****

**Les reproches absurdes formulés à la Banque de France et la BCE en Allemagne**

Eric Dor

Directeur des Etudes Economiques à l’IESEG School of Management

Décembre 2015

Une partie de la presse internationale, [au départ de l’Allemagne](http://www.welt.de/print/wams/wirtschaft/article149394931/Das-Geheimnis-der-Geldmacher.html), s’est emparée d’une étude universitaire allemande qui prétend révéler que des achats massifs d’obligations publiques par les banques centrales de la zone euro auraient eu lieu de manière cachée bien avant que de telles acquisitions soient organisées et autorisées officiellement cette année dans le cadre du programme étendu d’achats d’actifs » ou assouplissement quantitatif. Ainsi l’Agence Reuters titre « [La planche à billets a tourné en zone euro bien avant le QE](http://fr.reuters.com/article/businessNews/idFRKBN0TU1X920151211?pageNumber=2&virtualBrandChannel=0) » et cette dépêche circule dans toutes les langues.  La Banque de France et quelques autres banques centrales nationales de la zone euro sont concernées. Le ton est donné, il y aurait eu un [financement monétaire caché de la dette publique](http://www.welt.de/wirtschaft/article149435058/Das-grosse-Geheimnis-von-Europas-Geldmachern.html) de quelques pays de la zone euro !

Ces acquisitions prétendument suspectes sont également différentes des achats limités de dette publique de quelques pays en détresse par toutes les banques centrales nationales sur le marché secondaire, qui avaient été organisés officiellement dans le cadre du Securities Market Programme ou SMP de la BCE de mai 2010 à septembre 2012. La banque de France et quelques autres banques centrales nationales de l’Eurosystème sont ainsi accusées d’avoir acheté des obligations publiques de pays de la zone euro de manière cachée, hors de tout programme officiel d’achat de tels titres, et la BCE l’aurait toléré, et outrepassé son mandat.

**Ces critiques sont absurdes et cette étude explique pourquoi.**

Depuis le lancement de l’euro, le bilan de la banque de France a toujours mentionné clairement l’existence, à l’actif de son bilan, de plusieurs catégories de « titres en euros émis par des résidents de la zone euro » : d’une part des « titres détenus dans le cadre d’opérations de politique monétaire », et d’autre part des « autres titres ». De surcroît, le bilan de la banque de France a toujours aussi mentionné clairement l’existence à l’actif d’ « Autres actifs financiers en euros et en devises ».

Au 31 décembre 2014, les « titres détenus dans le cadre d’opérations de politique monétaire » en euros s’élevaient à 42,483 milliards d’€ et les « autres titres » en euros à 78,557 milliards d’€. Les « Autres actifs financiers en euros et en devises » s’élevaient à 90,763 milliards d’€.

Les « **titres détenus dans le cadre d’opérations de politique monétaire** » contiennent des instruments financiers en euros qui ont été achetés par la Banque de France, comme membre de l’Eurosystème, dans le cadre du programme SMP d’achat d’obligations publiques de pays en détresse de la zone euro, et des programmes d’achat d’obligations sécurisées CBPP1, CBPP2 et CBPP3. En 2015 ce poste bilantaire a fortement augmenté car on doit ajouter les achats du programme étendu d'achatsd'actifs, appelé assouplissement quantitatif. Ce n’est qu’à partir de 2015 que cette rubrique contient des obligations publiques françaises. Avant les obligations publiques qu’elle contient ont été émises par des pays en détresse de la périphérie de la zone euro. **Les obligations publiques de cette rubrique sont hors du champ de la critique allemande sur un prétendu financement monétaire caché car elles sont détenues en application de programmes officiels de la BCE.**

**Rubrique 7.1 titres détenus dans le cadre d’opérations de politique monétaire**

**Milliards d’€**

|  |  |
| --- | --- |
| 2007 | - |
| 2008 | - |
| 2009 | 4,201 |
| 2010 | 21,336 |
| 2011 | 48,756 |
| 2012 | 51,802 |
| 2013 | 45,139 |
| 2014 | 42,483 |

