévitables et donc incompressibles. Ce sont donc les plus modestes qui encaissent davantage l'inflation.

La stabilité des prix participe donc de la justice sociale, à côté d'autres objectifs comme le maintien de la compétitivité. Elle est également l'objectif principal de l'Eurosystème qui regroupe la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales des États membres de l'Union européenne ayant adopté l'euro. C'est donc l'autorité monétaire de la zone euro. Chaque banque centrale s'efforce de préserver la valeur de la monnaie en veillant à ce que l'inflation ne soit ni trop élevée ni trop faible et à ce qu'elle demeure stable et prévisible. Dans la zone euro, l'objectif est de tendre vers un taux d'inflation de 2 % à moyen terme.

Le principal outil conventionnel de la politique monétaire est le taux directeur

Le principal outil conventionnel de cette politique monétaire est ce que l'on appelle le taux directeur, c'est-à-dire le taux d'intérêt fixé par une banque centrale pour les prêts qu'elle accorde aux banques commerciales qui en ont besoin. Ce taux directeur influence le taux d'intérêt auquel les banques commerciales prêtent à leur tour à leurs clients, notamment les ménages et les entreprises.

En réalité, la BCE utilise, comme d'autres banques centrales, non pas un mais trois taux directeurs différents : le principal taux directeur est celui qui s'applique aux opérations qui permettent aux banques commerciales d'emprunter à la banque centrale des liquidités pour une durée d'une semaine, le deuxième concerne des emprunts pour 24 heures à un taux plus élevé et le troisième s'applique à la situation inverse, à savoir lorsque les banques commerciales disposent d'un excédent de liquidités qu'elles déposent pour 24 heures auprès de la banque centrale – c'est ce que l'on appelle la facilité de dépôt. Dans les deux premiers cas, l'intérêt est payé par la banque commerciale à la banque centrale, c'est le contraire dans le troisième.

Tant que cette facilité de dépôt se voyait appliqué un taux d'intérêt négatif comme cela a été le cas en zone euro jusqu'en juillet 2022, les banques commerciales payaient donc leur banque centrale pour accueillir leurs liquidités afin qu'elles soient en sécurité auprès de l'Institution à la solvabilité garantie. Depuis lors, ce taux est monté progressivement jusqu'à 4 % en 2023 avant de redescendre ensuite mais en restant toujours positif (2,50 % à compter du 12 mars 2025), ce qui signifie qu'à présent les banques centrales rémunèrent les dépôts des banques commerciales. Ceci a conduit à un transfert de centaines de milliards d'euros sur la période 2023-2028 des banques

Une politique monétaire créative, mais à quel prix ?

centrales vers les banques commerciales et leurs actionnaires, qui contribue aux pertes cumulées de l'Eurosystème estimées à 230 milliards d'euros sur la période 2023-2028.²

Mais le taux n'est qu'une variable de l'équation, l'autre étant bien sûr le volume de ces dépôts. La croissance qu'ils ont connue est elle-même intimement liée à la politique monétaire créative qualifiée d'« assouplissement quantitatif » menée par les banques centrales depuis 2009. De quoi s'agit-il et quelle appréciation peut-on en faire ?

2 Assouplir ou resserrer ?

A côté de l'outil conventionnel de la politique monétaire qui consiste à faire varier le taux directeur, l'Eurosystème en a dégagé un autre, qualifié de non-conventionnel, entendez nouveau et inhabituel.

Il s'agit de l'« assouplissement quantitatif » (quantitative easing ou QE) qui consiste pour la banque centrale à acheter massivement des titres financiers. C'est une manière pour elle d'injecter des liquidités dans l'économie afin d'accélérer l'activité et l'inflation. La politique inverse s'appelle le « resserrement quantitatif » (quantitative tightening ou QT) et consiste pour la même banque centrale à vendre des titres financiers qu'elle avait préalablement acquis ou au minimum à ne pas en acheter de nouveaux lorsque les titres qu'elle possède arrivent à maturité. En retirant ainsi des liquidités en circulation, le QT vise à ralentir l'activité et l'inflation.

