Le rôle des banques centrales : une approche juridique au travers de l'Eurosystème

The Role of Central Banks: a legal approach to the Eurosystem

Sébastien Adalid

Édition électronique

URL : <https://journals.openedition.org/add/351>

DOI : 10.4000/add.351

ISSN : 2606-1988

Éditeur

Presses universitaires de Rouen et du Havre

Édition imprimée

Date de publication : 1 juillet 2015

Pagination : 09-42

ISBN : 979-10-240-0516-4

ISSN : 1955-0855

Référence électronique

Sébastien Adalid, « Le rôle des banques centrales : une approche juridique au travers de l'Eurosystème », *Les Annales de droit* [En ligne], 9 | 2015, mis en ligne le 08 janvier 2018, consulté le 21 septembre 2021. URL : <http://journals.openedition.org/add/351> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/add.351>

Le rôle des banques centrales : une approche juridique au travers de l'Eurosystème¹

Sébastien ADALID

Pour le doyen Carbonnier : « Tout, dans notre civilisation juridique, s'exprime en monnaie². » Plus largement, la monnaie est « l'institution fondatrice qui donne forme aux rapports d'échange et sert de médiation entre les individus³. » Malgré son rôle central, le médium monétaire reste un « impensé de la civilisation qui est la nôtre⁴ » et particulièrement pour les juristes. Certains vont même jusqu'à se demander si : « La monnaie n'est-elle pas un phénomène essentiellement économique au sujet duquel le juriste [...] n'a rien à dire⁵ ? »

La réponse à une telle question est, évidemment, non. Cependant, les juristes sont mal équipés pour parler d'une matière, souvent technique, qui ne dispose pas d'un cadre analytique susceptible d'en assurer la compréhension. Or, l'appréhension du phénomène monétaire par le droit, spécifiquement le droit public, est aujourd'hui nécessaire. Les crises – crise financière, crise économique, crise des dettes souveraines – qui se succèdent depuis 2007 ont démontré le rôle central joué par la

-
1. Cet article reprend et prolonge les développements de la thèse de l'auteur, intitulée *La Banque centrale européenne et l'Eurosystème. Recherches sur le renouvellement d'une méthode d'intégration* (à paraître chez Bruylant).
 2. Jean Carbonnier, « Les biens. Les obligations », dans *Droit civil*, vol. 2, Paris, PUF, 2004, p. 1527.
 3. Michel Aglietta et André Orléan, *La Monnaie entre violence et confiance*, Paris, Odile Jacob, 2002, p. 98. Pour une analyse convergente mais critique du rôle joué par la monnaie, voir : Alain Badiou, « L'emblème démocratique », dans Giorgio Agamben et al., *Démocratie, dans quel état ?*, Paris, La Fabrique, 2009, p. 15-25.
 4. Jean Clam, « Monnaie et circulation. Contribution à une analyse structurelle du médium monétaire », *Arch. phil. dr.* 1998, n° 42, p. 153-174, spéc. p. 153. Nous reprenons ici la qualification de « médium » donnée à la monnaie par l'analyse systémique, voir : Niklas Luhmann, *Politique et complexité. Les contributions de la théorie générale des systèmes*, Paris, Cerf, 1999 et Jean Clam, art. cité.
 5. Baron Boris Nolde, « La monnaie en droit international public », *RCADI* 1929, t. 27, p. 243-396, spéc. p. 247.

monnaie et par les banques centrales. La Banque centrale européenne (ci-après BCE) est apparue comme la seule l'institution européenne à même de rassurer les marchés à court comme à moyen terme. Ainsi, les déclarations de son président, Mario Draghi, à l'été 2012 ont permis de calmer les marchés⁶. La seule décision de mettre en place le programme dit *Outright Monetary Transaction* en septembre 2012 a apaisé la crise des dettes souveraines alors même que le programme n'a jamais été mis en œuvre⁷. Au sein de la zone euro, le projet d'union bancaire visant à lui confier la supervision prudentielle des banques confirme encore plus la place prépondérante prise par cette institution. Il est alors indispensable de s'interroger sur le rôle juridique des banques centrales.

Le caractère vaste de la matière exige cependant de limiter une telle ambition. Un article ne suffirait pas à expliquer ce rôle. C'est alors le rôle monétaire des banques centrales qui sera ici étudié. Afin d'ancrer notre exposé dans la réalité quotidienne des banques centrales, celui-ci s'appuiera sur l'exemple concret de l'Eurosystème.

Cette structure hybride de droit de l'Union européenne regroupe la BCE et les banques centrales des États ayant adopté la monnaie unique, l'euro. L'Eurosystème doit être compris comme « l'autorité monétaire de la zone euro⁸. » Il ne s'agit pas ici de s'interroger sur la structure et le fonctionnement de l'Eurosystème. Il faut juste rappeler que le système est dirigé par le directoire, composé de six personnes nommées à la majorité qualifiée par le Conseil européen, et surtout par le conseil des gouverneurs composé du directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales de l'Eurosystème⁹.

Cet exemple nous permettra de dépasser l'aporie constatée par Jean-Marc Sorel selon laquelle : « le marché peut se dissoudre dans le droit par le biais d'une décomposition analytique [...] mais il sera très délicat d'englober tous les aspects et de dégager toutes les conséquences d'un

6. Voir le discours du 26 juillet 2012 où il a déclaré : « *the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro.* » La transcription de ce discours est disponible en ligne à l'adresse URL suivante : <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> (dernière consultation le 24 novembre 2014).

7. Programme annoncé lors de la conférence de presse ayant suivi la réunion du conseil des gouverneurs de la BCE du 6 septembre 2012, voir, pour les détails techniques, le communiqué de presse du même jour (« *Technical features of Outright Monetary Transactions* »).

8. Sur ce thème, voir : Jean-Victor Louis, « L'autorité monétaire de la zone euro », *Euredia*, n° 2, 2009, p. 277-296 et Francesco Martucci, *L'ordre économique et monétaire de la Communauté européenne*, thèse dactylographiée (version mise à jour en vue de la publication), Université Paris I, 777 p.

9. TFUE, art. 282.

point de vue juridique¹⁰. » L'Eurosystème poursuit un but unique, assigné par l'article 127 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), la stabilité des prix. Son instrument principal, pour ce faire, est la politique monétaire qu'il définit et met en œuvre, selon les termes dudit article. Notre réflexion se centrera sur sa seconde action. Comme on le verra, c'est au moment de la mise en œuvre de la politique monétaire que le rôle d'une banque centrale se dégage.

Deux étapes préalables sont indispensables à une telle analyse. Il faut avoir une approche moderne de la monnaie permettant de saisir ce médium dans toute sa complexité (1). Une telle modernité doit se retrouver dans l'approche du droit lui-même afin de disposer d'un cadre d'analyse propre à appréhender l'action des banques centrales (2). Il sera alors possible de se livrer à cette analyse (3).

1. Le renouvellement nécessaire de l'analyse juridique de la monnaie par le prisme « macro-juridique »

Les auteurs classiques donnent une définition restrictive de la monnaie. Cette approche se centre sur les transactions, et la monnaie y est vue comme un moyen d'échange. Or, l'approche économique de la monnaie rappelle qu'il ne s'agit là que d'une de ses trois fonctions classiques. Outre la fonction d'intermédiaire des échanges, la monnaie a aussi pour fonction d'être un étalon de mesure et une réserve de valeur. Cette dernière fonction est fondamentale. Elle doit être prise en compte dans la définition de la monnaie. Or, ce n'est pas sur ce thème que la doctrine juridique traditionnelle s'affronte (1.1). Il est alors indispensable de dépasser ce débat et de donner une définition « macro-juridique » de la monnaie en lien avec la fonction des banques centrales (1.2).

1.1. Des définitions traditionnelles restrictives

Une controverse naît entre l'école nominaliste et l'école sociologique de la monnaie. Pour les nominalistes, la monnaie est ce que l'État définit comme tel. C'est ainsi que, pour F. A. Mann, « *the quality of money is to be attributed to all chattels which, issued by the authority of the law and denominated with reference to a unit of account, are meant to serve*

10. Jean-Marc Sorel, « Les États face aux marchés financiers », dans *Souveraineté étatique et marchés internationaux à la fin du xx^e siècle. Mélanges en l'honneur de Philippe Kahn*, Paris, Litec, 2000, p. 507-543, spéc. p. 535.

*as universal means of exchange in the State of issue*¹¹ ». De même, pour J. Carbonnier, « l'essence de la monnaie [...] est d'être un *pouvoir d'achat indifférencié* » : « c'est un bien en échange duquel il est possible d'acquérir indifféremment toute sorte de biens¹². »

Ils s'opposent à l'école sociologique portée par A. Nussbaum. Selon lui, « *money [...] has a value of its own independent of the value of its components and resulting from the group psychological process* ». Ainsi, « *“dollar” is the name for a value which, at any definite moment, is understood in the same sense throughout the community, and since goods and services are evaluated in terms of the dollar, that unit is a measure or standard of value*¹³ ».

Indépendamment de son intérêt théorique, cette controverse ne fait pas progresser la compréhension juridique de l'objet monétaire. Cependant, le caractère plus ouvert de l'approche sociologique permet de saisir que la monnaie ne peut être réduite à la monnaie fiduciaire. L'école nominaliste a une approche réductrice de la monnaie. Pour les deux auteurs précités, les comptes en banques ne sauraient représenter de la monnaie mais des dettes¹⁴. J. Carbonnier estime que la monnaie scripturale, à savoir « des moyens de paiement qui consistent en des jeux d'écriture », ne peut être qualifiée de monnaie car l'extinction de la dette ne se fait pas instantanément mais doit attendre le jeu d'écriture¹⁵. Une telle vision est l'apanage de juristes de droit privé qui se concentrent sur la transaction. Leur centre d'intérêt est la relation personnelle entre débiteur et créateur. Elle peut alors, au moyen d'un emprunt linguistique au vocabulaire économique, être qualifiée de « micro-juridique » au sens où elle ne porte que sur les interactions particulières. Au contraire, nous proposons une seconde définition de la monnaie envisagée d'un point de vue « macro-juridique ».

11. Friedrich Alexander Mann, *The Legal Aspect of Money*, 4^e édition, New York, Oxford University Press, 1982, p. 8. Voir également Geneviève Burdeau, « L'exercice des compétences monétaires par les États », *RCADI* 1988-V, p. 211-369, spéc. p. 234.

12. Jean Carbonnier, « Les biens. Les obligations », art. cité, p. 1553. Voir aussi du même auteur, « Conclusion générale », dans Philippe Kahn (coord.), *Droit et monnaie. États et espace monétaire transnational*, Paris, Litec, 1988, p. 525-522.

13. Arthur Nussbaum, *Money in the Law*, Chicago, Foundation Press, 1939, p. 6 et 8.

14. Friedrich Alexander Mann, *op. cit.*, p. 5 : « *Bank accounts, for instance, are debts, not money.* »

15. Jean Carbonnier, art. cité, p. 1553.

1.2. Une définition « macro-juridique » de la monnaie

L'appréhension du rôle joué par les banques centrales dans un État moderne passe par une nouvelle approche du médium monétaire. Pour Sergio Rossi : « Identifier la monnaie aux objets physiques plus ou moins précieux, à l'aide desquels sa fonction de moyen de paiement a été exercée dans l'histoire, est dangereux pour l'analyse économique¹⁶. » Selon nous, c'est tout aussi dangereux pour l'analyse juridique. Il faut alors donner à la monnaie scripturale toute sa place (1.2.1) afin de comprendre le rôle des banques centrales (1.2.2). Il sera alors possible de construire l'approche « macro-juridique » de la monnaie sur la notion de masse monétaire (1.2.3).

