

Mémoire de recherche

*Politique monétaire*  
*de la BCE pendant*  
*la crise*

*Analyse de l'action de la BCE pendant la crise européenne*

**Etudiant : Emmanuel Fournial**

**Responsable de mémoire : Monsieur Patrick Legland**

*15/06/2015*

# Table des matières

Remerciements .....	2
Synthèse .....	3
Introduction .....	4
I- La BCE a fait l'objet de très nombreuses critiques .....	7
1. La BCE s'est trompée de remèdes.....	10
2. La BCE s'est trompée d'objectif .....	16
3. La BCE a profité de la crise pour s'imposer comme un acteur incontournable sur la scène politique européenne .....	19
II- Au-delà du fantasme, la BCE a fait preuve de réalisme .....	25
1. La politique des taux .....	25
2. Les mesures non conventionnelles .....	29
III- L'avenir incertain d'une zone hétérogène .....	37
1. La situation grecque reste problématique.....	37
2. Le problème du surendettement reste non réglé.....	40
3. La tâche de la BCE s'annonce ardue.....	46
Conclusion.....	48
Bibliographie.....	50

## **Remerciements**

Je tenais à remercier chaleureusement Monsieur Legland, Professor de Corporate Finance à HEC, pour ses précieux conseils, son expertise sur le sujet et le temps qu'il m'a accordé ainsi que les différentes personnes qui ont pris le temps de répondre à mes questions dans le cadre de la rédaction de ce mémoire.

## *Synthèse*

Au cœur de l'actualité tant économique que politique, la crise semble occuper tout l'espace médiatique. Sur toutes les lèvres, dans tous les discours politiques, la crise est passée d'une réalité quotidienne à un combat idéologique. La BCE occupe une place de choix dans cet affrontement constant. Il convient alors de s'interroger sur la réalité, au-delà des fantasmes, de l'action de la BCE pendant la crise. Ainsi, même si la BCE a fait l'objet de très nombreuses critiques dont certaines sont justifiées, son action a été teintée d'un grand réalisme jouant alors son rôle d'arbitre non seulement entre les pays de la zone euro mais également entre les temps présents et futurs de l'économie. Les divergences de position sur l'action de la BCE ne révèlent pas ainsi de la simple querelle académique. Il s'agit bien du modèle européen en soi qui est visé. Les défis restent nombreux pour la BCE et l'Europe de manière générale. Les années à venir apparaissent comme déterminantes pour la continuation ou non du projet humaniste des pères fondateurs.

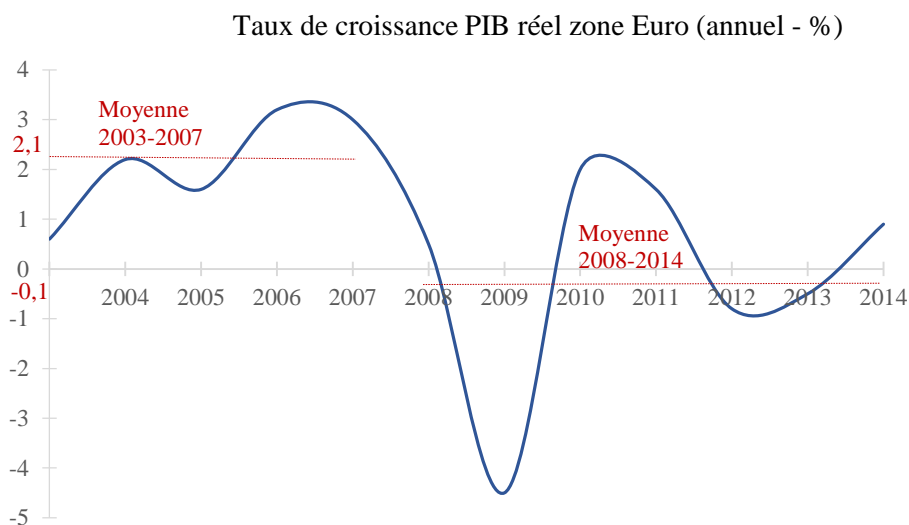
## **Introduction**

Longtemps vue comme une remise en cause du système, la crise est devenue avec l'avènement de la théorie libérale non plus la menace ultime, non plus une maladie mortelle mais plutôt un passage obligé, une étape douloureuse avant d'en ressortir plus fort et plus solide encore. La théorie libérale voit alors dans la crise le moyen d'opérer cette sélection naturelle indispensable au bon fonctionnement d'un système économique. La crise n'est plus alors cet ennemi mortel mais bien un vaccin, certes douloureux, censé vous immuniser contre les excès. Le libéralisme a ainsi su résister, grâce à sa flexibilité et à sa capacité d'adaptation, aux différentes crises qu'il a dû traverser. Les systèmes économiques trop rigides n'ont pas eu cette chance, les crises balayant des structures incapables de se réformer. Cependant, ce processus itératif et adaptatif ne se fait pas sans douleur et la crise que nous traversons est là pour nous le rappeler.

Ainsi, même si la crise actuelle n'est pas la première à frapper l'Europe, elle n'en demeure pas moins originale pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, elle se démarque par son ampleur et sa durée. Elle débute en août 2007 lorsque la BNP Paribas décide de suspendre l'un de ses fonds d'investissement reconnaissant son incapacité à pricer la valeur de certains actifs devenus trop complexes. Un vent de panique s'empara alors des marchés financiers plongeant le monde dans la crise. La zone Euro a été particulièrement touchée par la crise comme l'illustre le graphique ci-dessous.

## *La croissance en zone euro a connu un net ralentissement avec la crise*



Source : Eurostat

La chronologie et la typologie de la crise contribuent également à l'originalité de la zone Euro par rapport aux Etats Unis notamment. On a ainsi assisté à la mutation d'une crise bancaire et financière en une crise de la dette souveraine, les investisseurs se détournant des obligations d'Etats vus comme fragiles. Les tensions sur les dettes souveraines commencent ainsi à apparaître dès mai 2010, ouvrant ainsi une phase d'assèchement des financements étatiques.

Et enfin, la crise a constitué le premier test de grande ampleur de la capacité d'une institution monétaire surnationale à gérer une crise majeure. La difficulté pour une telle institution à s'affranchir des contraintes politiques et nationales est apparue au grand jour montrant la fragilité d'une union qui ne serait que monétaire. Il apparaît nettement désormais que la principale ligne de fracture idéologique au sein de l'Europe ne se situe plus sur une opposition droite/gauche désuète mais bien sur une volonté de revenir à une gestion plus nationale ou au contraire à renforcer les institutions supranationales : la BCE occupant alors la place centrale dans ce débat entre eurosceptiques et europhiles.

Ainsi, par son ampleur, sa nature même ainsi que la

réponse qu'a tenté d'apporter une organisation supranationale, la crise actuelle constitue un évènement majeur qui pourrait consituter un tournant dans le projet de construction et d'intégration européen.

La situation économique reste extrêmement difficile : la croissance reste atone, les faillites d'entreprises nombreuses, les pressions déflationnistes importantes....

On est alors en droit de s'interroger sur la réponse apportée par la BCE à la crise.

*En-a-t-elle vraiment fait assez ?*

Tout d'abord, il convient de se pencher sur les nombreuses critiques qui ont été faites à la BCE venant de toutes sensibilités et tous horizons politiques et économique avant de montrer que l'action de la BCE a, malgré tout, permis une amélioration notable de la situation économique. Enfin, il s'agira de se projeter dans l'avenir afin de mieux comprendre le role de la BCE dans les années à venir.

## **I- La BCE a fait l'objet de très nombreuses critiques**

La crise commence par la suspension, en aout 2007, par la BNP Paribas de la cotation de l'un de ses fonds reconnaissant ainsi son incapacité à évaluer le risque réel des produits détenus par ce fonds. Cet aveu sème alors les germes d'une crise de grande ampleur.