Le recours au QE s'est développé durant la crise de 2008. Afin de maintenir des conditions favorables de financement de l'économie, de nombreuses banques centrales, comme la Réserve fédérale américaine (FED), la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre, ont eu recours à cet instrument en complément des mesures conventionnelles, jugées insuffisantes. C'est le cas également de l'Eurosystème qui a commencé à acheter des titres financiers sur les marchés dès 2009.

Mais ces achats se sont intensifiés à partir de 2014 dans le cadre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme ou APP) afin de faire face à la baisse inédite des anticipations d'inflation dans la zone euro. L'ensemble des actifs détenus par l'Eurosystème au titre de l'APP a atteint son niveau le plus élevé en 2022, à près de 3.250 milliards d'euros.

Ensuite, à partir de 2020, dans le contexte de la crise de la Covid-19, a été lancé le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (Pandemic Emergency Purchase Programme ou PEPP) pour permettre aux entreprises et aux États de continuer à se

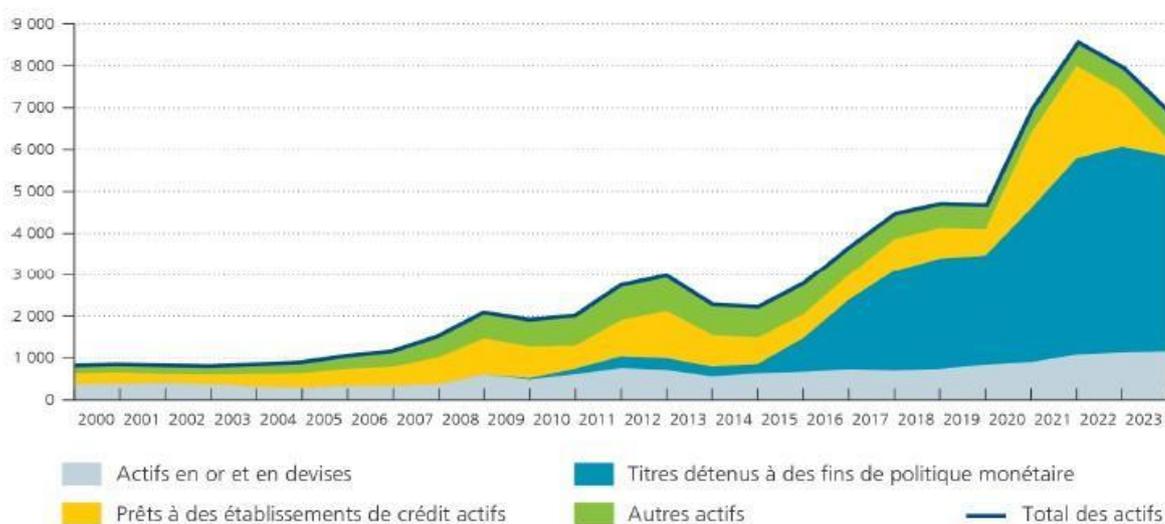
² Bernard Bayot, Le casse du siècle, Financité, avril 2024.

financer avec un taux d'intérêt faible. L'ensemble des actifs détenus par l'Eurosystème au titre du PEPP a atteint son niveau le plus élevé en 2022, à un peu plus de 1.700 milliards d'euros.

Depuis juillet 2022, à la suite du rebond de l'inflation, les banques centrales de la zone euro tendent à revenir à leur politique monétaire traditionnelle, « conventionnelle », les politiques d'assouplissement quantitatif ont été abandonnées. Les banques centrales sont revenues à l'utilisation des instruments traditionnels de la politique monétaire et ont entamé une phase de diminution de la taille de leur bilan au travers du resserrement quantitatif.

Comme le montre le graphique ci-dessous, ces programmes d'achats de titres sont la cause principale (couleur bleu) de la croissance stupéfiante qu'ont connu les bilans des banques centrales de l'Eurosystème ces quinze dernières années.³

Graphique 1 - Bilan de l'Eurosystème: actifs
(milliards d'euros)



Sources: Calculs de la BCE et calculs propres. Données annuelles indiquant les valeurs en fin d'année. Échantillon: 1999-2023.

Posons-nous les questions de l'efficacité de cette politique nouvelle et de ses conséquences.

