

ANALYSE
FINANCITÉ

AUTEUR
BERNARD BAYOT



LE CASSE DU SIÈCLE

AVRIL 2025



Financité

Les banques centrales ont notamment pour mission de préserver la stabilité des prix. Mais comment y parvenir ? La méthode actuelle entraîne des pertes cumulées des banques centrales de la zone euro qui sont estimées à 230 milliards d'euros sur la période 2023-2028 ! Une des raisons principales tient au fait qu'elles offrent un taux d'intérêt élevé sur les dépôts qu'elles reçoivent des banques commerciales. Comment justifier un tel transfert financier au profit de ces dernières et de leurs actionnaires ?

En quelques mots :

- La Banque nationale de Belgique a perdu 580 millions d'euros en 2022, 3,37 milliards d'euros en 2023 et encore 3,67 milliards en 2024.
- En plus de la légitimité de ce transfert financier des banques centrales vers les banques commerciales, se pose la question de savoir qui va payer ?
- Il convient d'imposer aux banques commerciales des réserves obligatoires dont une partie ne serait pas rémunérée ou, à défaut, au moins d'exiger d'elles des contreparties à la manne financière qu'elles tirent de leurs dépôts auprès des banques centrales.

Mots clés liés à cette analyse : politique monétaire, banque centrale

Introduction

La Banque nationale de Belgique (BNB) est la banque centrale de notre pays depuis 1850. Elle est chargée de quatre missions : (a) préserver la stabilité des prix, (b) veiller à la stabilité financière et surveiller le système financier, (c) assurer la sécurité des billets de banque et l'efficacité des systèmes de paiement et (d) fournir des données et des analyses économiques et financières.

Nous allons nous concentrer ici sur la première d'entre elles mais retenons quand même de cette vision plus complète de l'ensemble des missions de la BNB que celles-ci touchent à l'intérêt général et qu'elles lui sont confiées par la loi. Il s'agit d'ailleurs d'une institution d'intérêt public même si elle a pris la forme d'une société anonyme dont le capital social de dix millions d'euros est détenu pour moitié par l'État belge tandis que l'autre moitié est négociée en bourse et peut donc être achetée par n'importe qui.

La BNB peut donc être considérée comme un animal hybride qui se distingue tant des autres sociétés anonymes que des entreprises publiques classiques par sa forme juridique, ses organes et ses règles de fonctionnement spécifiques. La Belgique est ainsi l'un des seuls pays au monde dont la banque centrale est cotée en bourse. Et même, à l'origine, l'actionariat était totalement privé et constitué des banques privées qui, jusqu'alors, s'occupaient d'émettre des billets. En 1948, l'État a acheté la moitié des actions lors d'une augmentation de capital, situation qui a perduré jusqu'à ce jour.

Le casse du siècle

Mais, au fond, est-ce une bonne affaire de détenir des actions de la BNB ? Pas tellement si l'on en croit l'évolution de son cours de bourse. Si une action de la BNB se négociait plus de 2.400 euros il y a 5 ans – si l'on remonte plus loin dans le temps, elle a atteint jusqu'à 4.000 euros -, elle n'en vaut plus qu'entre 300 et 350 euros actuellement (avril 2025). Une chute vertigineuse que nous allons essayer de comprendre avant d'en analyser les conséquences.

1 Plus dure sera la chute

Nous sommes très précisément le 21 septembre 2022, l'action de la BNB ne cotait déjà plus qu'autour de 1.500 euros, son prix le plus bas depuis plus de 20 ans. Et les jours précédents, le cours de l'action s'était effondré suite à des d'informations selon lesquelles la BNB enregistrerait des pertes.

Et, patatras !, la FSMA, l'Autorité des marchés financiers, annonce que l'action de la BNB à la Bourse de Bruxelles vient d'être suspendue avant l'ouverture des échanges. La BNB se refuse à tout commentaire et les rumeurs circulent bon train. Selon certains observateurs, cela pourrait être annonciateur d'une offre publique d'achat sur la Banque de la part de l'État belge.