Le retournement du marché immobilier américain, largement soutenu par des prêts hypothécaires hautement risqués (les *subprimes*), est venu jeter le doute sur la solidité des bilans des acteurs financiers. En effet, la titrisation de ces crédits a contribué à la dissémination du risque à l'ensemble du monde financier... Le caractère hautement risqué couplé à un grave manque de lisibilité de ces actifs (du à des structurations de plus en plus complexes) ont alors fait craindre à un effondrement générale sur fond de surendettement chronique des agents économiques. L'euphorie des années pre-crise a ainsi réussi à faire oublier toute prudence aux acteurs financiers se traduisant par un pricing déficient du risque (développement des prêts covenants light, levier d'endettement allant jusqu'à 7x l'EBITDA, etc...). Dans un contexte de boom économique, la matérialisation de ces risques a ainsi montré la vulnérabilité de nos économies promptes à oublier que le risque est destiné à se réaliser. D'une crise « locale » et « sectorisée », la crise est devenue mondiale et généralisée.

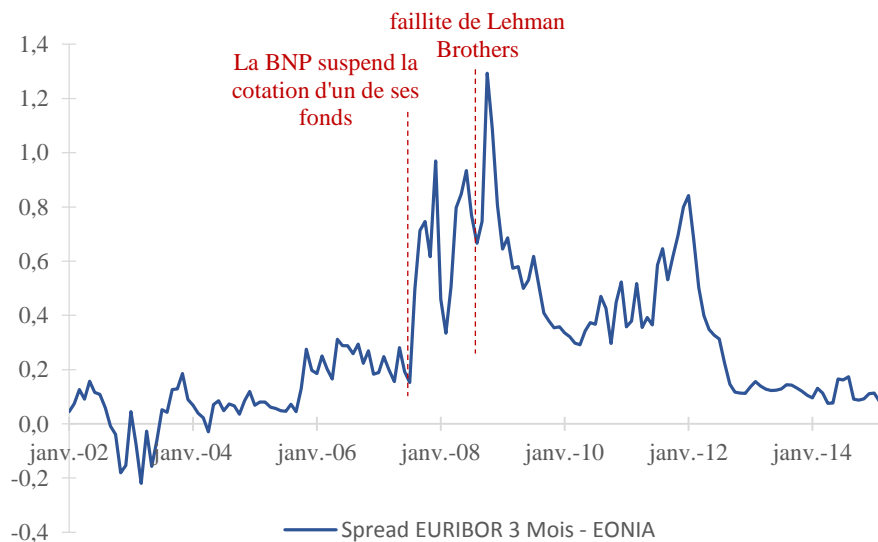
La faillite d'une institution pluriséculaire comme Lehman Brother en septembre 2008 viendra non seulement aggraver les craintes sur la valeur de ces produits mais également mettre en lumière la fragilité du système bancaire. Un climat de défiance généralisée entre les banques s'installe alors aboutissant au gel du crédit interbancaire.

Le graphique ci-dessous représentant le spread entre les taux EONIA et Euribor 3 mois illustre ces phases de stress sur les marchés interbancaires. L'Euribor 3 mois (Euro interbank offered rate) est le taux moyen auquel un échantillon déterminé de banques établies en Europe prêtent en blanc à horizon 3 mois à d'autres grandes banques. L'EONIA (Euro overnight index average), quant à lui, est



le taux moyen des dépôts interbancaires pour ses mêmes banques en blanc au jour-le-jour. Ainsi, le spread entre l'EONIA et l'Euribor 3 mois mesure la confiance que les banques se font entre elles.

***Le spread EURIBOR 3 mois – EONIA illustre les tensions grandissantes sur les marchés***



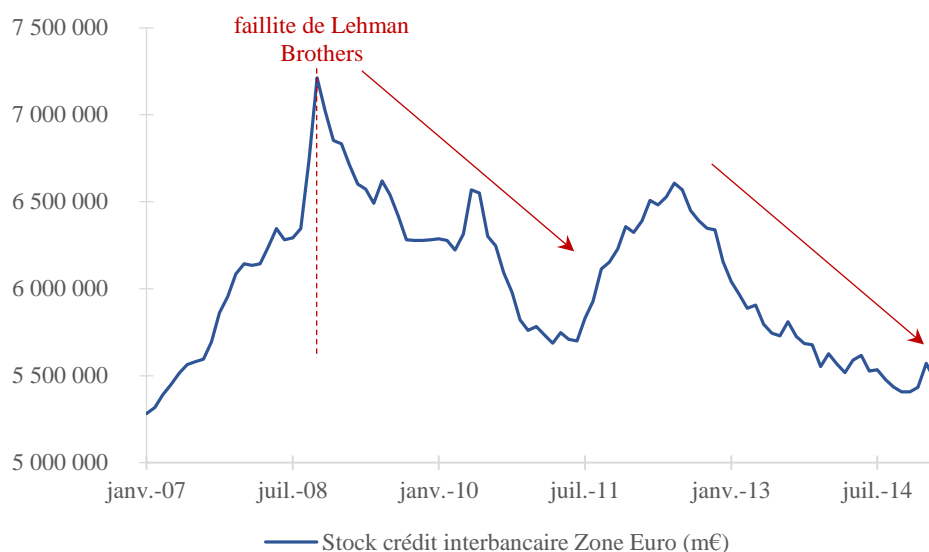
Source : BCE

Dans ce climat de méfiance, deux mécanismes poussent au gel du crédit interbancaire :

- Il s'agit, d'une part, de limiter son exposition aux autres banques qui sont désormais vues comme à risque.
- Et d'autre part, de conserver des liquidités suffisantes pour faire face à ses propres risques.

Ces deux mécanismes vont alors conduire à un recul du crédit interbancaire comme l'illustre le graphique ci-dessous représentant le montant consolidé des dépôts interbancaires en zone Euro. La zone euro, reposant principalement sur le financement bancaire a, ainsi, dû faire face à l'assèchement de la principale source de financement de ses économies.

***La faillite de Lehman Brothers a entraîné un gel du crédit interbancaire conduisant à une phase de réduction des stocks***



Source : BCE

En sus de son objectif de stabilité des prix, il s'agissait alors pour la banque centrale non seulement de « sauver » le système bancaire mais également de limiter l'impact de la crise financière sur l'économie.

La fragilité des systèmes bancaires ainsi que le ralentissement de la croissance sont par la suite venus détériorer le solde budgétaire de certains Etats de la zone euro. La défiance généralisée, contrastant nettement avec l'optimisme des années antérieures, a ainsi contaminé le marché des obligations d'Etat faisant émerger un nouveau défi pour la BCE : celui de la crise de la dette souveraine. Il s'agit alors pour cette dernière de répondre à un triple impératif : préserver les pays touchés et l'unité de la zone tout en permettant la mise en place de mesures de réduction des déficits sans pour autant sacrifier son objectif de stabilité des prix.

On comprend alors rapidement que la gestion de la crise par la BCE a constamment nécessité de faire le difficile arbitrage entre stabilité des prix et soutien aux banques et Etats.

Plusieurs outils ont ainsi été utilisés par la BCE dans ce cadre : la politique dite des taux et les mesures dites non conventionnelles.

La BCE combat ainsi sur plusieurs fronts face à une crise protéiforme touchant d'une part le système bancaire et d'autre part les Etats, tous deux centraux pour l'économie réelle.

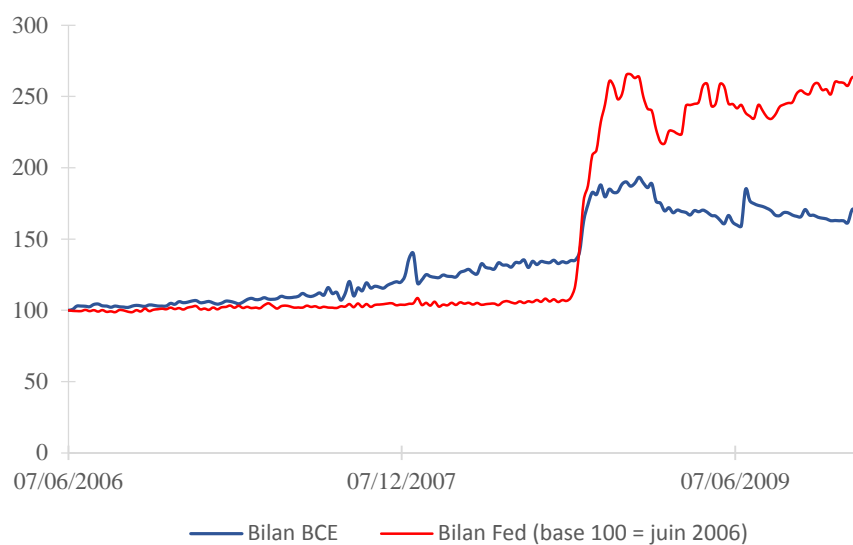
### **1. La BCE s'est trompée de remèdes.**

Il apparaît rapidement que la politique de la BCE ne peut se comprendre comme un bloc monolithique sur une période aussi étendue que celle de la crise. Les décisions y sont prises par un conseil expliquant la nature changeante de la politique de la BCE, fonction des rapports de force au sein de ce conseil.