³ S. El Joueidi, E. Vincent and J. Wauters, Central bank losses: causes and consequences, NBB Economic Review, 2024, n° 8.

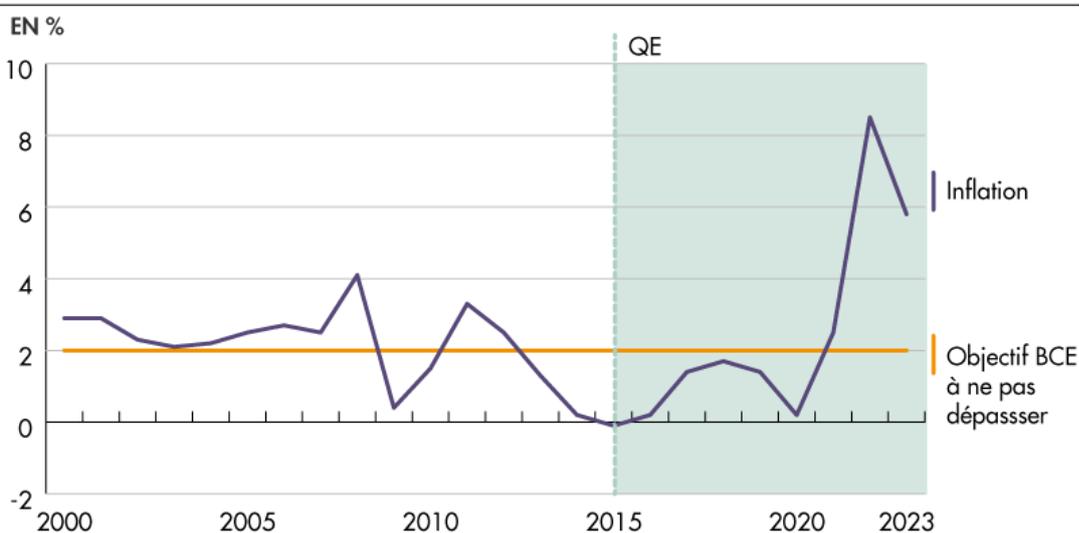
3 Un succès ?

Cette politique de l'assouplissement quantitatif a-t-elle été un succès ? Difficile à dire. Depuis son intensification décidée en 2014 (on voit sur le graphique ci-dessus que c'est à partir de ce moment que les volumes ont réellement augmenté de manière très significative) et jusqu'à la crise sanitaire, l'inflation est restée-en-dessous, parfois largement, de la barre des 2 %.

En revanche, à partir de 2022, elle s'est envolée et a largement dépassé la limite des 2 %, provoquant un sérieux renchérissement du coût de la vie. Rappelons-nous, les prix de l'énergie ont explosé cette année-là à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine, ce qui a provoqué une inflation totale, mesurée sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui s'est établie à 10,3 % en Belgique. C'est le taux d'inflation le plus élevé qu'ait connu notre pays depuis le début des mesures européennes harmonisées !

Tout ceci ne démontre pas l'efficacité de ces programmes d'assouplissement quantitatif. Mais, à l'inverse, toute analyse contrefactuelle est malaisée : on ignore évidemment ce qu'il se serait passé sans cette nouvelle politique...

INFLATION DES PRIX À LA CONSOMMATION DANS LA ZONE EURO



Source : lafinancepourtous.com d'après Banque Mondiale



4 Conséquences

La BNB a perdu 580 millions d'euros en 2022, 3,37 milliards d'euros en 2023 et encore 3,67 milliards en 2024. Une perte de plus de 7,5 milliards en trois ans ! Et ce n'est pas fini, dans son communiqué du 26 mars 2025, la BNB anticipe une perte cumulée d'un montant de 2,8 milliards d'euros supplémentaires dans les cinq prochaines années. Nous en serions donc à près de 10,5 milliards de pertes en 8 ans...

Elle explique qu'il « s'agit principalement de la conséquence du coût de financement des portefeuilles de politique monétaire : les charges d'intérêt sur les dépôts que les établissements de crédits détiennent auprès de la Banque ont augmenté, alors que les actifs, le plus souvent à long terme, qui composent ces portefeuilles étaient assortis de rendements bas lorsqu'ils ont été acquis ».