1.2.1. Le rôle central de la monnaie scripturale

Évidemment, les définitions précédentes ne doivent pas être rejetées *per se*. Elles constituent une appréhension logique de la monnaie du point de vue du droit privé et se contentent de définir la monnaie fiduciaire. Leur prédominance empêche cependant d'envisager une seconde définition, du point de vue du droit public¹⁷. C'est ce à quoi nous invite Geneviève Burdeau, pour qui « il appartient au juriste de droit public de réfléchir sur les techniques juridiques nécessaires à la conduite des politiques économiques et sur les possibilités et les limites d'un contrôle juridique à l'égard des créations de plus en plus sophistiquées des banques comme à l'égard du comportement des acteurs économiques¹⁸ ». Pour cela, il faut définir la monnaie dans toutes ses dimensions (fiduciaire et scripturale) et repartir aux sources de la création monétaire et, par là même, tuer le mythe de la souveraineté

16. Sergio Rossi, *Macroéconomie monétaire : théories et politiques*, Bruxelles, Bruylant, 2008, p. 3.

17. Un résumé de cette problématique a été fait dans les mêmes termes, dès 1929 par B. Nolde : « L'attention des auteurs s'est portée principalement sur le problème de la monnaie de paiement en droit civil. Or le fond du problème est constitué, non pas exclusivement par des éléments de droit civil, mais bien plutôt par des éléments de droit public. La réglementation de la monnaie est une partie importante de l'administration générale de l'État et c'est comme telle qu'elle doit être étudiée en premier lieu » (Baron Boris Nolde, « La monnaie en droit international public », art. cité, p. 248).

18. Geneviève Burdeau, « L'exercice des compétences monétaires par les États », art. cité, p. 224.

monétaire qui voudrait que l'État ait l'apanage de frapper la monnaie¹⁹. Un tel constat est vrai uniquement pour la monnaie fiduciaire. La monnaie scripturale est, au contraire, une création privée des banques. C'est à partir de ce constat que doit se faire la réflexion sur le rôle de la monnaie en droit public. L'approche « macro-juridique » de la monnaie doit embrasser ce médium dans toutes ses fonctions. Il est alors possible d'expliquer le rôle des banques centrales.

Contrairement à une idée reçue, la création monétaire n'est pas l'apanage des États. L'économie nous enseigne que les banques privées ont un pouvoir de création monétaire. Les États doivent alors se contenter de gérer cette création, et c'est là le rôle des banques centrales. Une partie de la doctrine juridique prend en compte cette mutation. Pour Philippe Kahn, « la monnaie dans ses représentations les plus récentes est autant un instrument de crédit qu'un instrument de paiement²⁰ ». De même, pour Gérard Farjat, « la notion de compte peut être appelée à remplacer celle de monnaie²¹ ». Une définition « macro-juridique » de la monnaie doit prendre en compte cette évolution et donner un rôle central à la monnaie scripturale. Or, un lien consubstantiel unit la monnaie scripturale et les banques centrales. Comprendre ce lien est un premier pas vers l'appréhension juridique du rôle joué par les banques centrales.

-
19. Sur ce thème, voir : Dominique Carreau, « La souveraineté monétaire et l'État à la fin de xx^e siècle : mythe ou réalité », dans *Souveraineté étatique et marchés internationaux à la fin du xx^e siècle. Mélanges en l'honneur de Philippe Kahn*, Paris, Litec, 2000, p. 491-506. La souveraineté monétaire a été, en cela, particulièrement bien résumée par la Cour permanente internationale de justice : « C'est généralement un droit reconnu que tout État a le droit de déterminer lui-même ses monnaies. » (CPJI, 12 juillet 1929, *Emprunts serbes*, série A20, arrêt n° 14, p. 44 et *Emprunts brésiliens*, série A21, arrêt n° 15, p. 122). Ainsi, la seule prérogative de l'État est de définir ce qui doit être entendu comme la monnaie nationale.
 20. Philippe Kahn, « Préface », dans Philippe Kahn (coord.), *Droit et monnaie. États et espace monétaire transnational*, Paris, Litec, 1988, p. 9-12, spéc. p. 10. De même, pour Dominique Carreau, « cette monnaie scripturale est le produit direct de l'octroi de crédits aux agents économiques » (Dominique Carreau, « Le système monétaire international privé (UEM et Euromarchés) », *RCADI* 1998, t. 274, p. 366).
 21. Gérard Farjat, « La nature de la monnaie, approche juridique », dans Philippe Kahn (coord.), *Droit et monnaie. États et espace monétaire transnational*, op. cit., p. 103.

1.2.2. Monnaie scripturale et banques centrales

L'apparition de la monnaie fiduciaire et des banques centrales est concomitante. Pour Michel Aglietta, les banques centrales sont « une création du marché, pas une créature de l'État²² ». Cependant, le caractère central dérive des prérogatives que les États leur ont petit à petit déléguées. Aujourd'hui, les banques centrales jouent un rôle indispensable d'intermédiaire entre les banques, pour le fonctionnement concret du système monétaire basé sur la monnaie scripturale²³.

À l'origine, les banques centrales assuraient le réescompte des billets de banque et lettres de change. La centralisation est venue lorsque l'État leur a confié le monopole de l'opération de réescompte. Tout d'abord, il donne cours légal à ces instruments mais ensuite, et surtout, il leur donne un cours forcé imposant l'utilisation unique de la monnaie fiduciaire émise par l'institution qui deviendra alors la banque centrale²⁴. Ainsi, la principale fonction des banques centrales est d'être « la banque des banques ». Elles détiennent le monopole d'émission de la monnaie fiduciaire mais surtout, aujourd'hui, sur un certain type de monnaie scripturale, la « monnaie banque centrale ».

Admettre l'évidence selon laquelle les banques privées disposent du pouvoir de créer de la monnaie, par le biais du crédit, permet de saisir le rôle joué par les banques centrales. La banque centrale est délégataire de la souveraineté monétaire : elle est la seule à pouvoir créer de la monnaie scripturale reconnue et admissible par tous. Les banques privées se contentent d'émettre une monnaie qui leur est propre, autorisées en cela par la banque centrale²⁵. Ainsi, non seulement les banques privées

22. Michel Aglietta, « Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie », *Annales. Économies, sociétés, civilisation*, vol. 47, n° 3, 1992, p. 675-698, spéc. p. 677.

23. Certains économistes, tenants de l'école de *free banking*, estiment que la présence des banques centrales n'est pas indispensable et que les relations interbancaires peuvent se passer de cet intermédiaire, pour une présentation de cette école voir : Sergio Rossi, *Modalités d'institution et de fonctionnement d'une banque centrale supranationale*, Bern, P. Lang, 1997, p. 57-64.

24. Voir : Denise Flouzat Osmont d'Aurilly, « Le concept de banque centrale », *Bull. Banque fr.* octobre 1999, n° 70, p. 73-97, spéc. p. 75.

25. « En réalité, on ne peut comprendre la création de monnaie scripturale que si l'on admet que les banques, qui sont à l'origine de cette création, ont reçu une sous-délégation de la Banque de France en raison de la participation à un système contrôlé par elle. Par le jeu des comptes courants à la Banque de France, la monnaie scripturale est un sous-produit de la monnaie émise par la Banque centrale » (Elie Alfandari, « Le droit et la monnaie : de l'instrument à la politique », dans Philippe Kahn (coord.), *Droit et monnaie. États et espace monétaire transnational*, op. cit., p. 134-153, spéc. p. 149).

doivent pouvoir disposer de monnaie banque centrale afin de régler entre elles leurs paiements. Ensuite, ces banques doivent disposer de systèmes de paiements par lesquels les transactions interbancaires peuvent se faire. Ce rôle incombe alors naturellement à la banque centrale. Elles peuvent avoir un rôle direct de détention et de gestion d'un système de paiement, comme l'Eurosystème par le biais du système TARGET ou de supervision de ces systèmes, comme le fait l'Eurosystème avec les systèmes de paiement privés²⁶.

La simple lecture des statuts de la BCE confirme ces pouvoirs. En premier lieu, ils autorisent – voire obligent – la BCE, ou les banques centrales nationales membres de l'Eurosystème, à ouvrir des comptes aux établissements de crédits²⁷. En second lieu, ils donnent à la BCE le pouvoir de superviser les systèmes de paiement²⁸.

1.2.3. L'approche « macro-juridique » de la monnaie par la masse monétaire

Définir même la monnaie serait illusoire. Les économistes ne disposent pas d'une définition de la monnaie en elle-même, mais la saisissent par ses trois fonctions²⁹. Ainsi, pour John Hicks, prix Nobel d'économie en 1975 : « C'est de la monnaie tout objet qui est utilisé en tant que

26. Voir : Tom Kokkola (dir.), *The payment system (Payments, securities and derivatives and the role of the Eurosystème)*, Frankfurt-sur-le-Main, European Central Bank, 2010.

27. Définis par l'art. 4 § 1 de la dir. 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte), JO 30 juin 2006, n° L 177, p. 1-200 comme une « entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte. » Voir l'art. 17 des statuts du système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne (ci-après, les « Statuts »).

28. Art. 22 des « Statuts ». Cette disposition est confuse quant à la possibilité pour l'Eurosystème de détenir un tel système ; voir : Christoph Keller, « Regulation of payment systems—some reflections on article 22 of the statute of the ESCB », *Euredia*, n° 3, 2001-2002, p. 455-472 et Katja Würtz, « The legal nature of the ECB's oversight competence », *Euredia*, n° 4, 2007-2008, p. 436-462. Cependant, elle le fait. Voir l'orientation de la BCE du 26 avril 2007 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (TARGET2) (BCE/2007/2), JO 8 septembre 2007, n° L 237, p. 1-70 et l'orientation de la BCE du 21 avril 2010 relative à TARGET2 (BCE/2010/2), JO 12 mai 2010, n° L 118 p. 65-80.

29. Pour Sergio Rossi : « À ce jour, il n'y a pas de définition qui soit unanimement acceptée par les économistes » (Sergio Rossi, *Macroéconomie monétaire : théories et politiques*, op. cit., p. 13).

monnaie³⁰. » Il est alors nécessaire d'abandonner un effort de définition *a priori*. Selon Jean Clam, la monnaie, en tant que médium « n'a pas de contenu ferme, constatable et réidentifiable ». En effet, « il y a, structurellement, dans l'objet médium, un surcroît de possibilités qui le fait aller au-delà de ce qu'il est³¹ ». C'est alors par le biais de la masse monétaire que doit se faire l'approche « macro-juridique » de la monnaie³². La notion de masse monétaire n'a pas de contenu en elle-même. Il s'agit d'un agrégat statistique visant à mesurer la quantité de monnaie en circulation.

Faire rentrer la monnaie fiduciaire dans notre approche conduit à supprimer toute définition de ce qu'est la monnaie. La monnaie fiduciaire est une virtualité. Tout instrument financier peut se transformer en monnaie fiduciaire³³. La masse monétaire appréhende cette réalité en construisant différents agrégats statistiques selon la liquidité des instruments, à savoir la capacité à les transformer aisément, ou non, en monnaie.

Ainsi, la masse monétaire se mesure selon cinq agrégats différents : Mo, M1, M2, M3 et M4. Mo représente la monnaie banque centrale et les autres agrégats introduisent différents instruments bancaires et financiers selon leur liquidité, du plus liquide au moins liquide³⁴.

Appréhender la monnaie par le biais de la masse monétaire permet de penser ce médium dans toute sa virtualité et sa complexité. Il est alors possible de résumer l'action monétaire des banques centrales comme la gestion de la création monétaire, mesurée par le biais de la masse

30. Sir John Hicks, *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford, Clarendon Press, 1967, cité par Sergio Rossi, *Macroéconomie monétaire : théories et politiques*, op. cit., p. 18.