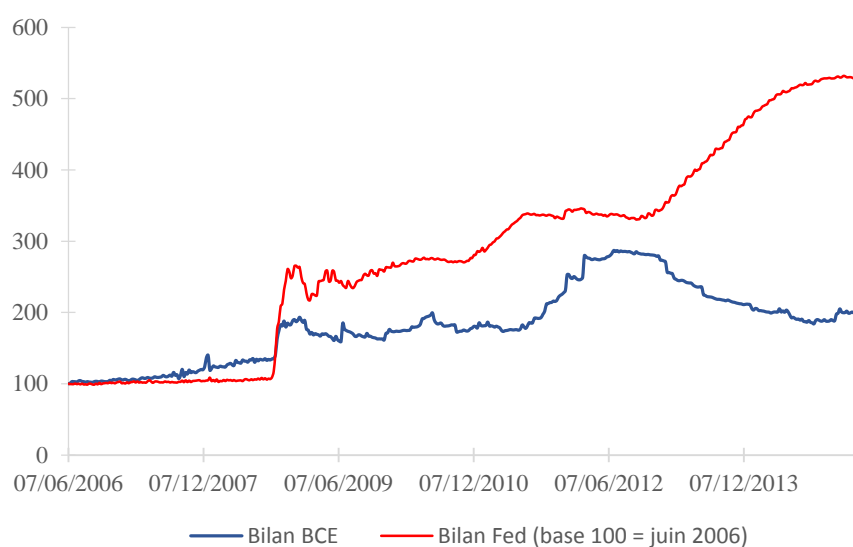
Ainsi, pour reprendre la distinction faite par Charles Wyplosz dans **La crise de la zone euro et les deux BCE**, la continuité de la politique de la BCE est illusoire. Il voit dans l'arrivée de Mario Draghi (1 novembre 2011) et le départ de Jean Claude Trichet le marqueur et le déclencheur d'un changement radical de politique.

Charles Wyplosz cherche, en effet, par cette distinction, probablement trop manichéenne, à mettre en lumière l'attentisme supposé de Jean Claude Trichet en contraste avec le volontarisme plus prononcé de Mario Draghi. Tenant d'un monétarisme strict, Jean Claude Trichet est, en effet, apparu pour beaucoup comme trop passif. La comparaison avec la gestion de la Fed tend en effet à accréditer cette image d'un homme attentiste n'ayant pas pris la pleine mesure de la crise. L'étude de la taille des bilans de la Fed et de la BCE sur cette période montre un plus grand volontarisme de la part de la Fed notamment sur la période allant jusqu'à 2012 (pour reprendre les bornes évoquées par Charles Wyplosz bien que l'élection de Mario Draghi date du 1 novembre 2011).

***La BCE a réagi plus rapidement que la Fed aux débuts de la crise...***



***Mais la Fed a su montrer un plus grand volontarisme à moyen terme***



Source : BCE, Fed

On constate paradoxalement que le bilan de la BCE augmente plus vite que celui de la Fed jusqu'à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. La BCE semble, ici, avoir pris conscience plus tôt de l'existence d'une menace, la poussant à agir plus rapidement que la Fed.

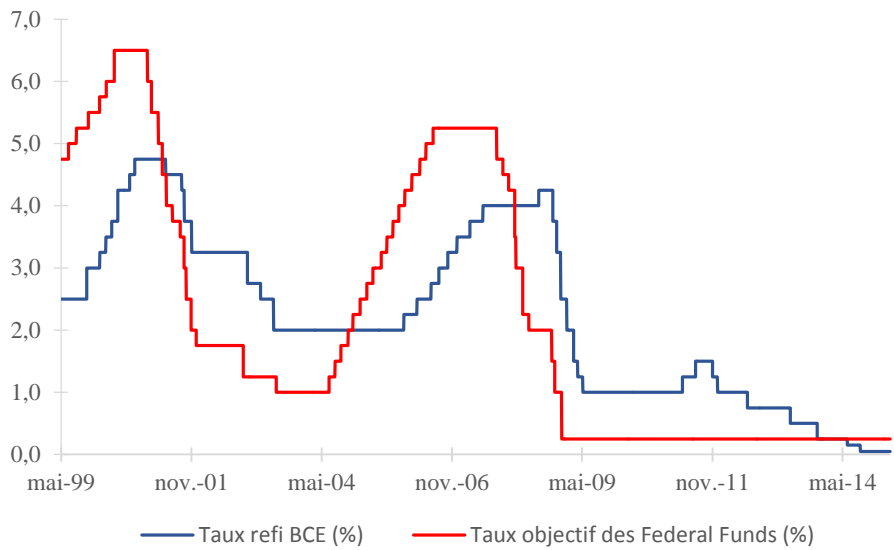
La Fed semble, en effet, avoir cru que son système financier n'était pas directement menacé justifiant son absence de réaction. La faillite de Lehman Brothers va ainsi bouleverser ce sentiment de relative sécurité de la Fed en ramenant l'épicentre de la crise aux Etats Unis. La Fed prend alors conscience de la fragilité de son système financier qu'il convient de soutenir par un volontarisme marqué.

A partir de cette date, la Fed va intervenir massivement pour fournir des liquidités supplémentaires aux banques. L'augmentation du bilan de la Fed rattrape alors rapidement celle du bilan de la BCE avant de la surpasser complètement. Ainsi, bien que la Fed ait tardé à réagir, sa réaction a été massive et bien plus prononcée que celle de la BCE. On est alors en droit de se demander si la BCE a pleinement pris conscience de l'ampleur de la crise.

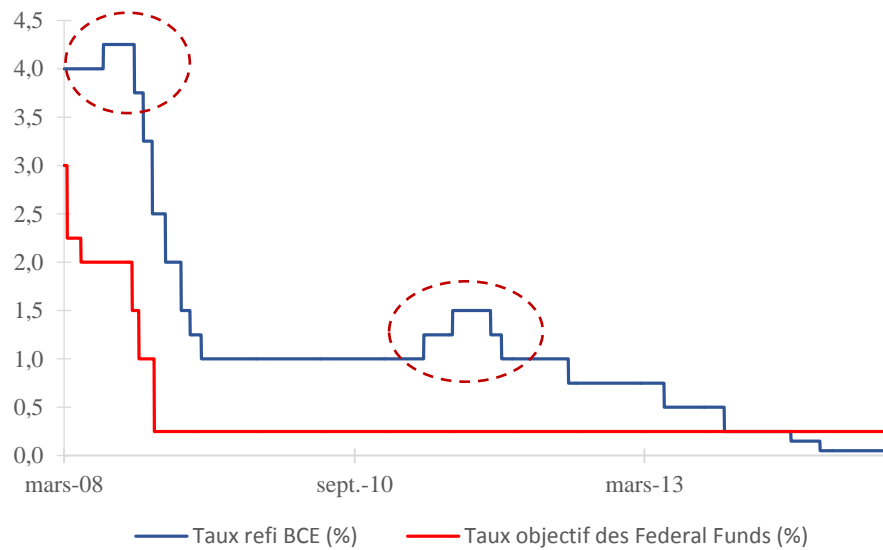
Certains, en effet, voient dans le moindre volontarisme de la BCE un manque de compréhension de la crise et de son ampleur. La BCE aurait alors manqué non pas d'instruments, ni de marge de manœuvre mais tout simplement de volonté. Elle ne se serait pas rendu compte de la gravité de la crise à venir imaginant probablement qu'elle resterait cantonnée au secteur bancaire avec des conséquences réduites. Elle n'aurait, ainsi, pas pris conscience du risque systémique associé à la perte de valeur des actifs subprimes et au climat de défiance généralisé. La moindre envergure de sa réaction illustrerait alors la sous-estimation de la crise et de ses conséquences.