Il y a donc deux facteurs, la rémunération offerte aux banques commerciales pour leurs dépôts auprès des banques centrales⁴ mais aussi le sujet qui nous occupe ici, à savoir les actifs financiers qui sont détenus par les banques centrales et qui ont connu, ces quinze dernières années, cette croissance stupéfiante que nous venons d'évoquer.

On l'a vu, les deux grands programmes d'assouplissement quantitatif n'ont pas été par le dos de la cuillère puisque, lorsqu'ils ont atteint leur niveau le plus élevé en 2022, l'ensemble des actifs détenus par l'Eurosystème atteignait près de 5.000 milliards d'euros, essentiellement des obligations souveraines, c'est-à-dire des titres de créance émis par les gouvernements nationaux pour financer leurs dépenses publiques.

Problème : la politique monétaire de remontée des taux pour lutter contre l'inflation à partir de 2022 a entraîné la baisse des prix de ces actifs financiers. Pourquoi ? Car, lorsqu'ils ont été émis, ils étaient assortis, comme le rappelle la BNB, de rendements bas, c'est-à-dire de taux d'intérêt inférieurs à ceux pratiqués aujourd'hui. Par exemple, le taux belge à dix ans a évolué autour de zéro entre la mi-2019 et l'automne 2021. Ce sont donc des titres rapportant très peu, parfois rien du tout, voire même, dans certains cas, portant un taux négatif.

Or le taux d'intérêt payé aujourd'hui sur les mêmes obligations de l'État belge dépasse les 3 %. Cette remontée des taux entraîne donc des moins-values pour les banques centrales, qu'elles soient latentes, tant que les titres sont conservés, ou réalisées, au moment où les titres sont arrivés à échéance ou revendus.

Il y a donc un effet mécanique auquel on assiste : d'un côté faible rémunération de la montagne d'actifs détenue par les banques centrales et, de l'autre, des taux d'intérêt

⁴ Bayot, op. cit.

La politique monétaire de remontée des taux pour lutter contre l'inflation a entraîné la baisse des prix des actifs financiers

élevés à payer sur les dépôts qu'elles reçoivent des banques commerciales. Mais n'y a-t-il pas en outre un effet induit ?

En effet, avec les programmes d'assouplissement quantitatif, les investisseurs ont reçu des liquidités des banques centrales en échange des titres qu'ils leur ont vendus. Ils ont pu décider d'investir celles-ci dans d'autres actifs financiers. Mais ils pouvaient tout aussi bien décider de conserver ces liquidités.

C'est le cas, en particulier, des banques de la zone euro qui détenaient un stock important de titres de la dette obligataire des États membres de cette même zone euro. Ces banques pouvaient ainsi apporter une partie des titres qu'elles détenaient aux banques centrales et utiliser les liquidités obtenues pour se désendetter ou les placer dans leurs comptes de réserves à la banque centrale plutôt que de les utiliser pour octroyer davantage de crédits aux entreprises ou aux ménages.

Et donc ce surplus de liquidité, créé par les banques centrales au profit des banques commerciales de la zone euro, s'est retrouvé sur la facilité de dépôt que les mêmes banques centrales mettent à la disposition de ces banques commerciales, offrant ainsi une rente confortable et sans risque au secteur bancaire.

Pour le dire autrement, le problème n'est pas tant le taux de 2,50 % offert par les banques centrales sur ces dépôts à compter du 12 mars 2025 que le volume de ces dépôts, lui-même induit par l'augmentation impressionnante de la masse monétaire disponible dans la zone euro à la suite des assouplissements quantitatifs.

Sans ceux-ci, les banques centrales auraient eu (beaucoup) moins d'actifs financiers à bas rendement et (beaucoup) moins de dépôt de banques commerciales à rémunérer. Il en résulte que, dans une large partie, les pertes cumulées des banques centrales de la zone euro, estimées – rappelons-le - à 230 milliards d'euros sur la période 2023-2028 ont profité et profiteront aux banques commerciales.

Conclusions

La politique monétaire créative qualifiée d'« assouplissement quantitatif » menée depuis 2009 a participé aux très lourdes pertes subies par les banques centrales de la zone euro et estimées à pas moins de 230 milliards d'euros sur la période 2023-2028.