Il n'en est rien, cette suspension a précédé un important avertissement sur les résultats de la BNB. Plus tard dans la journée, la BNB publie en effet un « communiqué au marché de la Banque nationale de Belgique » qui ne laisse aucun doute : « sur la base des derniers scénarios de risques qu'elle a établis, la Banque s'attend à clôturer l'exercice 2022 en déficit. L'analyse des risques fait en outre apparaître que les pertes s'alourdiront encore les années suivantes. »

En septembre de la même année, la BNB annonce qu'elle ne versera pas de second dividende pour l'exercice 2022, le premier dividende étant quant à lui acquis même en cas de résultat annuel négatif. Elle précise à cette occasion qu'elle terminera l'exercice 2022 sur une perte estimée dans une fourchette comprise entre un minimum de 600 millions d'euros et un maximum de 800 millions d'euros. Mais surtout que « les projections indiquent, en tenant compte de la nature intrinsèquement incertaine du calcul, que, sur la base des attentes actuelles du marché, la Banque enregistrerait des pertes jusques et y compris l'exercice 2027 avant de renouer avec la rentabilité. Si un tel scénario venait à se concrétiser, ce qui, encore une fois, est entouré d'une grande incertitude, à composition du bilan inchangée, cela entraînerait des pertes totales d'un montant de l'ordre de 9 milliards d'euros sur cette période ».

Ce que l'on sait aujourd'hui de ces prédictions est que la BNB était encore trop optimiste. Elle a effectivement perdu 580 millions d'euros en 2022, 3,37 milliards d'euros en 2023 et encore 3,67 milliards en 2024. Vous calculez bien, nous en sommes

Le casse du siècle

*La Banque
s'attend à
clôturer
l'exercice en
déficit.*

déjà à une perte de plus de 7,5 milliards en trois ans ! Et ce n'est pas fini, dans son communiqué du 26 mars 2025, la BNB anticipe une perte cumulée d'un montant de 2,8 milliards d'euros supplémentaires dans les cinq prochaines années. Nous en serions donc à près de 10,5 milliards de pertes en 8 ans...

Ce qui représente quand même 1,7 % du produit intérieur brut de la Belgique, c'est-à-dire de la richesse que notre activité économique génère chaque année. Ou, pour présenter les choses autrement, deux fois et demi les 4 milliards d'euros que la Belgique cherche à trouver en 2025 pour atteindre les 2 % de PIB d'investissements dans la défense demandés avec insistance par l'Otan. C'est donc tout sauf anecdotique ! Mais comment en est-on arrivés là ? La faute aux brusques hausses des taux d'intérêt décidées par la Banque centrale européenne (BCE).

2 La planche à billets

Une des quatre missions de la BNB est de préserver la stabilité des prix. Celle-ci est l'objectif principal de l'Eurosystème qui regroupe la BCE et les banques centrales nationales des États membres de l'Union européenne ayant adopté l'euro. C'est donc l'autorité monétaire de la zone euro.

Chaque banque centrale s'efforce donc de préserver la valeur de la monnaie en veillant à ce que l'inflation ne soit ni trop élevée ni trop faible et à ce qu'elle demeure stable et prévisible. Dans la zone euro, l'objectif est de tendre vers un taux d'inflation de 2 % à moyen terme.

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

Si la banque centrale veut ralentir une inflation trop forte, elle augmente son taux directeur, ce qui provoque une augmentation des taux d'intérêt des banques commerciales, et, comme le coût du crédit devient plus cher pour les ménages et les entreprises qui empruntent, ceux-ci empruntent moins et donc consomment et investissent moins. L'activité ralentit, tout comme le rythme de hausse des prix. À l'inverse, si la banque centrale estime que l'inflation est trop basse, elle va diminuer son taux directeur pour faire baisser les taux d'intérêt des banques commerciales, le coût du crédit devient moins cher pour les ménages et les entreprises qui peuvent emprunter plus, donc consommer et investir davantage. L'activité s'accélère, tout comme le rythme de l'inflation.

*La BCE a
commencé à
acheter des
titres
financiers sur
les marchés
dès 2009.*

C'est donc fixant les conditions des crédits qu'elle accorde aux banques commerciales et, corrélativement, à quel taux sont rémunérées les réserves que celles-ci déposent auprès des banques centrales nationales qu'est menée la politique monétaire dans le cadre de l'Eurosystème.