La politique des taux illustre également ce qui semble de prime abord être une erreur de jugement de la part de la BCE.

### *La baisse des taux de la BCE a été plus progressive*



### *La BCE a rehaussé ses taux à plusieurs reprises pendant la crise*



Source : BCE, Fed

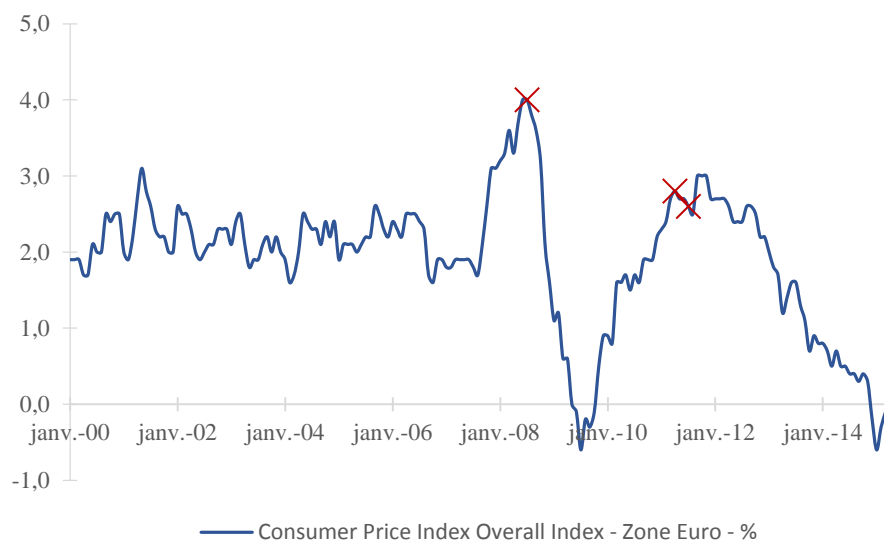
En effet, la BCE a augmenté, de manière surprenante, ses taux à plusieurs reprises depuis aout 2007.

- En juillet 2008
- En avril 2011
- En juillet 2011

Il s'agit alors pour la BCE de garantir avant toute chose la stabilité des prix dans des contextes de hausse des prix des matières premières. Ces décisions nous poussent à dresser deux constats.

- D'abord, la priorité laissée à la stabilité des prix illustre la sous-estimation de la crise par la BCE qui refuse d'abandonner cette priorité face à une crise qui selon eux ne le justifie pas.
- Enfin, ces décisions apparaissent d'autant plus surprenantes au regard de l'évolution actuelle des prix soumis à des pressions déflationnistes fortes.

***Les hausses de taux ont contribué à instaurer un climat déflationniste***



Source : BCE

On constate, en effet, que la décision de hausse des taux de juillet 2008 a ouvert une période prolongée de baisse de l'inflation jusqu'à atteindre des valeurs négatives à partir de mai 2009. Certains voient dans ces constatations la preuve des erreurs de jugement de Jean Claude Trichet qui n'aurait pas pris la mesure de la crise et du potentiel déflationniste de cette dernière.

Ainsi, pour Charles Wyplosz, même s'il est évident que le manque de volontarisme de la BCE est la cause d'un faisceau de facteurs, l'erreur originelle reste, jusqu'en 2012 tout du moins, la sous-estimation chronique de la crise et de ces conséquences.

De manière plus générale, que cela soit du à une sous-estimation de la crise ou à d'autres contraintes (idéologiques, politiques, économiques, etc...), on peut reprocher à la BCE une politique trop timorée au regard des conséquences de la crise. Elle aurait mené, pour certains, une politique sans envergure, pas assez accommodante pour soutenir efficacement la croissance.

Il apparaît, en effet, comme dit plus haut, que la BCE n'a pas fait preuve du même volontarisme que celui de la Fed que ce soit au niveau de sa politique des taux ou au niveau de l'apport de liquidités.

Ce différentiel de volontarisme entre la Fed et la BCE est d'autant plus surprenant que la BCE paraissait sur certains points bien mieux armée que la Fed pour faire face à ce type de crise.

Ainsi, comme le rappelle Repullo, les contraintes en termes de collatéraux bien plus flexibles à la BCE qu'à la Fed constituaient un avantage majeur en faveur de la banque centrale européenne qui aurait dû lui permettre de s'engager plus rapidement et plus fortement dans une politique accommodante. En effet, la liste des collatéraux exigibles par la BCE en échange de liquidité avait été construite sur une base extrêmement large pour satisfaire tous les pays membres et prendre en compte leurs spécificités en terme de collatéraux exigibles. La Fed s'est, quant à elle, rapidement heurtée au manque de collatéraux exigibles menaçant de facto son soutien en terme de liquidités. Il lui a donc fallu étirer cette liste. Il s'agit à l'évidence d'un processus long et difficile qui a fait l'objet de négociations intenses, accroissant par la même le stress des marchés financiers.



De plus, comme le rappelle également Repullo, à la différence de la BCE, la Fed n'offrait aucune rémunération sur les dépôts des banques auprès de la banque centrale limitant considérablement sa marge de manœuvre, les taux étant déjà de facto à zéro. La BCE, grâce à la rémunération des dépôts des banques, bénéficie d'un levier considérable sur la gestion de sa politique monétaire.

Ainsi, la BCE qui, paradoxalement, bénéficiait au début tout du moins d'un avantage notable sur la Fed n'a pas réagi de façon aussi importante que sa consort américaine renforçant un peu plus les critiques portant sur la gestion timorée de la crise par la BCE.

La politique de la BCE est apparue pour beaucoup sans envergure privilégiant la stabilité des prix sur toute autre considération. Elle n'a, ainsi, pas permis d'enrayer la chute de la croissance en zone euro.

## **2. La BCE s'est trompée d'objectif**

Le maintien du primat absolu de la stabilité des prix, au moins jusqu'en 2012, reste discutable.

Comme dit plus haut, la gestion même de la crise par la BCE tend à démontrer, en effet, que cette dernière a préféré mettre l'accent sur la stabilité des prix. Les trois hausses des taux en sont l'illustration.

Le maintien du principe de séparation entre la politique des taux et les mesures non conventionnelles illustre également ce primat de la stabilité des prix.

Le principe de séparation établit, en effet, que la banque centrale doit séparer la politique des taux de sa politique de liquidités.

*Pour sa part, depuis l'apparition des turbulences financières le 9 août 2007, le Conseil des gouverneurs de la BCE a agi en appliquant un « principe de séparation ». Il a*

*distingué les mesures « conventionnelles » - à savoir le pilotage des taux d'intérêt en vue d'assurer la stabilité des prix à moyen terme - des mesures « non conventionnelles », destinées à restaurer une meilleure transmission à l'économie de notre politique de taux d'intérêt dans une période marquée par des perturbations sur les marchés. (extrait de l'intervention de Jean-Claude Trichet du 29 octobre 2009).*

Cette séparation des deux leviers d'action des banques centrales illustre en réalité le primat donné à la stabilité des prix. La politique de liquidité vise alors à simplement réparer les dysfonctionnements dans les canaux de transmission de la politique monétaire. Ainsi, la politique de liquidités n'a pas pour fonction de multiplier les vecteurs d'action des banques centrales. Elle est en quelque sorte subordonnée à la politique des taux qui, selon le principe de séparation, a comme principal objectif la stabilité des prix. On mesure alors comment le maintien au début de la crise du principe de séparation mis en avant par Jean Claude Trichet illustre ce primat. Les mesures non conventionnelles ne sont que le moyen de réparer les mécanismes servant à la stabilité des prix, elles n'ont en aucun cas pour fonction d'apporter un soutien à l'économie.