Si l'on admet que ces pertes ne sont pas un problème pour elles, se posent néanmoins, à côté de la question de l'efficacité de l'assouplissement quantitatif par rapport à l'objectif de politique monétaire, celle de la légitimité des transferts financiers qu'elle a générés au profit des banques commerciales, la question de l'imputabilité de ces

pertes à la charge des Etats et des contribuables et la question des mesures de limitation des pertes

De l'efficience de l'assouplissement quantitatif

Côté efficience, elle n'est pas démontrée mais toute analyse contrefactuelle est malaisée : on ignore évidemment ce qu'il se serait passé sans cette nouvelle politique...

De la légitimité de l'assouplissement quantitatif

Ce qui paraît sûr en revanche, c'est la réalité des transferts financiers qu'elle a générés en faveur des banques commerciales. Ces transferts résultent évidemment du taux d'intérêt élevé que les banques commerciales reçoivent sur les dépôts qu'elles réalisent auprès des banques centrales.⁵ Mais ce n'est qu'une variable de l'équation, l'autre étant bien sûr le volume de ces dépôts qui ont été dopés par les programmes d'assouplissement quantitatif menée par les banques centrales depuis 2009.

En effet, les banques commerciales de la zone euro, qui détenaient un stock important de titres de la dette obligataire des États membres de cette même zone euro, ont reçu de très importantes liquidités des banques centrales en échange de ces titres qu'ils leur ont vendus. Ce surplus de liquidités s'est en partie retrouvé sur la facilité de dépôt que les mêmes banques centrales mettent à la disposition de ces banques commerciales, leur offrant ainsi une très confortable rente dès lors que le taux directeur applicable à la facilité de dépôt s'est mis à grimper à partir de juillet 2022.

Jézabel Couppey-Soubeyran et al., dans leur livre « Le pouvoir de la monnaie », qualifient d'ailleurs ces intérêts de subventions. Subvention ou pas la question est de savoir s'il est légitime que les banques centrales financent ainsi les banques commerciales ?

En février 2021, près de 150 économistes de toute l'Europe, avaient recommandé que les banques centrales de l'Eurosystème abandonnent les obligations qu'elles ont accumulées sur les États, en conditionnant l'opération au réinvestissement des mêmes montants dans la reconstruction écologique et sociale.⁶ Ce serait « une violation du traité européen qui interdit strictement le financement monétaire des Etats » avait immédiatement rétorqué la présidente de la BCE, Christine Lagarde.⁷

⁵ Bernard Bayot, op. cit.

⁶ « L'annulation des dettes publiques que la BCE détient constituerait un premier signal fort de la reconquête par l'Europe de son destin », Le Monde, 5 février 2021.

⁷ Hervé Gattegno et Marie-Pierre Gröndahl, La présidente de la BCE, Christine Lagarde : « 2021 sera une année de reprise », Le Journal du Dimanche, 6 février 2021.

On ignore évidemment ce qu'il se serait passé sans cette nouvelle politique

Sans entrer dans ce débat, on peut quand même s'interroger sur le fait que le traité européen autoriserait, par contre, le financement monétaire des banques commerciales. Car, comme le rappelaient les économistes dans leur tribune, peut-être l'annulation d'une partie de la dette des États serait « contraire à l'esprit du traité », mais n'était-ce pas le cas également de l'assouplissement quantitatif ?

Bien que, la Cour de justice de l'Union européenne, dans son arrêt C-493/17 du 11 décembre 2018, a validé la décision de la BCE concernant l'assouplissement quantitatif via son programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires, la question de la légitimité de ce programme mérite d'être reposée puisque, au moment de cette décision de justice, il n'apparaissait nulle part que ce programme entraînerait ultérieurement des pertes financières aussi importantes. Ces pertes ultérieures apparaissaient d'autant moins que la rémunération de la facilité de dépôt n'était pas et n'est toujours pas un instrument monétaire explicitement prévu par le traité sur le fonctionnement de l'union européenne. La facilité de dépôt est un instrument monétaire développé par la BCE elle-même via l'orientation 2015/510. En termes plus communs la facilité de dépôt est le compte à vue des banques commerciales auprès des banques centrales, un compte à vue qui est rémunéré.