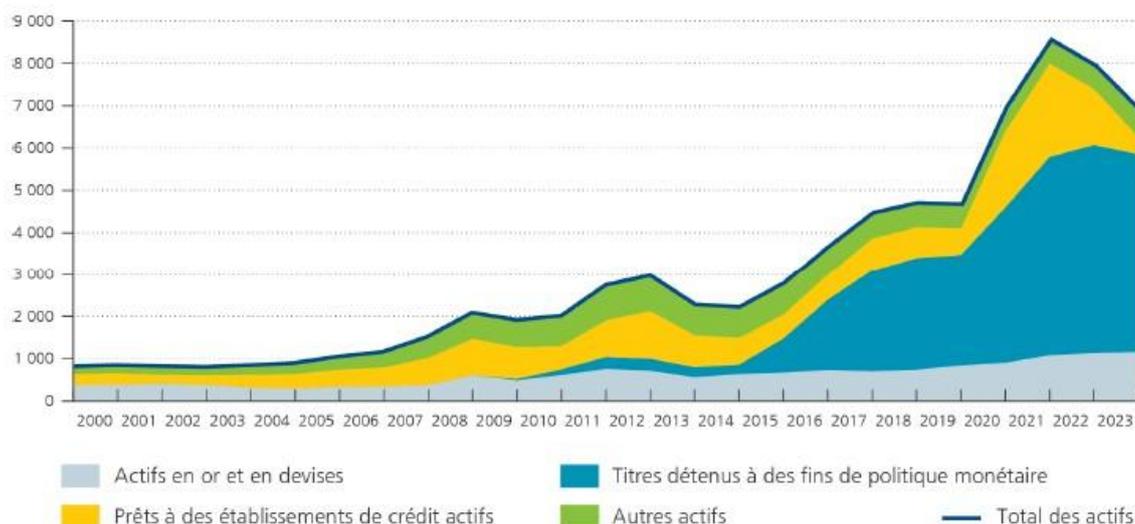
A côté de cet outil conventionnel de la politique monétaire, l'Eurosystème en a dégagé un autre, qualifié de non-conventionnel, entendez nouveau et inhabituel. Il a commencé à acheter des titres financiers sur les marchés dès 2009, mais ces achats se sont intensifiés à partir de 2014, dans le cadre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme ou APP), et à partir de 2020, dans le contexte de la crise du COVID19, dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (Pandemic Emergency Purchase Programme ou PEPP).

Généralement qualifiés d'« assouplissement quantitatif » (quantitative easing ou QE), ces programmes d'achats de titres visaient à stimuler l'économie alors que l'inflation des prix à la consommation campait sous l'objectif de la BCE et que les taux d'intérêt directeurs de la BCE s'établissaient à des niveaux historiquement bas.

Comme le montre le graphique ci-dessous, ils sont la cause principale (couleur bleu) de la croissance stupéfiante qu'ont connu les bilans des banques centrales de l'Eurosystème ces quinze dernières années.¹

¹ S. El Joueidi, E. Vincent and J. Wauters, Central bank losses: causes and consequences, NBB Economic Review, 2024, n° 8.

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



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

L'impact direct et indirect de cette politique d'« assouplissement quantitatif » sur les pertes des banques centrales mérite une analyse à elle seule. Concentrons-nous ici sur l'impact du taux directeur. Jusqu'à récemment et pour encourager les banques commerciales à accorder davantage de crédits et ainsi faire reprendre la croissance et l'inflation, la BCE avait décidé d'un taux négatif sur ces réserves. Les banques commerciales payaient donc pour stocker leur excès de liquidités et avaient donc tout intérêt à les utiliser pour accorder des crédits. Elles pouvaient même emprunter à taux négatif pour ce faire.

Cette politique des taux d'intérêt négatifs en zone euro a duré jusqu'en juillet 2022 lorsque la BCE a décidé de relever de 0,5 % ses trois taux directeurs mais aussi annoncé de nouvelles hausses ultérieures. Il s'agissait pour elle de lutter contre l'envolée des prix à la consommation qui avaient atteint des niveaux que l'on n'avait plus connus depuis quarante ans (8,6 % en juin 2022 en moyenne au sein de la zone euro). La volonté était de renchérir le coût de refinancement à très court terme des banques commerciales pour que cela se traduise par un renchérissement des prêts que celles-ci accordent aux agents économiques, ménages et entreprises, et ainsi à freiner la croissance de la demande de biens et services.

Pour lutter contre cette inflation galopante, le taux de rémunération sur les dépôts des banques commerciales est ainsi monté progressivement jusqu'à 4 % en 2023 avant de redescendre ensuite, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal étant ramenés à respectivement 2,50 %, 2,65 % et 2,90 % à compter du 12 mars 2025.