La BCE a, ainsi, notamment avant 2008, fournit des quantités non négligeables de liquidités aux banques sans pour autant abaisser ses taux (comme vu plus haut). On comprend, à la lueur du principe de séparation, que la BCE a considéré que les turbulences financières de cette période justifiaient l'apport de liquidités afin de sauver le canal de transmission bancaire. La hausse des matières premières, quant à elle, faisait craindre une remontée de l'inflation, poussant la BCE à laisser ses taux directeurs élevés. Cette séparation entre ces deux composantes de la politique monétaire apparaît à l'évidence comme inefficace en temps de crise. La BCE aurait, selon certains, du aligner les politiques des taux et de liquidités afin d'en maximiser l'efficacité.

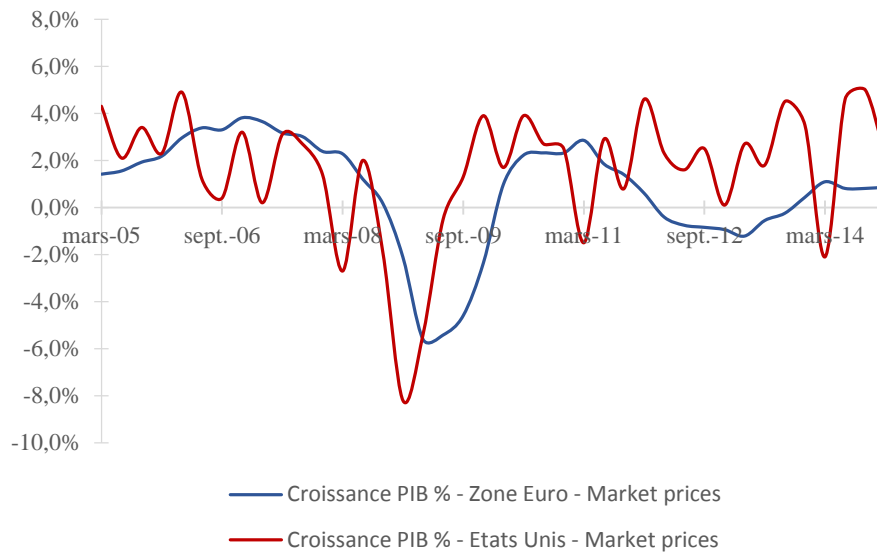
Ainsi, le principe de séparation, en établissant le primat absolu de la stabilité des prix et en réduisant considérablement l'efficacité des décisions monétaires a contribué à aggraver la crise en zone Euro.

De nombreux hommes politiques à travers l'Europe se sont ainsi élevés contre une politique monétaire qui, selon eux, occulte l'objectif de recherche de la croissance. Les propos d'Arnaud Montebourg alors ministre de l'économie illustre, ainsi, le sentiment de nombreux hommes politiques :

*"Nous assumons nos responsabilités en ce qui concerne le déficit public [...] Mais en échange, nous avons des choses à demander à Bruxelles. Nous souhaitons dans l'intérêt de l'Europe et de la France des contreparties à la baisse des déficits : que l'Europe change de cap tant sur la politique monétaire que sur le plan de la relance par les investissements Il serait temps que la Commission organise, stimule et relance enfin la croissance européenne. Nous sommes fondés à demander des mesures concrètes. Il faut aider les fantassins nationaux qui font l'effort de rétablir leurs comptes publics nationaux, par un appui aérien de la Banque centrale européenne (BCE). Nous ne pouvons pas, en tant qu'Etat-membre, prendre des décisions difficiles si nous ne sommes pas soutenus par des changements importants au plan de l'Union sur la politique monétaire !"*

Le risque du primat de la stabilité des prix sur toute autre considération est, bien sûr, d'étouffer une possible reprise de la croissance. On constate, en effet, que la réaction de la Fed qui privilégie rapidement une politique de soutien à l'économie a permis, bien que les situations ne soit pas directement comparables (importance des marchés financiers dans le financement de l'économie américaine, plus grande flexibilité du marché du travail,...), une reprise importante de l'activité.

### *Les Etats Unis se démarquent de la zone Euro par une reprise plus nette*



Source : BCE, Fed

De plus, l’affichage de la primauté de la stabilité des prix a contribué à accroître le stress des marchés financiers. Ces derniers en sont venus à douter de la volonté d’agir de la BCE si la situation économique se détériorait un peu plus. Cette rigidité affichée de la BCE a ainsi participé au climat de défiance généralisé en zone euro jetant les germes de la crise de la dette souveraine. Les marchés n’ont, en effet, eu qu’à pousser le raisonnement un peu plus en avant et à s’interroger sur la volonté de la BCE à soutenir quoiqu’il arrive les Etats...

### **3. La BCE a profité de la crise pour s’imposer comme un acteur incontournable sur la scène politique européenne**

La crise a considérablement renforcé les prérogatives et l’influence de la BCE sur la zone Euro prolongeant ainsi le débat sur l’intégration et la construction européenne.

La crise a rappelé douloureusement la faiblesse des Etats de la zone Euro non seulement face à un ralentissement généralisé de l’économie mais également face aux marchés. La BCE est alors apparue comme le dernier ressort pour sortir les Etats de cette mauvaise passe.

Cependant, on peut se demander à juste titre si cette faiblesse des Etats face à la crise ne vient-elle pas elle-même de l'existence d'une institution monétaire supranationale. En effet, non seulement les Etats n'ont plus eu accès au levier de la politique monétaire comme prolongement de leur politique mais également ils n'ont plus la garantie apportée par le contrôle sur l'émission de la monnaie. Ainsi, la Grèce a été pénalisée doublement : d'une part, elle subit de plein fouet le maintien d'un euro fort privilégiant l'économie allemande et sa compétitivité produit et ne peut mettre en place une politique de relance monétaire et d'autre part, elle pâtit de la suspicion des marchés quant à un éventuel abandon par la BCE. Ainsi, la naissance même de la BCE et le transfert de compétences associé est à l'évidence un élément expliquant la faiblesse des Etats dans la crise.

Mais paradoxalement, la crise n'a pas poussé au transfert inverse de compétence : de la BCE vers les Etats afin de rendre de la marge de manœuvre à ces derniers. En effet, la faiblesse des Etats (en partie du à la BCE elle-même) a plutôt poussé cette dernière à accroître son influence sur l'Europe. Jean François Bouchard parle même de « nouvel empereur de l'Europe ».

Il faut, en effet, reconnaître que la BCE apparait comme une institution supranationale aux pouvoirs étendus sans avoir de réelle légitimité démocratique.

Son influence s'est considérablement accrue pendant la crise. Cette influence prend, à l'évidence, différentes formes qui contribuent toute à leur manière à faire de la BCE ce nouveau souverain de droit divin décrit par Jean Francois Bouchard.

Tout d'abord, la BCE s'est installé en référant théorique. Depuis longtemps, la BCE défend des politiques budgétaires plus restrictives et rappelle le poids du fardeau de l'endettement dans nos économies. La crise, en tant que crise du surendettement d'abord des ménages américains puis des Etats, tend à donner raison à la BCE. Ainsi, avec notamment

l'Allemagne, elle a longtemps défendu les théories de l'offre quand la plupart des pays européens pratiquaient les politiques de la demande et la facilité de l'endettement. Ainsi, après avoir prêché de longues années dans le désert, les dires de la BCE sont apparus comme presque prophétiques l'entourant pour certains d'une aura quasi divine.