31. Jean Clam, « Monnaie et circulation. Contribution à une analyse structurelle du médium monétaire », Arch. phil. dr. 1998, n° 42, p. 153-174, spéc. p. 171 et p. 156-157.

32. Certains juristes en conviennent parfaitement à l'image de Geneviève Burdeau : « l'exercice de la compétence monétaire ne se réduit pas à la définition de la monnaie officielle, mais implique nécessairement, selon les conceptions économiques contemporaines, le contrôle de la masse monétaire » (Geneviève Burdeau, « L'exercice des compétences monétaires par les États », art. cité, p. 224).

33. Sur la disparition de la frontière entre monnaie et finance, voir : Dominique Carreau, « Le système monétaire international privé (UEM et Euromarchés) », art. cité, p. 309-391.

34. Voir : Sergio Rossi, *Macroéconomie monétaire : théories et politiques*, op. cit., p. 18 : « Mo = base monétaire (monnaie de banque centrale) ; M1 = Mo + dépôts à vue auprès des banques commerciales ; M2 = M1 + dépôts d'épargne auprès des banques commerciales ; M3 = M2 + dépôts à terme auprès des banques commerciales ; M4 = M3 + dépôts auprès des "quasi banques" », ces dernières étant par exemple le Trésor.

monétaire. Cependant, il s'agit là seulement d'une première étape dans la compréhension du rôle des banques centrales. La deuxième relève de la théorie juridique et impose de choisir une définition ouverte de la normativité.

2. L'« action normative »

Deux conceptions de la normativité du droit s'opposent. Une conception traditionnelle limite son approche aux ordres assortis de contraintes. Au contraire, la doctrine moderne propose d'étendre cette définition à d'autres actions par lesquelles le droit dirige les conduites humaines (2.1). Dans cette perspective, nous fonderons la notion d'« action normative » où l'influence des institutions publiques ne passe plus par les actes mais par leur action (2.2).

2.1. La normativité renouvelée

Pour Hans Kelsen, « les ordres sociaux considérés comme des ordres juridiques sont des ordres de contrainte de la conduite humaine » : « ils prescrivent certaines conduites humaines en attachant aux conduites opposées des actes de contrainte qui sont dirigés contre ceux qui les adopteraient (ou contre leurs proches)³⁵. » Le caractère normatif d'une règle, sa normativité, dérive alors de sa capacité à s'appuyer sur les sanctions prévues en cas de violation. Le modèle central est alors le droit pénal qui prohibe une action et assorti la violation de cette interdiction d'une peine. Une telle approche est particulièrement restrictive. C'est ce que constate Herbert Lionel Adolphus Hart, pour qui « il est certain que toutes les règles de droit n'ordonnent pas aux gens de faire ou de ne pas faire ». Il estime même que « le modèle composé d'ordres appuyés de menace obscurcit davantage le phénomène juridique qu'il ne l'éclaire³⁶ ». De même qu'appréhender de manière restrictive la monnaie en déforme le rôle, la définition étroite du droit ne permet pas d'en saisir la diversité.

35. Hans Kelsen, *Théorie pure du droit*, 2^e édition, trad. Charles Eisenmann, Paris, LGDJ, 1999, p. 41.

36. Herbert Lionel Adolphus Hart, *Le Concept de droit*, 2^e édition, trad. Michel van de Kerchove, Bruxelles, FUSL, 2005, p. 45 et 68.

En réaction se construit alors une nouvelle vision de la normativité selon laquelle elle dérive de la capacité d'un acte à influencer – modeler³⁷ – le comportement des individus auxquels il s'adresse³⁸. Comme le précise Paul Amselek : « Les normes juridiques [...] utilisent sans exclusive les trois degrés extrêmes de l'obligation de faire ou de ne pas faire (sans, au demeurant, que les obligations fixées soient systématiquement et immanquablement accompagnées de sanctions), mais aussi le degré intermédiaire de la permission ou du droit de ne pas faire³⁹. » Cette approche permet à alors d'opposer « à la contrainte, la régulation » et « à la stabilité, l'adaptabilité⁴⁰ ». Ainsi le droit peut être conçu comme « concret, individualisé, contextualisé⁴¹ ». Une telle vision permet alors de construire un outil d'analyse pour saisir le rôle des banques centrales : l'« action normative ».

2.2. La notion d'« action normative »

Si la normativité ne se résume pas à un acte assorti de contrainte mais bien à la capacité du droit à influencer une situation ou un comportement, l'acte n'est plus nécessaire ou, à tout le moins, l'analyse ne doit plus s'arrêter à l'acte. Elle doit, à la fois, se prolonger au-delà de l'acte dans son application mais aussi saisir l'acte dans son

37. Selon Antoine Jeammaud : « Toute règle juridique constitue, en tant que telle, une référence (ou un modèle), vouée à et permettant de déterminer comment des “choses” (des conduites mais aussi et plus souvent des situations, rapports, organisations, actes, voire choses matérielles, etc.) doivent être du point de vue de l'ordre auquel la règle appartient » (Antoine Jeammaud, « L'interdisciplinarité, épreuve et stimulant pour une théorie des règles juridiques », dans Thierry Kirat et Évelyne Séverin (dir.), *Le Droit dans l'action économique*, Paris, CNRS, 2000, p. 219-231, spéc. p. 224) ; voir aussi, du même auteur, « La règle de droit comme modèle », D. 1990, chron. p. 199-210.

38. Sur cette opposition, voir : Stéphane Gerry-Vernières, *Les « petites » sources du droit (À propos des sources étatiques non contraignantes)*, thèse dactylographiée, université Paris II Panthéon-Assas, 2010, p. 125-138 et Isabelle Hachez, « Balises conceptuelles autour des notions de “source du droit”, “force normative” et “soft law” », *Revue interdisciplinaire d'études juridiques*, n° 65, 2010, p. 1-63, notamment p. 18-20. Pour une conceptualisation autour de la notion de « force normative » voir : Catherine Thibierge, « Le concept de “force normative” » dans Catherine Thibierge (dir.), *La Force normative : naissance d'un concept*, Paris, LGDJ, 2009, p. 813-846.

39. Paul Amselek, « Autopsie de la contrainte associée aux normes juridiques », dans Catherine Thibierge (dir.), *La Force normative : naissance d'un concept, op. cit.*, p. 6.

40. Jacques Chevallier, « Vers un droit post-moderne ? Les transformations de la régulation juridique », *RDP* 1998, p. 659-690, spéc. p. 672.

41. Gérard Timsit, « Les deux corps du droit. Essai sur la notion de régulation », *RF adm. publ.* 1996, n° 78, p. 375-394, p. 377.

processus global. En effet, le pouvoir normatif, pour Gérard Timsit, « s'exerce dans la durée, constituant un procès destiné à ne trouver d'achèvement que dans l'application concrète des normes générales aux situations singulières qu'elles viennent régir » : « Ces "normes", considérées isolément ne peuvent être assimilées ni traitées en normes classiques. Elles constituent ensemble, l'exercice d'un seul et même pouvoir normatif – qui n'a d'existence que totale⁴². »

Mais pourquoi se limiter aux normes ? Si l'application devient l'angle d'analyse, la norme peut ne pas être la donnée centrale. Une norme peut, pour son application, nécessiter des actions concrètes de mise en œuvre. C'est alors sur l'action dans sa globalité qu'il faut se pencher. Bien évidemment, toute action a pour support et base juridique un acte. Mais l'action va au-delà de l'acte, elle en est le prolongement mais surtout le but. L'acte n'a de sens, et de normativité, qu'une fois l'action accomplie. L'« action normative » devient alors le concept à partir duquel le rôle d'une institution peut être étudié.

Il faut, à notre sens, entendre par là une action publique qui a pour but de modeler le comportement de certains des acteurs juridiques et, plus particulièrement, un marché. L'« action normative » consiste en une action directe sectorielle d'une autorité étatique – ou assimilée – sur certains acteurs dans le but d'influencer l'économie dans son ensemble. L'« action normative » ainsi entendue a pour but ultime la mise en œuvre d'une norme, mais trop générale pour l'être directement, et doit passer par une action concrète auprès d'une partie de la société. Il est alors temps de voir que, dans le cadre de la monnaie, l'« action normative » est la mieux à même d'influencer le marché sans, pour autant, lui imposer unilatéralement les décisions prises par l'autorité publique.

3. Le rôle monétaire des banques centrales

Notre démarche sera beaucoup plus concrète. Sans délaisser la théorie, le cas de l'Eurosystème et de sa politique monétaire servira, à présent, de guide pour l'analyse. Les développements précédents conduisent à dire que le rôle des banques centrales, par la politique monétaire, est de gérer la masse monétaire par le biais d'une « action normative ».

Dans le cas de l'Eurosystème, la politique monétaire passe majoritairement par le « pilotage des taux d'intérêt⁴³ ». La banque centrale cherche à

42. *Ibid.*, p. 385.

43. Orientation de la BCE du 20 septembre 2011 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème (refonte) (BCE/2011/14), JO 14 décembre 2011, n° L 331, p. 1-95, ann. I, pt. 1.3.1.

influencer la création monétaire afin d'en contrôler la masse par le biais du crédit. Une augmentation ou une baisse des taux d'intérêt entraîne une contraction ou une expansion de la masse monétaire. Tout l'art d'une banque centrale est alors de réussir à influencer ces taux pratiqués par les contreparties⁴⁴.

L'Eurosystème s'est doté d'une stratégie de politique monétaire qui passe par le contrôle de l'agrégat monétaire M₃. L'Eurosystème ne peut contrôler directement l'inflation. Sa stratégie a alors deux piliers⁴⁵. Le premier est dit économique. Le conseil des gouverneurs analyse des statistiques économiques afin de pouvoir estimer les évolutions futures de l'inflation. Le second pilier est monétaire, la BCE y contrôle la croissance de l'agrégat M₃. Bien évidemment, l'analyse économique sur ces sujets est plus élaborée. Mais seuls les ressorts de cette action sont intéressants pour les juristes.

L'« action normative » de la BCE a deux niveaux. Son influence à court terme est directe et passe par son intervention sur le marché monétaire dont l'efficacité est liée à la structure même de ce dernier (3.1). À moyen terme, son action passe par l'information qui devient le vecteur central de la normativité (3.2).

3.1. L'instrumentalisation de l'économie dans un but normatif

L'approche « macro-juridique » de la monnaie nous enseigne que les banques privées ont besoin de la banque centrale. Leur approvisionnement en monnaie banque centrale est indispensable à leurs relations. À partir de ce constat, la banque centrale va venir intensifier la dépendance des banques privées à son égard (3.1.1). Afin de s'assurer de cela, l'Eurosystème a prévu des sanctions mais dont l'utilisation est rare. La banque centrale compte, en réalité, sur la sanction naturelle du marché (3.1.2).

44. « La banque centrale est en mesure d'influencer les conditions du marché monétaire et de piloter les taux d'intérêt à court terme en signalant l'orientation de sa politique monétaire et en gérant la liquidité sur le marché. C'est ainsi qu'elle assure la stabilité des prix à moyen terme. Néanmoins, une modification des taux d'intérêt du marché monétaire par la banque centrale n'a qu'un impact indirect sur le niveau des prix » (Francesco Martucci, *L'Ordre économique et monétaire de la Communauté européenne*, op. cit., p. 362).

45. Cette stratégie a été officiellement annoncée le 13 octobre 1998 dans un communiqué de presse de la BCE. Pour une présentation officielle de cette stratégie, voir : BCE, « La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel*, janvier 1999, p. 41-53 et « Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE », *Bulletin mensuel*, novembre 2000, p. 37-48.