Evolution du taux de rémunération des dépôts bancaires (Facilité de dépôt) – Source BCE

Les banques centrales, dont le métier est de créer de la monnaie, font donc tourner la planche à billets mais en manquant cruellement dans leurs propres comptes ! C'est que la fin des taux d'intérêt négatifs et la rémunération des dépôts auprès d'elles a forcément incité – c'était le but - les banques commerciales à placer leur argent auprès des banques centrales qui l'a donc rémunéré cher et vilain. D'où de substantiels trous dans la caisse pour ces dernières. Car, bien sûr, il n'y a pas que la BNB à être touchée. Nous avons patiemment collecté les résultats des banques centrales nationales de la zone euro pour l'année 2024. Toutes n'ont pas encore publié leur résultat mais seulement les plus importantes. Résultat ? D'ores et déjà, on peut estimer leurs pertes à environ 70 milliards d'euros !

Les pertes cumulées de l'Eurosystème sont, elles, estimées à 230 milliards d'euros sur la période 2023-2028.²

3 La martingale

« Le transfert des banques centrales vers les banques commerciales est de 140 milliards d'euros par an dans la zone euro. Le budget de l'Union européenne se situe à 168 milliards d'euros pour un an » rappelait Paul De Grauwe, professeur émérite de la KULeuven et enseignant à la London School of Economics, dans le Financité

² Christophe Nijdam, Pertes des banques centrales : est-ce grave docteur ?, Revue Banque, 14 mars 2025.

magazine de mars 2024. Certes les taux d'intérêt de la facilité de dépôt ont quelque peu baissé depuis lors mais cela reste bien sûr interpellant.

« Aujourd'hui, les banques centrales transfèrent tous leurs bénéfices aux banques commerciales. Elles peuvent émettre de la monnaie, mais au lieu de la transférer au gouvernement, elles la transfèrent aux banques commerciales. Pourquoi pas à la collectivité ? » - poursuit Paul De Grauwe qui plaide pour arrêter d'accorder un taux d'intérêt à ces fameuses réserves obligatoires.³

Car, relève-t-il, si les banques centrales subventionnent massivement les banques commerciales, « on n'exige rien (de ces dernières) – par exemple, de financer la transition ou de mieux rémunérer les épargnants. La majeure partie de cette manne ira gonfler les poches de leurs actionnaires ».⁴

En plus de la légitimité de ce transfert financier des banques centrales vers les banques commerciales, se pose la question de savoir qui va payer ? Car toutes ces pertes sont forcément portées dans leurs comptes annuels qui, du coup, ne sont guère brillants et c'est un euphémisme : si les banques centrales étaient des entreprises classiques, elles seraient déjà déclarées en faillite ! Ce qui les sauve est qu'elles ne sont précisément pas des entreprises classiques et qu'elles bénéficient de ce privilège exorbitant liée à leur mission de stabilité financière qui consiste à pouvoir émettre de la monnaie « ad infinitum » et pouvoir par conséquent opérer avec des fonds propres négatifs.

Donc, en première analyse, ces cadeaux fait aux banques commerciales et à leurs actionnaires sont inscrits aux bilans des banques centrales mais ne leur portent pas préjudice compte tenu de leur statut particulier. Soit, mais cette pirouette est-elle de nature à nous rassurer complètement ? Pas vraiment.

D'abord, lorsqu'une banque centrale enregistre des déficits, c'est une ressource en moins pour le Trésor qui, pour la remplacer, doit arbitrer entre une hausse des impôts, une baisse des dépenses ou l'emprunt sur les marchés. Il peut même arriver que l'actionnaire principal, l'État, soit amené à la recapitaliser si les fonds propres sont en dessous du niveau réglementaire. Rappelons-nous le cas de la BNB qui prive l'État belge de dividende depuis le milieu de l'exercice 2022 tandis que circulait, lorsque l'action de la BNB avait été suspendue la Bourse de Bruxelles, la rumeur d'une offre publique d'achat sur la Banque de la part de l'État belge.

³ Paul De Grauwe Yuemei Ji, Monetary policies with fewer subsidies for banks: A two-tier system of minimum reserve requirements, CEPR, 13 Mars 2023., <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policies-fewer-subsidies-banks-two-tier-system-minimum-reserve-requirements>

⁴ Dominique Berns, Paul De Grauwe : « Les banques centrales subventionnent massivement les banques, et tout le monde s'en fiche... », Le Soir, 11 avril 2024.