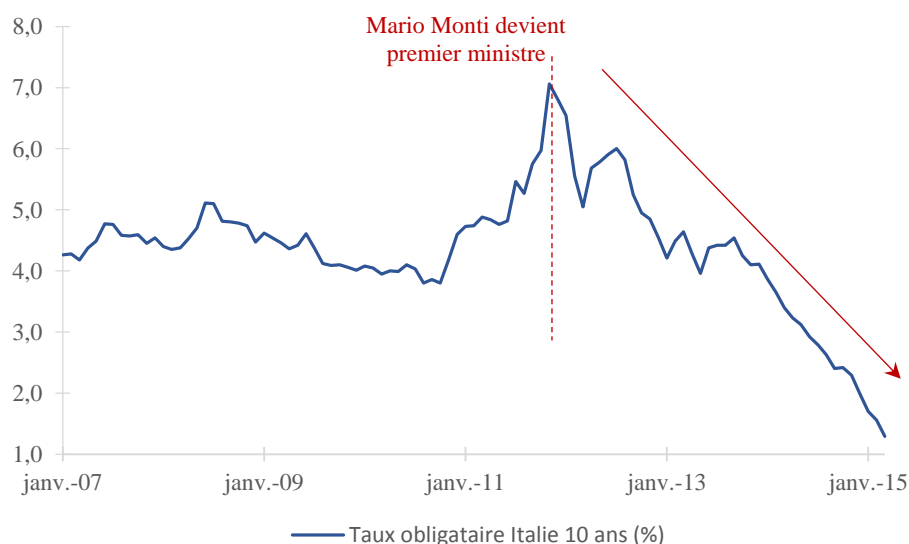
D'autre part, la crise a rappelé l'importance des politiques monétaires comme outil de gestion économique. Ainsi, d'abord la crise financière puis la crise de la dette souveraine ont poussé les Etats à se tourner vers la BCE afin de faire valoir l'importance de mener telle ou telle politique monétaire. La BCE est ainsi devenue un souverain courtisé dont les décisions sont attendues et redoutées par tous.

Enfin, la crise de la dette souveraine à pousser la BCE a considérablement augmenté son interventionnisme (pas assez aux goûts de certains cependant). En injectant massivement des liquidités sur le marché des obligations d'Etats et en prêtant directement au côté du FMI et d'autres institutions internationales, la BCE a joué son rôle traditionnel de prêteur de dernier ressort des Etats. Ce rôle s'est accompagné d'un accroissement de son influence en devenant le prêteur de certains pays de la zone. Les craintes sur l'éventuelle sortie de la Grèce de la zone Euro en sont la preuve. La Troïka et donc la BCE cherchent ainsi à imposer un certain nombre de réformes structurelles pour réduire l'endettement grecque en conditionnant leur aide. Un bras de fer entre le gouvernement d'Alexis Tsipras et la BCE est engagé. Il s'agit évidemment de la question crucial de la santé économique de la Grèce mais derrière se joue également le rôle et l'influence de la BCE au sein de la zone Euro. Le discours presque guerrier d'Alexis Tsipras en est l'illustration : la Grèce entre en résistance contre la BCE et la Troïka. Il n'est pas évident du tout qu'elle en sorte gagnante.

L'influence de la BCE peut se faire également plus subtile et discrète mais néanmoins efficace. Le cas italien est l'illustration de l'étendue du pouvoir de ce nouveau monarque.

Troisième marché de la dette souveraine dans le monde, l'Italie a du faire face à une pression accrue des marchés financiers dès l'été 2011. La hausse des taux de refinancement de l'Italie a alors poussé la BCE, sans aucune demande d'assistance de la part de l'Italie, à racheter massivement des titres sur le marché secondaire pour faire baisser la pression sur le marché primaire. En contrepartie, la BCE a envoyé une lettre à Silvio Berlusconi alors chef du gouvernement détaillant les mesures à prendre ainsi que la manière de les adopter, par décret gouvernement plutôt que par voie parlementaire... Certaines de ces réformes ont cependant fait l'objet de remise en question au cours de l'élection d'octobre 2011. La BCE a alors cessé d'apporter son soutien en novembre 2011 (alors même que l'Italie connaissait une phase de pressions importantes sur sa dette) estimant que les conditions de l'aide n'étaient plus remplies, Silvio Berlusconi n'a eu d'autre choix que d'annoncer sa démission le jour même amenant au pouvoir Mario Monti dont le profil de technocrate plus proche de la BCE a rassuré les marchés et les autorités monétaires.

***La nomination de Mario Monti a considérablement rassuré les marchés financiers***



Source : BCE

De même, le cas grec illustre également cette influence plus officieuse qu'officielle. Le premier ministre grec Georgios Papandréou démissionne le 6 novembre 2011 suite à un conflit avec l'Allemagne et la France sur l'organisation d'un référendum sur les termes du *memorandum of understanding* qui conditionne l'aide apportée à la Grèce. Il est évident que derrière les autorités allemandes et françaises se « cache » l'influence de la BCE. Georges Papandréou est alors remplacé par Lucas Papadémos ancien directeur de la banque centrale grecque et surtout membre du directoire et ancien vice-président de la BCE de 2002 à 2010.

Ainsi, la BCE s'est imposée avec la crise non seulement comme un référent théorique et une autorité morale, mais également comme le garant de la cohésion et de la santé économique de la zone euro lui permettant d'accroître considérablement son influence et son pouvoir sur des Etats de plus en plus faibles.

Cependant, l'influence de la BCE ne se limite pas aux Etats, elle s'est étendue également au système financier et bancaire au cours de la crise.

Le Mécanisme de résolution unique (MRU) et le Mécanisme de supervision unique (MSU) constituent les deux piliers de cette prise de pouvoir. La supervision bancaire passe ainsi d'une prérogative nationale à une échelle supranationale.

Le Mécanisme de résolution unique vise avant tout à garantir la stabilité du système bancaire en cas de crise. Le fonds de résolution sera ainsi doté de 55 milliards d'euros (d'ici à 2025) afin de venir en aide aux banques en difficulté.

Le MSU, quant à lui, confère à la BCE la responsabilité de la supervision des 126 plus grosses banques de la zone euro ainsi que la responsabilité indirecte de l'ensemble du système bancaire. La mise en place des stress tests qui visent à évaluer la solidité des principales institutions bancaires constitue la première pierre de ce nouvel édifice de supervision.



Il est intéressant de constater que l'Allemagne, pourtant partisane de cette réforme, a réussi dans le cadre des négociations sur le périmètre d'action du MSU à sortir de ce dernier les banques régionales allemandes, pourtant les plus fragiles. On constate ainsi tout l'écart qu'il existe entre des discours théoriques sur l'intérêt générale et la permanence d'intérêts nationaux puissants. L'intérêt général supranational devient alors une arme idéologique afin de faire céder les intérêts nationaux des pays moins « puissants » face à ceux des pays les plus influents.

Ainsi, nous sommes en droit de nous poser la question suivante : est-ce réellement la BCE qui accroît son influence sur l'Europe ou simplement les pays les plus puissants au premier rang desquels l'Allemagne ? Il semblerait, en effet, que cette dernière ait considérablement renforcé son rôle dans la zone euro grâce à sa relativement bonne performance et son poids économiques. Elle est apparue comme un modèle de réussite à suivre. Elle a, de plus, considérablement bénéficié de son poids aussi bien économique qu'idéologique dans les instances (et notamment au sein de la BCE). Cependant, même si le début de la crise reste marqué par l'influence allemande, on constate un léger infléchissement du rapport de force. Ainsi, il n'est pas rare de voir l'Allemagne porter en justice des décisions de la BCE illustrant la plus grande indépendance de cette dernière vis-à-vis de la politique allemande. Ainsi, il apparaît que la BCE a réussi à prendre son indépendance et assure aujourd'hui seule ce rôle de souverain de droit divin.

Ainsi, la politique de la BCE a fait l'objet de très nombreuses critiques. Certains y ont vu un moyen d'oppression dans les mains des ultra-libéraux, d'autres ont vu dans l'attentisme de la BCE une erreur de jugement. D'autres encore voient dans la BCE un organe inefficace déchiré entre les contraintes nationales n'arrivant pas à jouer son rôle d'instance supranationale. Il n'est pas évident de savoir qu'elle est la part de vrai et qu'elle est la part de fantasme...

## **II- Au-delà du fantasme, la BCE a fait preuve de réalisme**

Tout d'abord, il convient de rappeler que la BCE n'est pas comme certains se plaisent à laisser entendre, responsable de la crise. La crise prend racine dans un surendettement chronique des agents économiques (et d'abord des ménages américains) couplé à la dissémination et la complexification du risque. La BCE n'a ainsi pas de lien direct avec ce défaut de supervision dont il faudrait plutôt tenir pour responsable les autorités américaines et les banques. Cependant, la particularité de la crise de la dette souveraine à la zone Euro pose de façon plus pressante la question de la responsabilité de la BCE dans cette crise. Les raisons d'une telle crise sont évidemment multiples et même si le positionnement supranationale de la BCE a contribué à l'aggravation de la crise, la cause principale en reste un surendettement des Etats. La responsabilité n'est pas alors directement celle de la BC en elle-même.