3.1.1. L'utilisation du droit pour créer un besoin économique

La gestion efficace de la création monétaire passe par l'instauration d'une relation de dépendance des banques à l'égard de l'Eurosystème⁴⁶. Cette dépendance passe par la fourniture de liquidités. Lorsqu'une banque cherche de la liquidité, elle peut soit la trouver sur le marché monétaire (auprès d'autres banques), soit auprès de la banque centrale. Afin de s'assurer qu'elle ira bien auprès de lui, l'Eurosystème a décidé d'accentuer ce besoin de liquidité en imposant aux banques, appelées « contreparties », de constituer auprès de lui des réserves obligatoires. En leur imposant d'immobiliser de la liquidité dans ce but, le système s'assure d'un manque de liquidité qu'il devra combler par le biais des opérations dites d'*open market*. La constitution des réserves obligatoires est la seule obligation assortie de sanctions imposée aux banques, dans le domaine de la politique monétaire⁴⁷.

Seules obligations assorties de sanction dans le domaine monétaire, les réserves obligatoires jouent un rôle crucial. L'utilisation des réserves obligatoires reçoit l'opposition des économistes et des contreparties⁴⁸. L'Eurosystème précise lui-même l'utilité de ces réserves. Elles servent à la « stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire » mais surtout à « la création ou à l'accentuation d'un déficit structurel de liquidité ». Ainsi, le système admet que « les réserves obligatoires de l'Eurosystème contribuent à faire apparaître ou à accentuer un besoin structurel de refinancement. Cette fonction peut contribuer à améliorer la capacité

46. « *For central banks to be able to influence the interest rate prevailing in an economy in this way, the banking system as a whole should depend upon the furnishing of central bank money* » (René Smits, *The European Central Bank—Institutional Aspects*, The Hague, Kluwer Law International, 1997, p. 225).

47. Pour le régime juridique des réserves obligatoires, voir le Cons. UE, règl. (CE) n° 2531/98, 23 novembre 1998 concernant l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne, précité et BCE règl. (CE) n° 1745/2003, 12 septembre 2003 concernant l'application de réserves obligatoires (BCE/2003/9), précité.

48. « L'utilisation des réserves obligatoires fait l'objet de critiques tant de la part des contreparties, qui y voient une contrainte, que des spécialistes de la politique monétaire, qui contestent leur efficacité en tant qu'instrument de politique monétaire » (Francesco Martucci, *L'Ordre économique et monétaire de la Communauté européenne*, op. cit., p. 395). D'autant que, comme le précise Sergio Rossi : « L'instrument des réserves obligatoires n'est aujourd'hui plus utilisé dans la plupart des pays avancés » (Sergio Rossi, *Macroéconomie monétaire : théories et politiques*, op. cit., p. 246).

de l'Eurosystème à intervenir efficacement comme pourvoyeur de liquidités⁴⁹. » Il s'agit d'ailleurs davantage d'accentuer un déficit de liquidité qui existe déjà⁵⁰.

Dans ce contexte, « l'Eurosystème agit comme un pourvoyeur marginal de liquidité et peut ainsi piloter les taux d'intérêt du marché monétaire⁵¹. » L'Eurosystème se sert ainsi de ce besoin de liquidité pour transmettre ses décisions politiques au marché et ainsi leur donner la normativité qu'elles nécessitent.

3.1.2. L'instrumentalisation juridique des sanctions naturelles du marché

Le besoin de liquidité créé par les réserves obligatoires doit être comblé. Pour cela, l'Eurosystème dispose du « cadre opérationnel », à savoir « l'ensemble des instruments utilisés par une banque centrale pour assurer la gestion de la liquidité et piloter les taux d'intérêt du marché monétaire⁵² ». C'est au sein du cadre opérationnel que se développe l'« action normative » de l'Eurosystème. Celle-ci a deux volets. Le premier regroupe les opérations à disposition du système pour gérer la liquidité. Le second représente la contrainte. Afin de s'assurer de la participation des banques au cadre opérationnel, l'« action normative » de l'Eurosystème utilise les sanctions naturelles du marché.

D'un point de vue concret, l'Eurosystème réalise des opérations de fourniture de liquidité sur le marché. Formellement, les modalités de ses opérations sont précisées dans une orientation de la BCE dite « documentation générale sur les instruments et procédures de politique

49. Orientation de la BCE du 20 septembre 2011 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème, précité, chap. 7 ann. I. L'orientation décrit ainsi plus amplement la première fonction : « Le mécanisme de constitution en moyenne des réserves obligatoires de l'Eurosystème vise à stabiliser les taux d'intérêt du marché monétaire en incitant les établissements de crédit à lisser les effets des variations temporaires de liquidités » (ann. I, pt. 7.1 a).

50. Pour la BCE, « le système bancaire de la zone euro enregistre un déficit global de liquidité et est tributaire du refinancement de l'Eurosystème » (BCE, « Le cadre opérationnel de l'Eurosystème : description et première évaluation », *Rapport mensuel*, mai 1999, p. 31-47, spéc. p. 31).

51. *Ibid.*

52. *Ibid.*

monétaire de l'Eurosystème⁵³ ». Ces actes propres à l'Eurosystème encadrent les relations entre la BCE et les banques centrales nationales⁵⁴. Les opérations que l'Eurosystème peut mener ont été énumérées par les statuts et leur mise en œuvre a été détaillée dans le texte précité. Le système choisit comme outil principal les opérations dites d'*open market*⁵⁵. Prévu par les statuts en termes généraux à son article 18, celles-ci sont déclinées par la documentation générale en sous-opérations. Il en existe trois grands types : les opérations principales de refinancement, les opérations à plus long terme et les opérations de réglage fin. Par ces opérations, l'Eurosystème fournit de la liquidité au marché, soit par l'achat ou la vente d'actifs, soit par des prêts garantis par les banques. Un rôle majeur, comme leur nom l'indique, est joué par les opérations principales de refinancement.

L'analyse des détails de ces opérations ne relève pas de l'« action normative ». Elles sont conduites sous la forme d'appels d'offre et se concrétisent par des contrats ou conventions signés entre l'Eurosystème – plus spécifiquement la banque centrale nationale compétente – et une banque. Notre perspective n'est pas celle d'étudier en détails les modalités juridiques de ces opérations mais d'en saisir le sens global.

Ce sens est celui d'un pilotage du taux d'intérêt pratiqué par les banques⁵⁶. Tous les instruments étudiés précédemment permettent de l'encadrer. L'Eurosystème se base sur l'Euro Overnight Index Average

53. Orientation de la BCE du 20 septembre 2011 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème, précité.

54. La BCE nie tout effet juridique à ce type d'acte. Dans l'orientation précitée, elle précise que ce document « ne confère aucun droit aux contreparties, pas plus qu'il ne leur impose d'obligations » (*ibid.*, introduction de l'ann. I ; voir, plus généralement, BCE, « Les instruments juridiques de la Banque centrale européenne », *Bulletin mensuel*, novembre 1999, p. 53-59, spéc. p. 57). Eu égard à la précision de ces actes, il est possible de douter d'une telle conclusion.

55. « On parle à ce sujet de marché "ouvert", parce que la banque centrale n'attend pas d'être sollicitée mais s'adresse spontanément au marché, qui est toujours ouvert (durant les journées ouvrables) » (Sergio Rossi, *Macroéconomie monétaire : théories et politiques*, op. cit., p. 249).

56. « La mise en œuvre de la politique monétaire intervient par le biais du cadre opérationnel de la politique monétaire. Les opérations de politique monétaire marquent le début de la transmission de cette orientation en pilotant le coût marginal des banques. D'une manière générale, l'Eurosystème y parvient en allouant un montant de liquidité qui permet aux établissements de crédit de la zone euro de satisfaire leurs besoins de liquidité à un prix conforme aux taux directeurs fixés par les autorités monétaires » (BCE, « L'orientation de la politique monétaire au cours de la crise financières », *Bulletin mensuel*, janvier 2010, p. 63-71, spéc. p. 65).

(EONIA), qui mesure le taux au jour le jour sur le marché interbancaire⁵⁷. Les taux pratiqués par l'Eurosystème lors de la mise en œuvre du cadre opérationnel avoisinent tous le taux directeur et encadrent ainsi les taux sur le marché interbancaire⁵⁸.

Pour cela, l'Eurosystème vient instrumentaliser la structure du marché monétaire. Grâce à sa structure et aux réserves obligatoires⁵⁹, le marché monétaire connaît un déficit de liquidité. Les banques en excédent ont alors le choix de prêter leur surplus de liquidité sur le marché ou de le déposer auprès de la BCE. Les banques en déficit cherchent de la liquidité à moindre coût. Leur première possibilité est d'utiliser les facilités permanentes de dépôt et de prêt offertes par l'Eurosystème. Mais la facilité de dépôt est rémunérée 0,25 % en dessous du taux directeur et la facilité de prêt à 0,25 % au-dessus. De ce fait : « Les taux des deux facilités permanentes constituent [...] un corridor qui limite ainsi la volatilité des taux au jour le jour⁶⁰. » Les banques vont chercher en

57. Euro Overnight Index Average (EONIA) : « A measure of the effective interest rate prevailing in the euro interbank overnight market. It is calculated as a weighted average of the interest rates on unsecured overnight lending transactions denominated in euro, as reported by a panel of contributing banks », source disponible en ligne à l'adresse URL suivante : <http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (dernière consultation le 24 novembre 2014).

58. « Une fois ses taux d'intérêt directeurs fixés, la BCE met en œuvre sa politique monétaire en allouant le montant de liquidité dont le secteur bancaire a besoin pour satisfaire la demande résultant des facteurs dits autonomes et pour constituer des réserves obligatoires. [...] Les facteurs dits autonomes sont définis comme étant la somme des billets en circulation plus les dépôts des administrations publiques moins les réserves nettes de change plus les autres facteurs. Les réserves obligatoires correspondent aux soldes que la BCE impose aux établissements de crédit de détenir sur des comptes ouverts auprès des BCN » (BCE, « Les mesures prises par la BCE en réponse à la crise financière », *Bulletin mensuel*, octobre 2010, p. 59-74, spéc. p. 61).

59. Juridiquement, il semble que les réserves obligatoires soient une première étape vers la participation aux opérations d'*open market* : « La demande d'autorisation de constituer des réserves obligatoires par le biais d'un intermédiaire en vertu du paragraphe 1 est adressée à la banque centrale nationale de l'État membre participant dans lequel le demandeur est établi. La demande est accompagnée d'une copie de la convention passée entre l'intermédiaire et l'établissement demandeur dans laquelle les deux parties expriment leur consentement à cet arrangement. La convention précise également si le demandeur souhaite avoir accès aux facilités permanentes et aux opérations d'*open market* de l'Eurosystème » (BCE (CE), règl. n° 1745/2003, 12 septembre 2003 concernant l'application de réserves obligatoires (BCE/2003/9), art. 10 § 2, souligné par l'auteur).

60. BCE, « Les opérations d'*open market* de l'Eurosystème lors de la période récente de volatilité des marchés de capitaux », *Bulletin mensuel*, mai 2008, p. 89-105, spéc. p. 90. La BCE explique ce phénomène en ces termes : « The interest rate on the marginal lending facility is normally substantially higher than the corresponding

priorité à se prêter entre elles. Ainsi, celles en excédent pourront prêter à un taux plus avantageux que celui de la facilité de dépôt et celles en déficit emprunter à un taux moins élevé que celui de la facilité de prêt. Les facilités permanentes sont un dernier recours. Les banques préfèrent participer aux opérations de refinancement, pour leurs besoins de liquidité. Les contreparties participent de manière volontaire à ces opérations⁶¹, lorsqu'elles pensent qu'elles ne pourront pas obtenir sur le marché un taux plus bas que celui proposé par la BCE.