Si les banques centrales étaient des entreprises classiques, elles seraient déjà déclarées en faillite.

En outre, la réduction des bénéfices versés aux États pourrait inciter les gouvernements à intervenir dans la gestion des banques centrales, menaçant leur indépendance. Enfin ces pertes pourraient fragiliser la confiance des citoyens et des marchés financiers.⁵

Rappelons quand même que, avec cette question monétaire, nous touchons aux fonctions régaliennes dont dispose l'État. La BNB est le propriétaire juridique, au sens du Code civil, des réserves d'or de la Belgique, soit 227 tonnes qui valent, au cours actuel de l'or, un peu plus de 20 milliards d'euros. Ces réserves sont donc comptabilisées à l'actif de son bilan conformément à l'article 9bis de la loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la BNB. Cette disposition précise que « ces avoirs constituent un patrimoine affecté aux missions et opérations relevant du présent chapitre et aux autres missions d'intérêt public confiées par l'État à la Banque ». Ces réserves ne semblent pas devoir être menacées par les pertes cumulées de la BNB mais il n'empêche, on l'aura compris, nous sommes sur un sujet particulièrement délicat et sensible.

Conclusions

Comme le rappelle à juste titre Luiz Pereira da Silva, le vice-directeur général de la Banque des règlements internationaux (BRI), organisme international surnommé « la banque centrale des banques centrales », l'inflation est l'impôt le plus régressif possible : ça rogne les salaires, ça affecte la vie des plus pauvres, ça pèse sur le pouvoir d'achat des salariés, ça empêche de se projeter dans l'avenir.⁶ Il ne fait donc aucun doute que la lutte contre l'inflation se justifie, notamment en terme de justice sociale. Pour autant, la dérive à laquelle l'on assiste depuis 2022 avec ce transfert à coup de centaines de milliards d'euros sur la période 2023-2028 des banques centrales vers les banques commerciales et leurs actionnaires, qui réduit d'autant les recettes publiques, est injustifiée et inacceptable.

Comme le suggère Paul De Grauwe, il convient d'imposer aux banques commerciales des réserves obligatoires dont une partie ne serait pas rémunérée ou, à défaut, au moins d'exiger d'elles des contreparties à la manne financière qu'elles tirent de leurs dépôts auprès des banques centrales. Il peut s'agir, par exemple, de les soumettre à des obligations de résultat en matière de financement de la transition ou de rémunération des épargnants.

Ne pas aller en ce sens serait incompréhensible mais, au surplus, potentiellement dangereux au motif que cette rémunération plantureuse offerte aux banques

⁵ Christophe Nijdam, op. cit.

⁶ Eric Albert, « L'inflation est l'impôt le plus régressif possible », Le Monde, 26 juin 2022.

commerciales est susceptible de menacer l'indépendance des banques centrales et de fragiliser la nécessaire confiance des citoyens et des marchés financiers.

Bernard Bayot

Avril 2025

Recommandations Financité

En lien avec cette analyse, le mémorandum Financité « *52 propositions pour une finance au service de l'intérêt général, proche et adaptée aux citoyen·ne·s* »⁷ plaide pour.

Avoir une politique monétaire en faveur de la collectivité :

Financité demande aux autorités européennes d'imposer à la Banque centrale européenne de limiter ses programmes d'achats d'actifs à ceux qui favorisent des activités avec une réelle plus-value sociale et environnementale et de conditionner le refinancement des banques à l'octroi par celles-ci de crédits en faveur de telles activités. Financité demande aux autorités européennes d'imposer à la Banque centrale européenne de pérenniser et amplifier la détention à son actif d'une partie substantielle des dettes souveraines afin de soustraire celles-ci aux exigences et aléas des marchés financiers. Financité demande aux autorités européennes de charger la Banque centrale européenne d'étudier en profondeur les possibilités en matière de don monétaire européen de la Banque centrale à l'autorité publique européenne et d'en faire rapport.

⁷ Mémorandum Financité 2024 / <https://www.financite.be/fr/news/decouvrez-notre-memorandum-en-vue-des-elections-2024>

A propos de Financité

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

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

Finance et société :

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

Finance et individu :

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

Finance et proximité :

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

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

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