On peut, en revanche, s'interroger sur les réponses qu'a tenté d'apporter la BCE afin d'en mesurer l'efficacité.

### **1. La politique des taux**

Ainsi, nombreuses ont été les critiques faites à l'égard de la gestion par la BCE de sa politique des taux notamment avant 2012. Il convient, cependant, de souligner que le volontarisme de la BCE (bien que pas assez marqué aux goûts de certains) a tout de même permis une amélioration notable de la situation.

Il s'agit, d'abord, de replacer les décisions de politique monétaire dans leur contexte. En effet, il convient de rappeler que le jugement à posteriori est par nature biaisé par la réalisation du présent et qu'il est, ainsi, facile de juger et de critiquer des décisions passées qui

ne pouvaient que se fonder sur un raisonnement probabilistique dans un certain contexte. Qui plus est, face à la complexité des mécanismes en jeu, il n'est pas évident de mesurer toutes les implications de telle ou telle politique. Face à ce constat, nous devons tirer deux conclusions :

- D'abord, rendre responsable de tous les maux la BCE est à l'évidence biaisé. En effet, cette dernière ne peut être tenue pour responsable de l'intégralité des mécanismes en jeu n'ayant pas de levier sur un grand nombre d'entre eux.
- Enfin, les politiques alternatives proposées ne peuvent prendre en compte l'intégralité de ces mécanismes et ne peuvent donc en aucun cas présenter une issue certaine à la mise en place de leurs mesures.

L'adage « la critique est facile, l'art est difficile » semble particulièrement approprié dans ce contexte.

De plus, on a souvent reproché à la BCE de faire primer la stabilité des prix sur la recherche de la croissance l'accusant implicitement de négliger les populations au profit des intérêts financiers. Une forme de populisme a ainsi fait de la BCE un outil presque d'oppression des peuples au profit du « grand capital »... Il est étonnant de constater à quel point cette vision simpliste a réussi à imprégner le débat, les partis politiques jouant à souhait sur le ressort porteur de l'europhobie...

Il convient donc de rendre à la stabilité des prix, objectif affiché de la BCE, ses lettres de noblesse. En effet, derrière la notion de stabilité des prix se cache une certaine conception de solidarité : la solidarité « intergénérationnelle ».

En effet, la monnaie et les politiques monétaires peuvent être vues comme des outils de transfert de richesse dans le temps.

- En privilégiant la consommation immédiate et en désavantageant les créanciers (possédant une créance sur le futur), l'inflation capte de la richesse future vers le présent.
- A l'inverse, la déflation en repoussant la décision de consommation (les prix baissant) et en favorisant les créanciers, déplace de la richesse du présent vers le futur.

La stabilité des prix vise justement à limiter ces transferts de richesse d'une génération à l'autre. Les générations ne représentent pas ici des tranches d'âge mais des « temps » de la société (future, présent, passé). Ainsi, la stabilité des prix assurerait une forme d'égalité entre ces générations. Il s'agit ni plus ni moins que de l'expression de la solidarité non pas intra-générationnelle mais intergénérationnelle.

On comprend alors mieux le combat séculaire des banques centrales pour leur indépendance. Il s'agit en effet, de s'extraire des contraintes du « temps politique » qui aura toujours tendance à spolier le futur pour le présent (et les élections à venir...). La politique monétaire et en premier lieu l'inflation restent des outils puissants qu'il ne faudrait alors pas mettre dans les mains des pouvoirs politiques prompts à ne pas considérer un horizon de temps large pour se focaliser sur leur réélection. Il est, ainsi, amusant de constater à quel point la notion de solidarité intra-générationnelle est présente dans le discours politique alors même que la solidarité intergénérationnelle ne remporte pas le même succès.... Il faut croire qu'elles ne sont pas aussi porteuses électoralement.

Les prises de position du monde politique français quant à la politique monétaire de la BCE illustre bien cette frustration. Habitué à manipuler allègrement « la planche à billets » en cas de ralentissement de la croissance, il s'est retrouvé dépourvu face à la crise. En effet, cette dernière n'a pas pu être réglée par la spoliation de richesse du futur vers le présent nécessitant de prendre des mesures plus structurelles et donc bien plus impopulaires. Dans cette optique,

les politiques monétaires ne sont alors que des pansements pour masquer le ralentissement de l'activité jusqu'aux prochaines échéances électorales. Les constantes dévaluations ainsi que l'inflation soutenue en France dans les dernières décennies illustrent cette tentation du monde politique pour la facilité d'une politique monétaire accommodante au mépris de la solidarité intergénérationnelle. Il est, par ailleurs, paradoxale de voir qu'il s'agit souvent des mêmes hommes politiques qui font de la solidarité la clé de voute de leurs programmes politiques (ou tout du moins de leur discours) et qui n'hésitent pas à spolier sans sourciller les générations futures. Ainsi, il n'est pas surprenant de voir que les critiques à l'égard de la BCE proviennent essentiellement des pays ayant érigé le laxisme monétaire et budgétaire (autre forme de spoliation des générations futures qui devront bien payer les excès du présent...) en règle d'or.

Ainsi, la BCE jouerait alors le rôle d'arbitre entre les générations cherchant constamment à empêcher le politique de spolier le futur à des fins électoralistes.

Cette vision implique à l'évidence un grand scepticisme sur la qualité de la classe politique qui serait prête à sacrifier les générations futures sur l'autel de leurs réélections. La situation actuelle française (avec une dette à 95% du PIB à fin 2014 selon les chiffres de l'INSEE) ne semble cependant pas si éloignée de cette vision peu optimiste.

A la lueur de cette redéfinition de la stabilité des prix, on comprend mieux la gestion de la politique des taux par la BCE. Elle a su se montrer relativement accommodante sans pour autant nuire à cette solidarité intergénérationnelle.

En effet, l'inflation a été contenue sur l'ensemble de la période. Les pressions déflationnistes actuelles sont, en partie, dues à la baisse des prix des matières premières. Ces dernières sont temporaires et ne devraient pas être prises en compte dans la politique monétaire qui se doit d'agir à moyen ou long terme.

De plus, d'un point de vue théorique, la crise est la réponse à des excès du système. La crise est un mécanisme inhérent au libéralisme qui corrige ainsi ses propres excès. La BCE se doit alors de faciliter cet ajustement. La crise financière puis celle de la dette souveraine prend racine dans un surendettement des agents économiques (Etats, ménages et entreprises). Il s'agit alors pour ces agents de procéder à un désendettement. La BCE se doit alors d'accompagner ce mouvement tout en limitant les dégâts qu'il peut causer. Ainsi, une politique monétaire trop accommodante n'aurait fait que repousser l'échéance et l'ajustement de ces excès avec le risque qu'ils se soient amplifiés.

De ce point de vue-là, l'exemple américain pose de nombreuses questions sur la viabilité de leur reprise. On constate, en effet, que les niveaux d'endettement aux Etats Unis n'ont pas reculé sur l'ensemble de la période. Les conditions d'accès au financement sont de plus en plus faciles... On est alors en droit de se demander si la sortie de crise des Etats Unis, permise par la politique très accommodante de la Fed ne porte pas en elle-même les germes d'une nouvelle crise bien plus grave.

Ainsi, par sa politique des taux, la BCE a cherché avant tout à préserver la stabilité des prix et la solidarité intergénérationnelle tout en sachant se montrer suffisamment accommodante pour limiter l'impact de la crise sur l'activité.