Pour schématiser, le système utilise les instruments du marché pour encadrer les pratiques de ce dernier. Il commence par créer un manque, obligeant les banques à se prêter entre elles ou à s'adresser au système. Avec les facilités permanentes, il le borne. Aucune banque n'ira prêter de la liquidité pour un taux plus bas que celui des facilités permanentes, ni aucune autre en emprunter pour un taux plus élevé. En manque structurel de liquidité, le marché doit constamment s'approvisionner auprès des banques centrales. Le coût de cet apport de liquidité va ainsi devenir le coût normal d'achat de liquidité. Aucune banque n'ira emprunter de la liquidité à une autre, si celle-ci lui propose un taux plus élevé que celui pratiqué par l'Eurosystème⁶². Les contreparties ne sont en aucun cas obligées de participer aux opérations de l'Eurosystème

money market rate, and the interest rate on the deposit facility is normally substantially lower than the money market rate. As a result, credit institutions normally only use the standing facilities in the absence of other alternatives » (ECB, *The monetary policy of the ECB*, Francfort-sur-le-Main, 2011, p. 99).

61. Sur cette base, René Smits oppose les « *regulatory instruments* » et « *market instruments* » (voir : René Smits, *The European Central Bank—Institutional Aspects*, *op. cit.*, p. 226).
62. « Les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire tels que l'Eonia sont normalement pilotés en fonction du taux de soumission minimal, après adjudication, dans le cadre des opérations principales de refinancement, d'un montant de liquidité permettant aux établissements de crédit de constituer sans difficulté leurs réserves obligatoires au cours d'une période de constitution des réserves (qui dure environ un mois). Le montant alloué lors de ces opérations tient compte non seulement des besoins de refinancement résultant des "facteurs autonomes", mais également de la liquidité fournie par le biais d'autres opérations, généralement les opérations de refinancement à plus long terme. Les taux d'intérêt appliqués aux facilités permanentes de la BCE permettent de limiter efficacement la fourchette de variation des taux d'intérêt au jour le jour : la facilité de prêt marginal permet aux établissements de crédit de recevoir de la BCE de la liquidité au jour le jour, tandis que la facilité de dépôt leur permet de placer au jour le jour leurs excédents de liquidité » (BCE, « L'orientation de la politique monétaire de la BCE au cours de la crise financière », *op. cit.*, p. 65-66).

ou d'utiliser les facilités permanentes ; en revanche elles en retirent un bénéfice en pouvant se financer⁶³.

L'analyse juridique d'un tel comportement peut se faire en termes de « sanctions positives » pour reprendre le vocabulaire de Norberto Bobbio et participer de ce qu'il appelle la « fonction promotionnelle du droit⁶⁴ ». Cette fonction promotionnelle est liée à l'apparition de l'État providence qui cherche à avoir un contrôle sur l'économie⁶⁵. Néanmoins, les techniques auxquelles fait appel l'Eurosystème ne sont pas nouvelles. Au contraire, ce sont des techniques classiques de contrôle du crédit par les banques centrales⁶⁶. La spécificité de l'objet monétaire, objet virtuel reposant sur une fiction au sein de laquelle le secteur bancaire privé joue un rôle crucial, a empêché une totale emprise d'une vision classique du droit reposant sur un ordre de contraintes assorties de sanctions.

Au contraire, insaisissable par l'État, il a toujours été contrôlé par des techniques souples liant droit et économie. Pour Norberto Bobbio, « un ordre promotionnel cherche à atteindre sa fin propre par le biais

63. « *Market instruments, however, are used on terms to which the central bank's counterparties agree. They are not bound to engage in these operations, although in circumstances of money market shortages, borrowing from the central bank may, in practice, be unavoidable. Central banks and their counterparties may even obtain advantageous results from these operations* » (René Smits, *The European Central Bank—Institutional Aspects*, op. cit., p. 226).

64. Norberto Bobbio, *Essais de théorie du droit*, trad. Michel Guéret, Paris, LGDJ, 1998, notamment les chapitres suivants : « La fonction promotionnelle du droit » (p. 65-77) et « Les sanctions positives » (p. 175-181).

65. « À la suite de la profonde transformation qui a partout donné naissance au *Welfare State*, les organes publics poursuivent de nouvelles fins assignées à l'État à l'aide de nouvelles techniques de contrôle social, différentes des techniques traditionnelles » (Norberto Bobbio, *Essais de théorie du droit*, op. cit., p. 65). Il oppose alors les techniques fondées sur la contrainte et la sanction et celles fondées sur l'incitation et la récompense. Dans ce cadre, « la sphère économique se trouve nettement distinguée de la sphère d'activité politique ; les divers emplois des deux leviers fondamentaux du mouvement social deviennent leurs critères de distinction. Le levier à partir duquel se meut la société économique est la récompense ; celui de la société politique est la peine » (p. 70). Dans la grille d'analyse de Bobbio, il est délicat de classer les pouvoirs de la BCE qui font appel tantôt à la contrainte et à la peine (réserves obligatoires) et tantôt à la récompense.

66. Ces techniques sont en réalité anciennes. Il est délicat d'en dater l'apparition mais elles se pratiquaient déjà dans l'immédiat après-guerre. Pour une description de ces pratiques, très répandues, dans les pays de la CEE, en 1972, voir le rapport publié par le Comité monétaire cette année-là (Communautés européennes, Comité monétaire, *La politique monétaire dans les pays de la Communauté économique européenne. Institutions et instruments*, 1972) et notamment le chapitre III de la première partie : « Les instruments de la politique monétaire » (p. 51-73).

[de] trois opérations [...], en cherchant à rendre *nécessaire, facile ou avantageuse* l'action désirée⁶⁷ ». Par trois opérations, l'auteur entend des « mesures directes » qui influencent directement le destinataire par une contrainte ou une récompense⁶⁸. Les réserves obligatoires relèvent de cette catégorie. Elles coexistent avec des mesures que l'auteur appelle « indirectes » car elles cherchent « à influencer, par des moyens psychiques, l'agent dont on cherche à éviter ou dont on désire un comportement déterminé. » Dans ce cas-là il y a ce qu'il appelle « encouragement » : « Nous définissons par *encouragement* l'opération par laquelle A cherche à influencer le comportement désiré – positif ou négatif –, soit en facilitant, soit en lui attribuant des conséquences agréables. » Il y a, selon Norberto Bobbio, deux modalités de l'encouragement : « la sanction proprement dite, sous forme de récompense, [qui] vient après l'accomplissement du comportement [et] la facilitation [qui] précède ou accompagne le comportement que l'on veut encourager⁶⁹. » Le système use de ces deux techniques. Par le biais de l'organisation des systèmes de paiement, il encourage les contreparties à participer aux opérations qui sont proposées par le cadre opérationnel⁷⁰. Leur participation effective est récompensée par le gain qu'elles en retirent, notamment de financement à moindre coût.

Par rapport à la définition donnée par Norberto Bobbio, le comportement de l'Eurosystème est plus passif. La sanction positive⁷¹ n'est pas directement le fruit de son intervention. Au contraire, elle se contente d'utiliser la structure du marché à son profit. Ce paramètre est indispensable pour comprendre la normativité de l'Eurosystème. Face à un marché aussi délicat à contrôler que le marché monétaire, il ne peut réellement lui imposer des normes ou des structures. Pour Friedrich

67. Par opposition à « un ordre juridique répressif [qui] utilise trois types d'opérations distinctes, qui constituent trois manières d'empêcher une action non voulue : en la rendant impossible, difficile ou désavantageuse » (Norberto Bobbio, *Essais de théorie du droit*, *op. cit.*, p. 74).

68. « Le premier type d'opération, consistant à faire en sorte que le destinataire de la norme soit mis en condition de ne pouvoir – matériellement – soit la violer, soit se soustraire à son exécution, entre dans le groupe des mesures directes » (*ibid.*).

69. Norberto Bobbio, *Essais de théorie du droit*, *op. cit.*, p. 74-75.

70. Les comptes TARGET sont les lieux privilégiés d'exécution des opérations de politique monétaire.

71. D'autant que Norberto Bobbio retient une définition assez étroite du terme : « On peut parler de sanction juridique positive lorsque l'obligation secondaire d'une prestation est une obligation juridique ; autrement dit, lorsqu'il existe, au profit du détenteur de cette obligation, une garantie relative à son exécution par le moyen de la contrainte » (Norberto Bobbio, *Essais de théorie du droit*, *op. cit.*, p. 179).

A. Hayek, la construction d'ordres spontanés par le marché est plus efficace que celle mise en place par une volonté extérieure⁷². C'est à raison que l'Eurosystème n'a pas cherché à construire un marché monétaire de l'euro, mais a bâti – au contraire – ses règles d'organisation sur les structures du marché existant. En revanche, c'est en s'adaptant à ses modalités de fonctionnement, en les facilitant et en en jouant qu'il peut réussir à l'influencer. Cependant, l'influence du cadre opérationnel se limite aux taux d'intérêt à court terme. Pour influencer ceux de long terme, il doit jouer sur les anticipations du marché, par le biais de sa communication.

3.2. La communication comme action normative

La communication joue un rôle majeur dans l'activité des banques centrales. Au-delà du caractère indispensable de la transparence de la banque centrale comme pendant à son indépendance, la communication est utilisée comme un outil d'influence sur les contreparties. Une telle conclusion n'est pas propre aux banques centrales. Face au manque d'effectivité des techniques juridiques traditionnelles basées sur le commandement, G. Majone constate la montée en puissance de la régulation par le biais de l'information permettant alors de convaincre au lieu de contraindre⁷³. D'autant que le marché s'avère parfois incapable de fournir l'information adéquate⁷⁴.

Encore une fois, le système pourra utiliser les défaillances du marché à son avantage. Les outils principaux utilisés par l'Eurosystème sont

72. « La première particularité des ordres spontanés est que, en utilisant ses forces créatrices (la régularité de la conduite de ses membres), nous pouvons constituer un ordre à partir d'un ensemble de faits bien plus complexe que nous pourrions le faire par un arrangement délibéré » (Friedrich A. Hayek, *Essais de philosophie, de science politique et d'économie*, Christophe Piton (trad.), Paris, Les Belles Lettres, 2007, spéc. p. 250-251). L'idée est récurrente chez l'auteur et rythme les trois tomes de *Droit, législation et liberté*, Raoul Audouin (trad.), Paris, PUF, 1980.

73. « *The shift to modes of regulation based on information and persuasion, rather than command and control, should be seen as part of a general reappraisal of the role of public policy in an increasingly complex and interdependent world* » (Giandomenico Majone, « The new European agencies: regulation by information », *Journal of European Public Policy*, vol. 4, n° 2, 1997, p. 262-275, spéc. p. 269).

74. « *An important justification for the public regulation is the existence of information failures—the fact that the market does not always provide the type and amount of information which consumer, workers or investors need in order to make rational choices. However, public regulation does not have to take the form of rule-making and mandatory standards. As suggested above, one important alternative strategy is to provide reliable information to people exposed to particularly type of risk* » (ibid., p. 266).

la conférence de presse donnée par le président de la BCE à l'issue de chaque réunion du conseil des gouverneurs et le rapport mensuel publié par la BCE. Ce dernier reprend les arguments que le gouverneur mobilise pour justifier les décisions prises. Il indique les analyses de la situation économique faites par l'Eurosystème et surtout les perspectives d'évolutions futures. Ce dernier point est fondamental. La BCE se pose en experte de ces questions et fait partager son expertise à l'ensemble du marché. Elle espère non seulement l'informer de ses analyses mais aussi influencer le comportement des contreparties et notamment leurs anticipations rationnelles c'est-à-dire celles « cohérentes avec les prévisions résultant d'une interprétation pertinente de la théorie économique ». Elles « se forment comme si les agents utilisant toute l'information disponible, comprenaient la théorie économique et l'utilisaient dans le cadre de leurs prévisions⁷⁵. » En contrôlant l'information disponible, l'Eurosystème peut influencer les anticipations.