De l'imputabilité des pertes dues à l'élargissement quantitatif

Les banques centrales sont des Institutions qui ressortent du secteur public. Mis à part quelques situations atypiques, comme la Banque nationale de Belgique, les bénéfices qu'elles réalisent sont versés à l'Etat et contribuent au financement des missions publiques. Les pertes actuelles constituent donc des moindres rentrées au budget qui doivent être compensées sous forme d'impôts supplémentaires ou de diminution de services rendus. Les pertes des banques centrales sont donc directement imputables aux contribuables et aux bénéficiaires de prestations publiques.

Des mesures de limitation des pertes dues à l'élargissement quantitatif

Sans remettre en cause le principe de la facilité de dépôt ou le taux d'intérêt qui y est appliqué, il convient de se poser la question de savoir s'il n'était pas possible de limiter les pertes des banques centrales tout en conservant l'objectif poursuivi. Le Professeur Paul De Grauwe a proposé⁸ de geler une partie des montants déposés par les banques sur leurs comptes à vue auprès des banques centrales. Ces montants gelés auraient pu constituer des réserves obligatoires non rémunérées.

⁸ De Grauwe Paul et Ji Yemei. "Monetary policies with fewer subsidies for banks: A two-tier system of minimum reserve requirements", <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policies-fewer-subsidies-banks-two-tier-system-minimum-reserve-requirements>

En conclusion, le résultat est en tous cas que les banques centrales sont à présent très largement déficitaires, subventionne le secteur bancaire au lieu d'aider à la reconstruction écologique et sociale comme le suggérait ces économistes.

Bernard Bayot

Juin 2025

Recommandations Financité

En lien avec cette analyse, le mémorandum Financité « *52 propositions pour une finance au service de l'intérêt général, proche et adaptée aux citoyen·ne·s* »⁹ plaide pour.

Avoir une politique monétaire en faveur de la collectivité

Financité demande aux autorités européennes d'imposer à la Banque centrale européenne de limiter ses programmes d'achats d'actifs à ceux qui favorisent des activités avec une réelle plus-value sociale et environnementale et de conditionner le refinancement des banques à l'octroi par celles-ci de crédits en faveur de telles activités.

Financité demande aux autorités européennes d'imposer à la Banque centrale européenne de pérenniser et amplifier la détention à son actif d'une partie substantielle des dettes souveraines afin de soustraire celles-ci aux exigences et aléas des marchés financiers.

Financité demande aux autorités européennes de charger la Banque centrale européenne d'étudier en profondeur les possibilités en matière de don monétaire européen de la Banque centrale à l'autorité publique européenne et d'en faire rapport.

⁹ Mémorandum Financité 2024 / <https://www.financite.be/fr/news/decouvrez-notre-memorandum-en-vue-des-elections-2024>

A propos de Financité

Si vous le souhaitez, vous pouvez nous contacter pour organiser avec votre groupe ou organisation une animation autour d'une ou plusieurs de ces analyses.

Cette analyse s'intègre dans une des 3 thématiques traitées par le Réseau Financité, à savoir :

Finance et société :

Cette thématique s'intéresse à la finance comme moyen pour atteindre des objectifs d'intérêt général plutôt que la satisfaction d'intérêts particuliers et notamment rencontrer ainsi les défis sociaux et environnementaux de l'heure.

Finance et individu :

Cette thématique analyse la manière dont la finance peut atteindre l'objectif d'assurer à chacun, par l'intermédiaire de prestataires « classiques », l'accès et l'utilisation de services et produits financiers adaptés à ses besoins pour mener une vie sociale normale dans la société à laquelle il appartient.

Finance et proximité :

Cette thématique se penche sur la finance comme moyen de favoriser la création de réseaux d'échanges locaux, de resserrer les liens entre producteurs et consommateurs et de soutenir financièrement les initiatives au niveau local.

Depuis 1987, des associations, des citoyen·ne·s et des acteurs sociaux se rassemblent au sein de Financité pour développer et promouvoir la finance responsable et solidaire.

L'asbl Financité est reconnue par la Communauté française pour son travail d'éducation permanente.