Les « **autres titres** » sont des **titres en euros émis par des résidents de la zone  euro**, autres que ceux qui sont adossés aux fonds propres, à la Caisse de réserve des employés et aux dépôts de la « clientèle » de la Banque de France. Au 31 décembre 2014, ces « autres titres » comprenaient, en particulier, un portefeuille de placement de taille réduite et un portefeuille d’investissement pour compte propre de 75,922 milliards d’€ d’emplois nets. Le rapport annuel 2014 de la Banque de France, publié en 2015, précise à leur propos : « Outre les portefeuilles constitués dans le cadre des programmes de politique monétaire, la Banque détient des portefeuilles **en emploi de ses ressources monétaires** dans le cadre de gestion adopté par l’Eurosystème à compter de 2003, qui autorise les banques centrales nationales à **détenir des portefeuilles libellés en euros non liés à la mise en œuvre de la politique monétaire, dans des limites revues chaque année**. La  Banque détient dans ce cadre un portefeuille de placement à court terme dont la taille a été réduite dans un contexte de taux de rendement bas, ainsi qu’un portefeuille d’investissement pour compte propre qui **permet de réduire la sensibilité du résultat financier au cycle de taux directeur.**» C’est l’[Agreement on Net Financial Assets ou ANFA de la BCE](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa.en.html). Ces titres peuvent contenir des obligations publiques en euros émises par la France ou par d’autres pays de la zone euro, des placements en euros dont les débiteurs sont en zone euro, et des instruments financiers en euros émis par des débiteurs privés de la zone euro. **Cette rubrique « autres titres » comprend toutefois d’autres actifs que ceux détenus dans le cadre de l’ANFA.** Jusqu’en 2011, la rubrique « autres titres » comprend également des OPCVM détenus dans le cadre des ELA ou Emergency Liquidity Assistance à certaines banques. A partir de 2012, ils sont inclus dans la rubrique « autres concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro » où ont toujours été comptabilisées les autres formes d’ELA. Ces OPCVM étaient de 8000 millions d’€ en 2011 et 5998 millions d’€ en 2012. Les autres formes d’ELA étaient de 18735 millions d’€ en 2011 et 5998 millions d’€ en 2012. Comme les titres ANFA, ces financements, sous la forme d’OPCVM ou autres, ont également pour contrepartie des éléments de la base monétaire.

**Rubrique 7.2 autres titres**

**Milliards d’€**

|  |  |
| --- | --- |
| 2007 | 39,141 |
| 2008 | 68,740 |
| 2009 | 64,516 |
| 2010 | 69,079 |
| 2011 | 90,538 |
| 2012 | 78,625 |
| 2013 | 79,043 |
| 2014 | 78,557 |

Les « **Autres actifs financiers en euros et en devises** » comprennent notamment les titres adossés aux dépôts de la « clientèle », aux fonds propres et provisions, et à la Caisse de réserve des employés. Par « clientèle » de la Banque de France, on entend essentiellement d’autres banques centrales, hors zone euro, qui ont recours à la Banque de France pour placer une partie de leurs réserves de change. Cette « clientèle » ainsi définie ne comprend pas les banques françaises à qui la Banque de France prête et emprunte dans le cadre de la politique monétaire, ni les détenteurs des billets qu’elle émet. Ces titres et actifs peuvent contenir des obligations publiques émises par la France ou par d’autres pays de la zone euro, des obligations publiques émises par des pays situés hors de la zone euro, et des instruments financiers émis par des débiteurs privés de la zone euro ou d’ailleurs. C’est dans ce poste que sont inclus les placements **en devises étrangères** des dépôts de la « clientèle » en euros et en devises. C’est une des contreparties de ces dépôts enregistrés au passif aux rubriques p10, qui comprend les dépôts en devises étrangères des organismes publics français ou étrangers et des banques centrales étrangères, et p4, qui comprend les dépôts en euros de la clientèle hors zone euro. **D’après les informations éparses fournis par les rapports annuels, il semblerait que cette rubrique se répartit à peu près de cette manière**

**Composition du poste d’actif a11 « autres actifs financiers en euros et en devises »**

**Milliards d’€**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Total | Titres à revenu fixe conservés jusqu’à l’échéance | | | Autres titres à revenu fixe  et titres à revenu variable | Autres opérations | Créances rattachées |
|  |  | adossés à des dépôts de la clientèle | | autres |  |  |  |
|  |  | en devises | en euros |  |  |  |  |
| 2007 | 63,814 | 31,173 | 0,000 | 2,036 | 2,321 | 28,012 | 0,272 |
| 2008 | 86,882 | 60,422 | 0,001 | 0,749 | 3,029 | 22,537 | 0,144 |
| 2009 | 97,483 | 44,845 | 15,409 | 6,050 | 3,670 | 27,398 | 0,111 |
| 2010 | 88,480 | 41,448 | 17,536 | 0,722 | 4,427 | 24,218 | 0,129 |
| 2011 | 100,964 | 57,221 | 13,598 | 0,651 | 4,403 | 24,901 | 0,190 |
| 2012 | 112,660 | 52,040 | 18,900 | 0,491 | 4,931 | 36,219 | 0,079 |
| 2013 | 87,770 | 54,269 | 16,616 | 0,437 | 5,628 | 10,747 | 0,074 |
| 2014 | 90,763 | 56,749 | 12,776 | 0,125 | 9,778 | 11,404 | 0,031 |