D'un point de vue juridique, une telle action est normative par la personnalité même de son auteur (3.2.1). Cette communication a d'autant plus d'importance que les anticipations jouent un rôle majeur dans la régulation du marché monétaire. La BCE espère ainsi influencer les anticipations des contreparties avec les arguments développés dans les rapports mensuels (3.2.2).

3.3. L'Eurosystème, une figure d'autorité pour le marché monétaire

Les traités imposent à la BCE de publier un rapport « au moins chaque trimestre⁷⁶ ». Elle en publie un par mois et la majorité des banques centrales nationales aussi⁷⁷. Rien n'oblige le gouverneur à tenir une conférence de presse. Il en tient une par mois où il lit un communiqué exposant les raisons qui justifient la décision prise par le conseil, puis il se livre à un exercice de questions-réponses avec des journalistes. L'exercice pourrait paraître périlleux. Il est indispensable car la parole de la BCE – ici comme représentante du système – doit être entendue. D'un point de vue juridique, le rapport mensuel et la conférence de presse constituent ce que Norberto Bobbio appelait des conseils et entrent dans

75. Henri Lamotte et Jean-Philippe Vincent, *La Nouvelle Macroéconomie classique*, Paris, PUF, 1993, p. 22.

76. Art. 15 § 1 des « Statuts ».

77. Il ne sera question ici que de ceux de la BCE. Le même raisonnement pourrait être tenu pour les banques centrales nationales.

la catégorie des « petites sources du droit⁷⁸ » à caractère normatif. C'est l'identité de leur auteur qui leur confère ces qualités.

L'Eurosystème est l'autorité monétaire de la zone euro et en tant que telle sa parole vaut plus, importe plus. Développée par Paul Amselek, l'approche du droit à partir de la théorie des actes de langage d'Austin est ici déterminante⁷⁹. L'auteur rappelle qu'un acte juridique est un acte de parole analysé pour ce qu'il dit : le locutoire. Or, toute analyse doit prendre en compte le contexte : l'illocutoire⁸⁰. Les locutoires prononcés par les institutions juridiques prennent une telle valeur par l'illocutoire qui entoure leur auteur. Il est impossible de détacher l'un de l'autre. Il faut s'interroger sur le contexte où s'inscrit un acte et l'intention de son auteur⁸¹. Ainsi le rapport mensuel édicté par la BCE dans le contexte de sa gestion monétaire ne saurait être perçu autrement que comme participant de cette tâche. Il faut cependant reconnaître que ces actes – contrairement aux orientations – n'ont pas les caractéristiques formelles d'actes juridiques de l'Union, mais cela ne saurait leur retirer leurs qualités normatives. Paul Amselek opère une différence entre les règles juridiques et les règles scientifiques. Les premières ont pour but de décrire la réalité, et les secondes, de l'influencer. Les règles scientifiques « constituent des outils, non pas de direction servant à diriger les conduites humaines, mais de reconnaissance, servant à repérer, à reconnaître et à anticiper le mode de survenance des choses

78. Pour Stéphane Gerry-Vernières, les « petites sources » sont « les actes non contraignants émanant des autorités de l'État » (Stéphane Gerry-Vernières, *Les « Petites » Sources du droit*, *op. cit.*, p. 529).

79. Voir notamment Paul Amselek, « Philosophie du droit et théorie des actes de langage », dans Paul Amselek, *Théorie des actes de langage. Éthique et droit*, Paris, PUF, 1986, p. 109-163.

80. « L'énoncé n'est qu'un élément d'un acte humain d'énonciation accompli dans un contexte historique intersubjectif. Cet acte humain comporte en filigrane, par-delà les paroles énoncées (le "locutoire"), des éléments intentionnels plus ou moins explicites par lesquels le locuteur a entendu assigner, dans le contexte dans lequel il se trouvait placé, une certaine fonction conventionnelle à ses paroles – ce qu'Austin appelle l'"illocutoire". L'illocutoire, c'est ce qui donne en quelque sorte son relief, sa couleur au locutoire, ce qui lui donne sa "valeur" » (*ibid.*, p. 111).

81. À propos des règles juridiques, Paul Amselek explique que ces actes « s'inscrivent dans l'exercice de fonctions sociales spécifiques : la fonction de dirigeant public, de dirigeant de peuple. Reconnaître un énoncé comme étant une règle juridique, c'est donc reconnaître ou impliquer que cet énoncé a fait l'objet d'un acte de langage, d'un acte d'édition par une autorité publique dans et pour l'exercice de ce pouvoir, de sa fonction de direction publique des conduites : c'est à cette fin, dans le contexte de l'exercice de cette fonction, que ce dire juridique a été édicté » (*ibid.*, p. 121).

dans le cours du réel⁸² ». Cependant, les bulletins mensuels n'énoncent pas des règles scientifiques mais viennent décrire une réalité présente et future. Leurs propos n'ont pas la certitude des règles scientifiques.

La dernière idée avancée par le Paul Amselek est fondamentale : les règles scientifiques servent à anticiper le réel, de même que le bulletin mensuel qui décrit la situation présente dans le but d'anticiper celle future. Sauf que cette anticipation n'est pas automatique. Issue de la science économique, elle ne peut avoir le degré de certitude des normes de science dure. Cela va pousser chaque opérateur à faire ses propres anticipations. Les données descriptives du bulletin mensuel pourront alors être utilisées comme des données de ces anticipations ; elles acquièrent alors un rôle prescriptif. C'est parce qu'elles sont faites par la banque centrale qui allie à la fois expertise et décisions politiques que ces données jouent un tel rôle. Elles peuvent alors être analysées comme des conseils.

La notion a été décrite par Norberto Bobbio⁸³. Celui-ci met en avant les différences fondamentales entre commandement et conseil. Le conseil est fondé sur l'absence de pouvoir de contrainte de son auteur, la liberté de son destinataire, l'autorité morale ou scientifique de l'auteur et la possibilité de conséquences négatives pour le destinataire dans l'hypothèse où il ne le suivrait pas mais sans intervention de la part de l'auteur⁸⁴. Le

82. « La différence entre les règles éthiques, par exemple les règles juridiques, et les règles scientifiques, c'est que les premières sont des mesures à suivre, à reproduire ; elles fixent le régime de se re-produire de certaines choses humaines aux fins que les intéressés visés ajustent leurs conduites. Tandis que les règles scientifiques donnent la mesure, non pas d'une mécanique événementielle à réaliser, mais de la mécanique événementielle du réel, de la réalité elle-même » (*ibid.*, p. 141). Sur ce thème, voir aussi Paul Amselek, « Lois juridiques et lois scientifiques », *Droits* 1987, n° 6, p. 131-141.

83. Norberto Bobbio, *Essais de théorie du droit*, *op. cit.*, notamment le chapitre « Commandements et conseils » (p. 141-158).

84. « Les caractères distinctifs considérés comme importants sont les suivants : a) celui qui commande est titulaire d'un pouvoir de contrainte ; b) le destinataire est obligé d'exécuter ce qui est commandé ; c) la raison de l'obéissance réside dans le respect pour la crainte du commandement en tant que tel (obéissance absolue) ; d) les éventuelles conséquences dommageables et l'accomplissement retombent sur celui qui commande. En sens inverse, a') un conseiller n'est pas doté d'un pouvoir de contrainte mais possède seulement une *vis directiva* ; b') le destinataire est libre de suivre ou de ne pas suivre le conseil ; c') la raison de l'obéissance tient au caractère de ce qui est conseillé (obéissance conditionnée) ; d') les éventuelles conséquences dommageables de la réalisation retombent principalement sur le conseillé ; e') la sanction consiste dans une conséquence incertaine et indépendante de la volonté du conseiller » (*ibid.*, p. 154).

conseil fait appel alors à la liberté du destinataire⁸⁵. Rien ne lui impose de le suivre⁸⁶. Il est cependant incité à le faire pour deux raisons. Tout d'abord, l'autorité du conseiller et notamment son expertise⁸⁷, ou à tout le moins son raisonnement doivent réussir à convaincre que la position qu'il adopte est la bonne et que les autres doivent faire de même⁸⁸. Ensuite car le non-respect du conseil peut avoir des conséquences négatives pour celui qui ne le suivrait pas. Cela reste néanmoins potentiel et ne dépend pas de la volonté de l'auteur. À cet argument de Norberto Bobbio, il est possible d'en ajouter un autre, évoqué par Stéphane Gerry-Vernières afin de reconnaître la portée des « petites sources » : l'imbrication des pouvoirs. Les autorités qui édictent des conseils ont bien souvent le pouvoir d'adopter des actes obligatoires. Elles peuvent alors suivre leur propre conseil dans leurs prérogatives de décisions et alors les administrés auront tout intérêt à l'avoir aussi suivi⁸⁹.

Le bulletin mensuel de la BCE et la conférence de presse⁹⁰ peuvent être analysés ainsi. Il s'agit en réalité de conseils à l'intention des acteurs du marché monétaire de suivre les prévisions de la BCE. Les bulletins mensuels sont largement documentés et comportent énormément de tableaux et graphiques venant étayer la position de la BCE. Cette dernière cherche ainsi à convaincre son lecteur. Celui-ci sera d'autant plus tenté de reprendre à son compte ces analyses – ou au moins les données – qu'il sait que les gouverneurs se fondent dessus pour prendre leurs décisions

85. « Le conseil se situe donc dans une zone intermédiaire ; il élimine le caractère exclusif de l'obligatoire [...] mais ne mène pas à l'indifférence d'une pure faculté de ne pas faire [...] il indique une comparaison entre 1 et non-A et, une préférence – conseiller A signifie que 1 est meilleur que non-A » (*ibid.*, p. 148).

86. Cette liberté semble inhérente au destinataire de toute règle de droit dans l'analyse de Paul Amselek (« Philosophie du droit et théorie des actes de langage », art. cité, p. 151-152).

87. « On demande aussi au conseiller qu'il soit supérieur en prestige au conseillé » (Norberto Bobbio, *Essais de théorie du droit*, *op. cit.*, p. 147).

88. « Celui qui conseille ne met pas en avant son propre pouvoir, mais avance des arguments dans le but de persuader, d'obtenir l'approbation de la valeur de ce qui est conseillé. Il ne demande pas que la conduite conseillée soit exécutée parce qu'elle est conseillée, mais parce qu'elle est raisonnable. Par ailleurs, le destinataire du conseil réfléchit, pèse le pour et le contre et, s'il se décide finalement à suivre le conseil, il ne le fait non pas par respect ou par crainte, mais parce que persuadé et consentant » (Norberto Bobbio, *Essais de théorie du droit*, *op. cit.*, p. 150).

89. Stéphane Gerry-Vernières, *Les « Petites » Sources du droit*, *op. cit.*, p. 211-218.

90. La conférence de presse est qualifiée par Jean-Claude Trichet de « transparence en temps réel » (Jean-Claude Trichet, « Keynote speech at the Académie des sciences morales et politiques », Paris, Académie des sciences morales et politiques, 24 mai 2004).

et qu'il a tout intérêt à les suivre s'il veut que ses anticipations soient bonnes. Là se trouve le désagrément potentiel pour lui. S'il ne suit pas le conseil donné par le bulletin mensuel, il peut, notamment, être pris au dépourvu lors d'un changement de taux directeur par la BCE et ainsi avoir fondé ses anticipations sur de fausses données. Dans leur capacité à influencer le comportement des individus, on peut alors dire que les bulletins mensuels sont normatifs.

Mais constituent-ils pour autant des règles de droit ? Norberto Bobbio s'y oppose et estime que les conseils ne sont pas assortis de sanctions et ne sauraient alors constituer des règles de droit⁹¹. Or, si, comme Paul Amselek, on ne retient pas cette définition de la règle de droit, la conclusion opposée s'impose⁹². Denys de Béchillon partage cette conclusion⁹³. De même pour Stéphane Gerry-Vernières, ce type de document constitue des « petites sources ».

Pour les rapports mensuels de la BCE, la conclusion se situe entre les deux. Le principal obstacle de leur reconnaissance comme acte juridique est l'absence totale de respect de la moindre règle formelle, à l'inverse des communications de la Commission qui sont publiées au *Journal officiel*. La portée de la forme est relative, la Cour de justice se concentre d'ailleurs sur le fond des actes. Pour Denys de Béchillon, « la forme juridique, à bien des égards, n'est pas autre chose qu'un moyen extrêmement sophistiqué et efficace de *mettre en évidence* la légitimité du statut de celui qui prétend faire œuvre d'autorité juridique⁹⁴ ». Or,

91. « Lorsqu'on dit et répète que les conseils n'appartiennent pas au monde du droit, on ne veut pas seulement dire que les normes juridiques sont impératives, mais aussi que les conseils ne sont accompagnés d'aucune obligation, qu'ils ne prescrivent aucun comportement principal ou accessoire dont la non-réalisation provoquerait une réponse prévue par ceux qui ont intérêt au respect de ces conseils » (Norberto Bobbio, *Essais de théorie du droit*, op. cit., p.154).

92. « Dans la mesure où les pouvoirs publics émettent aujourd'hui, dans leur fonction gouvernementale, aussi bien des commandements que des recommandations, ces dernières me paraissent, en tant même qu'exercice d'une autorité publique, constituer elles aussi du droit, au même titre que les commandements de type traditionnel auxquels se bornait autrefois l'exercice de la puissance publique » (Paul Amselek, « Philosophie du droit et théorie des actes de langage », art. cité, p. 156).

93. « Le conseil et l'ordre appartiennent tous deux à l'arsenal juridique désormais. Le Droit contemporain a enrichi sa palette normative. Il s'est doté de nouveaux moyens et entend réguler aussi la vie sociale sans interdire ni obliger » (Denys de Béchillon, *Qu'est-ce qu'une règle de droit ?*, Paris, Odile Jacob, 1997, p. 194).

94. Il ajoute : « L'écriture, la solennité du Droit, sa rhétorique, son appareil, ses rituels, ses procédures, sa tonalité, la structure de son langage, la manière qu'il a de s'écrire, les garanties dont il s'entoure... ; tout cela tend à montrer la même chose : que celui qui inscrit son discours dans ces formes et dans ces procédures est bien un locuteur

la légitimité qui intéresse l'Eurosystème n'est pas – dans ce domaine – juridique mais économique. Il cherche à se donner du crédit aux yeux des contreparties et à donner de la crédibilité à son propos. Il n'a pas alors à s'embarrasser d'un formalisme juridique contraignant, voire contre-productif. Formellement, il n'est pas possible de considérer les bulletins mensuels comme des actes juridiques. Ces derniers participent tout de même de l'action normative de la BCE et l'aident à transmettre sa politique monétaire au marché par le biais de ses anticipations, qui sont centrales dans ce domaine.

3.4. L'influence des anticipations par l'Eurosystème

De manière explicite, les publications et les membres de l'Eurosystème reconnaissent chercher à influencer les anticipations des contreparties, et ces dernières suivent ces indications. Dans certains articles des bulletins mensuels, la BCE explicite sa stratégie de communication et notamment les buts qu'elle poursuit à travers elle. De manière générale, elle estime qu'« une bonne interaction avec le public implique que la banque centrale, en tant que “fournisseur” d'informations, et que le public, en tant que “destinataire actif” partagent un cadre et un langage commun, une compréhension commune, avec lesquels ils se sentent tous les deux à l'aise⁹⁵ ». Sa communication ne s'adresse pas à n'importe qui mais à des initiés capables de comprendre son langage, l'« homme de la rue » n'est pas sa cible principale⁹⁶. Elle s'adresse en priorité au marché dans un but normatif. L'Eurosystème communique les données sur lesquelles il se fonde au sein du bulletin mensuel. Ce dernier « contient de plus amples détails sur l'analyse par le conseil des gouverneurs de la situation économique et des perspectives de stabilité des prix dans la zone euro, ainsi qu'une description détaillée des évolutions économiques de la zone euro⁹⁷ ». Ces données participent de celles sur lesquelles vont se fonder les anticipations des opérateurs du marché et permettre ainsi

“juridique”, qu'il détient comme tel un pouvoir légitime, et qu'il peut donc, au nom du Droit, chercher à faire acte d'autorité » (*ibid.*, p. 169-170).

95. BCE, « La transparence de la politique monétaire de la BCE », *Bulletin mensuel*, novembre 2002, p. 59-68, spéc. p. 60.

96. La BCE le confesse à demi-mots lorsqu'elle estime que « la stratégie de communication de la BCE doit prendre en compte la diversité des groupes cibles intéressés. Par exemple, les attentes des opérateurs de marchés financiers et des économistes relatives à la communication de la Banque centrale diffèrent de celles du grand public » (BCE, « La communication externe de la Banque centrale européenne », *Bulletin mensuel*, février 2001, p. 59-65, spéc. p. 61).

97. *Ibid.*, p. 62.

qu'ils partagent tous de ce que Marie Brière appelle des « représentations collectives⁹⁸ ».

Il est indispensable pour la BCE d'influencer les anticipations car les opérations de politique monétaire qu'elle mène au quotidien (et décrites précédemment) n'ont qu'une influence sur le taux d'intérêt de court terme. Celui de long terme ne peut être influencé que par les anticipations⁹⁹. Les anticipations sont fondées sur des « données brutes ». Il est important pour la banque centrale de communiquer les siennes afin de faire en sorte que le marché se base sur les mêmes qu'elle. Elles auront alors une portée normative et constitueront un conseil : le marché pourra suivre, ou non, les indications de la BCE ; ceux qui ne le font pas prennent le risque de ne pas anticiper correctement les évolutions futures du marché et notamment l'évolution de la politique monétaire. Et ça marche¹⁰⁰.

98. « On parlera de "représentations collectives" dans le cas où émerge une représentation perçue par l'ensemble des intervenants comme une référence commune sur le marché » (Marie Brière, Patrick Artus et André Orléan, *Formation des taux d'intérêt. Anomalies et croyances collectives*, Paris, Economica, 2005, p. 16).

99. « Cet effet d'anticipation est important pour la conduite de la politique monétaire, étant donné que les banques centrales ne contrôlent directement que les taux d'intérêt à très court terme, alors que l'anticipation de la trajectoire des taux à court terme au cours du temps et les primes liées à l'incertitude jouent également un rôle pour la transmission de la politique monétaire à l'économie. Si les agents économiques parviennent à anticiper globalement les actions des autorités, cela peut raccourcir le processus par lequel la politique monétaire se répercute sur les décisions d'investissement et de consommation et accélérer les ajustements économiques nécessaires » (BCE, « La transparence de la politique monétaire de la BCE », art. cité, p. 62). Et « les autorités monétaires contrôlent les taux directeurs ce qui influence l'ensemble des taux d'intérêt à court terme. Les taux de long terme sont quant à eux déterminés par l'équilibre des différents marchés de créances, et dépendent des anticipations sur l'évolution future des taux courts et les développements macroéconomiques (croissance, inflation) » (Marie Brière, Patrick Artus et André Orléan, *Formation des taux d'intérêt. Anomalies et croyances collectives*, op. cit., p. 74).

100. Au sein des trois pôles de la force normative évoqués par Catherine Thieberge, on se situe ici au sein de la « portée normative [...] celle de son effectivité sur le terrain ». « Il s'agit d'observer les effets produits par la norme, la manière dont la norme est reçue et perçue par ses destinataires ». Pour la mesurer, il faut « évaluer socialement la force exercée par la norme, c'est-à-dire sa portée effective », ce qui n'est pas toujours évident (Catherine Thieberge, « Le concept de "force normative" », art. cité, p. 822 et 833). Dans le domaine précis des anticipations, des études ont été menées par les économistes et il est possible de se référer à leurs travaux pour mesurer cette portée normative. C'est ce raisonnement qui sera suivi ici en se référant à la thèse de Marie Brière et qui s'appuie sur des études historiques et de terrain, notamment dans les salles de marché.

Pour Marie Brière, au-delà de former des anticipations, le marché fonctionne avec des « représentations “collectives” » à savoir « les modèles du fonctionnement de l'économie, des marchés et de la politique monétaire, qui sont perçus par l'ensemble des intervenants comme une référence commune, et qui leur permet de se coordonner. » Or, dans la formation de ces représentations, les banques centrales jouent un rôle déterminant car « ces représentations collectives ne se forment pas de façon autoréférentielle sur le marché. » « Elles sont influencées par deux types d'acteurs : les banques centrales et les économistes travaillant pour les grandes banques ou institutions financières¹⁰¹. » Deux raisons expliquent le rôle des banques centrales : leur légitimité et leur communication¹⁰². La première dérive de leur pouvoir en matière de politique monétaire ainsi que de leur expertise. La seconde induit le fait que « leurs conceptions de la politique monétaire et leur analyse de la situation économique, parce qu'elles sont largement diffusées (et de ce fait connaissance commune sur le marché), fournissent aux intervenants des repères pour coordonner leurs anticipations¹⁰³ ».

L'idée de représentation collective ainsi dégagée met en avant le rôle normatif de la communication de la BCE. Il faut ajouter à cette communication « factuelle » des données sur lesquelles se base la politique monétaire, celle faite en amont sur la stratégie et les instruments de

101. Marie Brière, Patrick Artus et André Orléan, *op. cit.*, p. 76 et 191.

102. « Les banques centrales jouent un rôle crucial du fait de leur forte légitimité auprès des marchés (elles ont la capacité d'influencer les taux d'intérêt à court terme et une réelle expertise dans l'analyse de la situation économique), mais aussi grâce à leur politique de communication (discours, conférences de presse, etc.). En effet, la très large diffusion de leurs vues, notamment en ce qui concerne la conduite de la politique monétaire et l'analyse de la situation économique, rend possible la coordination des agents. Comme chacun sait que tous les écoutent avec attention, cela permet aux intervenants de se polariser sur une interprétation identique, et de faire un tri parmi les informations, en se focalisant sur celles que les banques centrales mentionnent explicitement comme importantes » (*ibid.*, p. 169).

103. « Les marchés reconnaissent également aux banques centrales une grande expertise pour analyser la situation économique et faire des prévisions. Ils considèrent qu'elles surveillent très étroitement un très grand nombre d'indicateurs économiques, ce qui leur permet de mettre en œuvre le plus finement possible leur politique monétaire. Comme les opérateurs sur le marché n'ont ni la capacité ni le temps de mener un examen aussi détaillé, ils s'en remettent bien souvent à l'analyse formulée par les banques centrales concernant la situation économique, ce qui se reflète alors directement dans les prix des actifs, en particulier dans les taux longs. Ceci étant, en se concentrant quasi exclusivement sur l'analyse économique des banques centrales, les marchés courent le risque de négliger des informations qui pourraient être pertinentes et que les banques centrales auraient omises » (*ibid.*, p. 173).

politique monétaire qui joue aussi un rôle central dans les anticipations. Ainsi, l'Eurosystème peut maîtriser les anticipations et les taux d'intérêt à long terme dont la détermination est le fruit du taux d'intérêt de court terme et des représentations du marché monétaire sur le long terme. La crise financière a grippé ce mécanisme où la BCE avait de plus en plus de mal à se faire entendre et à se procurer des informations sur le marché¹⁰⁴.