Il faut remarquer que les titres à revenus fixe contenus dans ce poste « autres actifs financiers en euros et en devises » sont presque entièrement des effets publics. Ce sont toutefois, pour l’essentiel, des obligations publiques en devises étrangères. Il a donc là peu de détention d’obligations publiques en euros émises par des administrations publiques de la zone euro, et évidemment alors extrêmement peu d’obligations publiques françaises en euros. Les obligations publiques en euro, dont des françaises, qui sont inclues ici, le sont essentiellement en contrepartie partielle des fonds propres, provisions et de la réserve spéciale des employés, au passif. **Ce sont donc des achats de titres financés d’une autre manière que par émission monétaire**.

**Rubrique p10 du passif opérations bancaires**

**Milliards d’€**

|  |  |
| --- | --- |
|  | opérations bancaires |
|  | dépôts en devises étrangères d'organismes publics français ou étrangers ou des banques centrales étrangères |
| 2007 | 54,366 |
| 2008 | 74,465 |
| 2009 | 84,091 |
| 2010 | 91,818 |
| 2011 | 118,924 |
| 2012 | 124,151 |
| 2013 | 101,903 |
| 2014 | 102,224 |

**Rubrique p4 du passif engagements en euros envers des non résidents de la zone euro**

**Milliards d’€**

|  |  |
| --- | --- |
|  | comprend des dépôts en euros de la clientèle hors zone euro comme des banques centrales et des organismes internationaux |
| 2007 | 10,737 |
| 2008 | 21,566 |
| 2009 | 22,375 |
| 2010 | 20,042 |
| 2011 | 18,699 |
| 2012 | 35,593 |
| 2013 | 28,067 |
| 2014 | 28,472 |

Lorsque les dépôts en euros ou devises étrangères des rubriques p4 et p10 du passif sont placés en euros, ils sont comptabilisés à l'actif en rubrique "autres concours en euro aux établissements de crédit de la zone euro si la contrepartie est située sur la zone euro, ou « créances en euro sur des non résidents de la zone euro » si la contrepartie est hors zone euro. Ces rubriques d’actifs peuvent donc comprendre également quelques titres en euros, **mais leurs achats ont été financés d’une autre manière que par émission monétaire**.

Toutefois la rubrique a4 « créances en euro sur des non résidents de la zone euro » peut contenir **aussi des titrés adossés à la base monétaire.** **Mais ce sont des titres émis par des débiteurs hors zone euro. Ils sont donc nécessairement hors du champ de la critique allemande.**

**Rubrique a4 créances en euro sur des non résidents de la zone euro**

**Milliards d’€**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  |  | total | partie adossée à la base monétaire |
| 2007 |  | 3,487 | 1,224 |
| 2008 |  | 5,793 | 4,510 |
| 2009 |  | 2,94 | 2,700 |
| 2010 |  | 6,901 | 2,461 |
| 2011 |  | 10,113 | 3,062 |
| 2012 |  | 6,539 | 2,088 |
| 2013 |  | 6,363 | 1,626 |
| 2014 |  | 3,236 | 1,543 |

**Les titres adossés à la base monétaire, donc dont l’acquisition a été financée par émission monétaire**, sont égaux à l’addition des rubriques 7.1, 7.2, et de la partie concernée de la rubrique a4. La banque de France le publie clairement et dit à leur propos que c’est un « portefeuille en emploi des ressources monétaires », soit dans le cadre des politiques monétaires spéciales décidées par la BCE, soit dans le cadre de l’accord ANFA. C’est un portefeuille « monétaire » car il comprend des titres dont l’achat a été financé par émission monétaire. Ces titres sont des actifs qui sont une partie des contreparties de la base monétaire au passif.

**Portefeuille monétaire en euro**

**Milliards d’€**

|  |  |
| --- | --- |
| 2007 | 40,365 |
| 2008 | 73,25 |
| 2009 | 71,417 |
| 2010 | 92,876 |
| 2011 | 142,356 |
| 2012 | 132,515 |
| 2013 | 125,808 |
| 2014 | 122,583 |

Une partie de ces titres a toutefois été achetée dans le cadre des politiques monétaires exceptionnelles décidées par la BCE. Ce sont les titres qui restent qui sont sujet à la critique en Allemagne.

**Portefeuille monétaire en euro hors titres acquis dans le cadre de la politique monétaire**

**Milliards d’€**

|  |  |
| --- | --- |
| 2007 | 40,365 |
| 2008 | 73,25 |
| 2009 | 67,216 |
| 2010 | 71,54 |
| 2011 | 93,6 |
| 2012 | 80,713 |
| 2013 | 80,669 |
| 2014 | 80,1 |

**Evidemment la banque de France détient également des titres en euros en emploi de ses fonds propres et provisions. Ils sont financés autrement que par détention monétaire. Ils peuvent contenir des obligations publiques françaises ou émises par d’autres pays de la zone euro, mais c’est totalement légitime, et n’implique en rien du financement monétaire.**

**Portefeuille de titres en euros en emploi des ressources propres et provisions**

**Milliards d’€**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | 2007 | 3,936 |
|  | 2008 | 4,608 |
|  | 2009 | 5,029 |
|  | 2010 | 5,823 |
|  | 2011 | 6,212 |
|  | 2012 | 6,472 |
|  | 2013 | 6,658 |
|  | 2014 | 10,485 |

La rubrique a12 « divers » de l’actif contient, entre autres, des titres acquis par la réserve des employés de la banque de France, pour les retraites. Cette part est inconnue.

**Il n’y a donc que le portefeuille monétaire en euro hors titres acquis dans le cadre de la politique monétaire qui pourrait être concerné par la critique formulée en Allemagne**, [d’après laquelle cela pu être une forme illégitime de financement monétaire de dettes publiques](https://www.google.fr/#q=reuters+Euro+zone+central+banks+printed+billions+of+euros+before+QE+%E2%80%93+study). **Mais en réalité il y a une absence totale de fondements à ces critiques pour plusieurs raisons.**

La Banque de France publie chaque mois pour combien elle détient de titres en euros émis par les administrations publiques françaises.

L’envolée de 2015 correspond au programme étendu d'achatsd'actifs officiel de la BCE, ou assouplissement quantitatif. C’est bien sûr hors du champ de la critique allemande qui porte sur ce qui s’est passé avant.

En pourcentage de la dette publique française totale au sens de Maastricht, cette détention de titres nationaux a toujours été très réduite

Les achats ont été été soutenus de 2008 à 2012. Il est toutefois difficile d’imaginer que l’achat sur le marché secondaire, étalé sur 5 ans, de 3% de la dette publique du pays, ait pu significativement en réduire le taux d’intérêt exigé par les marchés !

Cette détention totale comprend les obligations publiques nationales achetées en emploi des fonds propres et provision, et celles achetées en investissement de la réserve pour les retraites des employés. Il n’y en a donc qu’une partie qui est adossée à la base monétaire, comme autorisé par l’ANFA. C’est donc une partie encore inférieure de la dette publique française qui a été achetée au titre de l’ANFA et est adossée à la base monétaire.

Les obligations publiques nationales détenues par la banque de France ont effectivement fortement augmenté entre 2010 et 2012. Cela correspond à la crise des dettes publiques des pays de la périphérie de la zone euro. Les critiques se demandent si ces achats de quelques dizaines de milliards d’euros représentent un financement monétaire de la dette publique française. **Mais c’est infondé car on observe que le portefeuille monétaire, hors titres acquis dans le cadre de la politique monétaire, n’a augmenté que d’une dizaine de milliards pendant cette période !**

Il semblerait donc que, si elles sont en grande partie dans le portefeuille monétaire, l’envolée de la détention d’obligations publiques françaises de 2010 à 2012 correspond à une réallocation du portefeuille. Il est possible que, par prudence, **pour l’allocation de ses titres hors programme SMP**, la Banque de France ait vendu des obligations publiques d’autres pays de la zone euro et ait acheté à la place des obligations publiques nationales, sur le marché secondaire.

Les banques centrales de la zone euro, dont la Banque de France, auraient intérêt à publier la composition exacte de leurs différentes catégories d’actifs, avec chaque fois leur exposition à la dette publique de chaque pays. Cette transparence éviterait les interprétations abusives.