Conclusion

La politique monétaire de l'Eurosystème a comme cible principale les taux d'intérêt. Son objectif final est pourtant la stabilité des prix. La BCE postule un lien entre les deux : « les modifications des taux d'intérêt directeur de la banque centrale ont une incidence sur les taux pertinents pour les ménages et les entreprises, notamment les taux débiteurs et créditeurs des banques, et donc sur les décisions prises en matière de consommation, d'épargne et d'investissement. Ces décisions influencent à leur tour la demande agrégée et, en fin de compte, le processus de fixation des prix et la formation des anticipations d'inflation¹⁰⁵. » Le schéma est alors complet. L'Eurosystème utilise la panoplie des actes à sa disposition pour s'organiser, ainsi que ses relations avec les contreparties. Une fois ce système en place, il fait jouer son action normative – réserves obligatoires, opérations d'*open market*, facilités permanentes, communication et anticipation – pour piloter les taux d'intérêt et ainsi influencer l'inflation.

L'approche « macro-juridique » de la monnaie nous a permis de comprendre que l'action d'une banque centrale vise à contenir la création monétaire, appréhendée par le biais de la masse monétaire. La notion d'« action normative » permet de décrire et d'analyser le processus par lequel ce contrôle s'opère. Il est alors possible de préciser les modalités de l'« action normative ». Celle-ci se base en premier lieu sur des actes, en l'espèce les règlements relatifs aux réserves obligatoires et l'orientation concernant les instruments et procédures de politique monétaire. Mais l'effet de ces actes n'est pas immédiat. Il dépend, à court terme, des interventions de l'Eurosystème sur le marché monétaire par le biais des opérations d'*open market*. L'effectivité de ces opérations se

104. Voir : José Manuel Gonzales-Paramo, « The role of information and communication in central bank policy: the experience of the recent financial turmoil », 2007, disponible en ligne à l'adresse URL suivante : <http://www.bis.org/review/ro71205f.pdf> (dernière consultation le 24 novembre 2014).

105. BCE, « Les mesures prises par la BCE en réponse à la crise financière », art. cité, p. 60.

fonde sur la structure et les dépendances du marché monétaire. Ces dernières, instrumentalisées par l'Eurosystème, constituent le ressort de la normativité de l'action de l'Eurosystème. À plus long terme, c'est l'information fournie par l'Eurosystème – dont le marché dépend – qui donne leur consistance aux décisions de politique monétaire.

L'action de la BCE depuis le début de la crise financière a changé de ressort. Tel qu'il a été décrit, le cadre existe toujours mais sa pratique a changé. L'Eurosystème a dû adopter des mesures dites « non conventionnelles » de politique monétaire au point de changer de rôle mais jamais d'objectif. L'Eurosystème a toujours donné la priorité à la stabilité des prix¹⁰⁶. Ces nouvelles mesures touchent majoritairement des opérations de refinancement. Le fonctionnement du marché monétaire est basé sur la confiance. Les contreparties ne se prêtent entre elles que si elles sont convaincues d'être remboursées. Lorsqu'une grande banque comme Lehman Brothers fait faillite, la confiance s'écroule. Au lieu de fournir de la liquidité aux banques qui n'ont pu se financer sur le marché monétaire, l'Eurosystème doit servir d'intermédiaire entre les banques, qui refusent de se prêter entre elles. Celles ayant un excédent de liquidité le place en entier auprès de l'Eurosystème, qui ensuite devra prêter à celles qui en manquent. Pour cela, le système a multiplié les opérations de refinancement et a changé leurs modalités¹⁰⁷.

Ce dernier a ainsi mené une opération de refinancement exceptionnelle de 38 jours, annoncée le 29 septembre 2008. Le 8 octobre, le conseil des gouverneurs a décidé de modifier les procédures des opérations principales de refinancement qui se font depuis à taux fixe et sans limites de liquidité disponible¹⁰⁸. Ensuite, l'écart entre la facilité de crédit et la facilité de dépôt a été resserré de 2 % à 1 %, pour repasser à 2 % lors d'une décision de décembre 2008 et repasser à 0,75 % en mai 2009. Enfin, les 15

106. Voir : Jean-Claude Trichet, « Toward the First Decade of Economic and Monetary Union—Experiences and Perspectives », Vienne, 36th Economics Conference of the Austrian National Bank, intervention du 28 avril 2008.

107. Voir, pour une présentation synthétique des réactions de l'Eurosystème à la crise financière, Jean-Claude Trichet, « Réflexions sur les turbulences financière », Paris, Institut Montaigne, intervention du 23 décembre 2008, disponible à l'adresse URL suivante : http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2008/html/spo81223_1.fr.html (dernière consultation le 24 novembre 2014).

108. « La modification la plus importante a consisté à introduire une procédure d'appels d'offres à taux fixe intégralement servis, qui a donné aux banques l'assurance de pouvoir obtenir auprès de l'Eurosystème toute la liquidité disponible souhaitée au taux directeur (en diminution rapide), à condition de disposer d'un niveau suffisant de garanties éligibles » (BCE, « La mise en œuvre de la politique monétaire depuis août 2007 », *Bulletin mensuel*, juillet 2009, p. 77-91, spéc. p. 80).

et 28 octobre 2008, les gouverneurs ont décidé de baisser les exigences qualitatives en matière de garanties. Le 7 mai 2009, le système a décidé de conduire des opérations de refinancement d'une durée de douze mois, à taux fixe, toutes les soumissions étant servies¹⁰⁹. Leur durée a pu alors atteindre récemment trente-six mois¹¹⁰, preuve de la flexibilité de ce cadre opérationnel et du pouvoir discrétionnaire dont il résulte.

En mai 2009, la BCE a aussi décidé d'acheter des obligations sécurisées, à savoir des titres émis par des institutions financières et adossés à des créances solides¹¹¹. L'orientation 2000/7 a été ainsi modifiée à de nombreuses reprises, notamment pour revoir les calculs en matière d'éligibilité des garanties. Le programme d'achat d'obligations sécurisées a fait l'objet d'une décision¹¹². Cet arsenal est toujours en vigueur. Il a été renforcé le 10 mai 2010 par le très controversé programme d'achat de titres et notamment d'obligations d'États sur le marché secondaire¹¹³, le programme pour les marchés de titres (dit SMP).

Sur le marché monétaire, ces mesures ont fait changer la BCE de rôle. Son pilotage des taux d'intérêt est passé au second plan. Ainsi, l'EONIA est aujourd'hui proche, non pas du taux directeur, mais de celui de la facilité de dépôt. Le marché n'est pas en manque de liquidité, au contraire. Mais la majorité des banques préfèrent déposer leur excès de liquidité auprès de la BCE que se le prêter entre elles. Les prêts qui se font, se font alors au taux de la facilité de dépôt¹¹⁴. C'est en réalité la BCE qui prête aux banques en demande. De pilote de la monnaie, elle

109. Voir : BCE, « Les mesures non conventionnelles de la BCE, leur incidence et leur suppression », *Rapport mensuel*, juillet 2011, p. 55-69.

110. La décision de mener ces opérations a été prise par le conseil des gouverneurs le 8 décembre 2011 et annoncée par le président Mario Draghi dans sa conférence de presse du même jour.

111. Sur cette chronologie, voir : BCE, « La mise en œuvre de la politique monétaire depuis août 2007 », art. cité.

112. BCE, déc., 2 juillet 2009 relative à la mise en œuvre du programme d'achat d'obligations sécurisées (2009/522/CE) (BCE/2009/16), précitée.

113. BCE, déc. n° 2010-5, 14 mai 2010 et instaurant un programme pour les marchés de titres (2010/281/UE) (BCE/2010/5), précitée.

114. « La forte demande de liquidité des intervenants de marché, entièrement satisfaite par l'Eurosystème, a provoqué une baisse significative des taux du marché monétaire au jour le jour, en les ramenant à un niveau inférieur au taux des opérations principales de refinancement et relativement proche du taux de la facilité de dépôt [...]. Dans ce contexte, le taux de la facilité de dépôt a joué un rôle de plus en plus important que par le passé vis-à-vis de l'Eonia et des autres taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire » (BCE, « L'orientation de la politique monétaire au cours de la crise financières », art. cité, p. 69).

est devenue intermédiaire. Comme la BCE le dit elle-même, elle « a réagi en endossant un rôle d'intermédiaire direct de liquidité aux banques, fonction normalement assurée par le marché monétaire, passant d'une procédure d'appel d'offres à taux variables à une procédure d'appel d'offres à taux fixe avec une allocation illimitée de la liquidité demandée par les contreparties¹¹⁵ ». L'Eurosystème semble avoir bien du mal à se défaire de son rôle. Elle évoque dans plusieurs bulletins mensuels la suppression de ces mesures non conventionnelles qui ont été prévues pour n'être que temporaires¹¹⁶.

L'« action normative » de l'Eurosystème s'en trouve alors modifiée. La souplesse de sa conception, basée sur les besoins du marché, a permis de s'adapter aux changements de demandes des banques. Il n'a plus besoin de forcer la demande de liquidité, celle-ci est devenue naturelle lorsque les banques ont refusé de se prêter entre elles. Même si ces modalités changent, le cœur de l'« action normative » ne change pas.

L'analyse qui vient d'être faite n'est que parcellaire. L'action des banques centrales s'étend bien au-delà de la politique monétaire. Par exemple, son rôle dans le domaine des systèmes de paiement mériterait d'être analysé. Le cadre théorique posé ici permettrait une telle analyse. L'approche « macro-juridique » de la monnaie démontre le rôle majeur des banques centrales qui se situent au cœur des systèmes de paiement. L'approche par le biais de l'« action normative » peut servir de cadre à une telle réflexion.

Enfin, cette approche ouverte permet de comprendre le changement dans le rôle des banques centrales. L'explication ici apportée de leur rôle monétaire est indispensable pour comprendre leur rôle dans le domaine de la stabilité financière qui tend à devenir une nouvelle fonction pour les banques centrales¹¹⁷. Comprendre la monnaie en termes d'agrégats composés, notamment, d'instruments financiers rend logique la délégation d'une telle fonction aux banques centrales. Dans ce domaine, une réflexion plus poussée pourrait conduire à conclure que : « la monnaie a changé imperceptiblement de nature ou, plus exactement, la finance de marché a provoqué l'apparition d'une nouvelle forme de

115. BCE, « Les mesures non conventionnelles de la BCE, leur incidence et leur suppression », art. cité, p 59.

116. *Ibid.* Voir aussi Jean-Claude Trichet, « The ECB's exit strategy », Frankfort-sur-le-Main, ECB Watchers Conference, intervention du 4 septembre 2009, disponible en ligne à l'adresse URL suivante : <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090904.en.html> (dernière consultation le 24 novembre 2014).

117. Voir : Conseil d'analyse économique, *Banques centrales et stabilité financière*, Paris, La Documentation française, 2011.

monnaie subliminale, la “monnaie financière”, dont les effets, devenus incontrôlables, ont ravagé l’économie mondiale¹¹⁸. » On perçoit alors l’urgence, pour les juristes, de s’intéresser aux questions monétaire.

Maître de conférences
Université Paris Est-Créteil

118. Jacques de Maillard, « Quand la monnaie tue l’économie. Cinq propositions sur la crise », *Le Débat*, n° 172, 2012, p. 138-150, spéc. p. 138.