## **2. Les mesures non conventionnelles**

Cependant, la BCE a rapidement dû compléter ces mesures de politiques des taux d'intérêts. Deux principales raisons expliquent cette extension du champ de l'action de la banque centrale. D'abord et en premier lieu, il s'agissait pour la BCE de réduire les dysfonctionnements des principaux mécanismes de transmission de la politique des taux. Cette vision a notamment primé aux débuts de la crise et trouve dans le principe de séparation une forme d'aboutissement théorique. Puis, la BCE a dû faire face à la réduction de sa marge

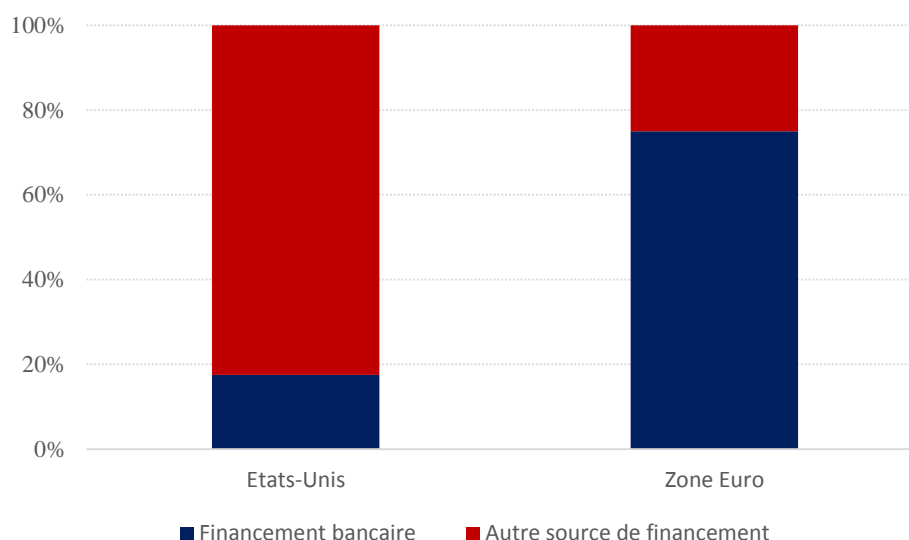
de manœuvre dans un contexte de taux d'intérêt déjà bas. Il a alors fallu trouver de nouveaux leviers monétaires, ne pouvant pas baisser les taux indéfiniment. Il s'agit alors d'une vision élargie des mesures non conventionnelles. Ces dernières ne sont plus subordonnées à la politique des taux mais viennent plutôt la renforcer par d'autres leviers.

Elles peuvent prendre deux formes :

- Une action sur la taille du bilan de la banque centrale qui acquiert des actifs en échange de liquidités
- Un engagement sur la conduite des taux d'intérêts. Il s'agit pour les banques centrales de rendre leur politique à court et moyen terme plus lisible pour les marchés financiers. La BCE, bien qu'ayant cherché à améliorer la lisibilité de sa politique en révélant notamment les indicateurs qu'elles suivaient (le taux de swap d'inflation 5y-5y notamment), ne s'est que très partiellement engagée dans cette voie. La Fed, quant à elle, a choisi de privilégier la transparence dans sa politique monétaire. Les contraintes politiques importantes au sein de la BCE empêchent, en effet, la banque centrale européenne de procéder de la même manière. Les hésitations de cette dernière à publier les minutes de ces conseils illustrent le tiraillement entre la nécessité d'afficher le plus grand consensus possible tout en permettant aux marchés d'avoir une vue à court et moyen terme sur la conduite de la politique monétaire.

Ainsi, la BCE a mis en place un train de mesure agissant essentiellement via la taille de son bilan. Le financement en zone euro (à la différence des Etats Unis où les marchés de capitaux occupent une place bien plus importante dans l'économie) reste encore principalement bancaire.

### *Le financement des entreprises américaines repose principalement sur les marchés de capitaux*



*Source : Thomson Reuters*

Il s'agissait alors de permettre l'établissement des meilleures conditions de financement possible pour les banques. L'adoption de la procédure d'appel d'offres à taux fixes avec allocation complète pour les opérations de refinancement, l'allongement de la durée moyenne de ces opérations et l'élargissement de la liste de collatéraux admis en garantie dans le cadre de ces opérations ainsi que la fourniture par la BCE de liquidités en devise étrangères (principalement en dollars), ont contribué à améliorer les conditions de financement des banques de la zone euro. L'importance du marché des obligations dites sécurisées dans le financement du système bancaire a également poussé la BCE à agir sur ces produits. Un programme d'achat de cette catégorie d'actif (Covered Bond Purchase Programme – CBPP), d'un montant de 60 milliards d'euros, a été mis en place entre juillet 2009 et juin 2010. La crise de la dette souveraine a ensuite poussé la BCE à mettre en place le Securities Market Programme (SMP), programme de rachat d'obligations d'Etat, en mai 2010. Plus récemment, la BCE a entre autres mis en place un programme de rachat d'ABS (asset backed securities). Elle a alors cherché à agir plus directement sur les conditions de



financement de l' « économie réelle ». Face à la propension des banques à thésauriser une partie de l'avantage offert par la BCE via ses différents programmes de liquidités, la BCE a ainsi trouvé un moyen d'offrir une amélioration plus directe des conditions de financement des ménages de la zone Euro. En janvier 2015, la banque centrale européenne a également, à l'image de la Fed, mis en place un programme dit de Quantitative Easing, consistant en un rachat massif de dettes publiques et privés. D'un montant de 60 milliards d'euros par mois jusqu'en septembre 2016, la BCE devrait être en mesure de racheter sur la période un montant total de 1 140 milliards d'euros de dette, soit près de 10% de l'ensemble de la masse monétaire en circulation à l'heure actuelle. La répartition des achats de dette par pays se fera au prorata de la participation des différents pays au capital de la BCE.

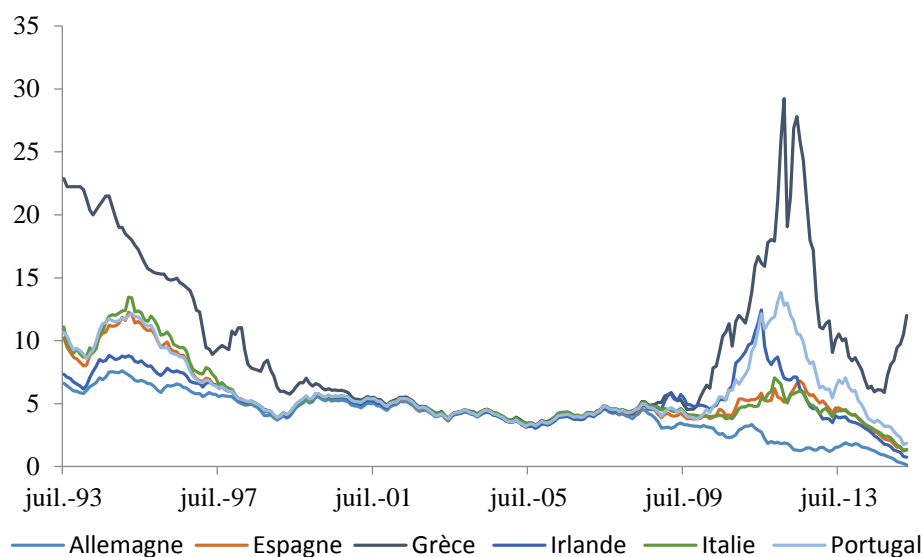
Banque centrale nationale	Clé de répartition du capital (en %)	Capital libéré (€)
<b>Banque nationale de Belgique (Belgique)</b>	3,5%	268 222 025
<b>Deutsche Bundesbank (Allemagne)</b>	25,6%	1 948 208 997
<b>Eesti Pank (Estonie)</b>	0,3%	20 870 614
<b>Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (Irlande)</b>	1,6%	125 645 857
<b>Banque de Grèce (Grèce)</b>	2,9%	220 094 044
<b>Banco de España (Espagne)</b>	12,6%	957 028 050
<b>Banque de France (France)</b>	20,1%	1 534 899 402
<b>Banca d'Italia (Italie)</b>	17,5%	1 332 644 970
<b>Banque centrale de Chypre (Chypre)</b>	0,2%	16 378 236
<b>Latvijas Banka (Lettonie)</b>	0,4%	30 537 345
<b>Lietuvos bankas (Lituanie)</b>	0,6%	44 728 929
<b>Banque centrale du Luxembourg (Luxembourg)</b>	0,3%	21 974 764
<b>Central Bank of Malta / Bank Ċentrali ta' Malta (Malte)</b>	0,1%	7 014 605
<b>De Nederlandsche Bank (Pays-Bas)</b>	5,7%	433 379 158
<b>Oesterreichische Nationalbank (Autriche)</b>	2,8%	212 505 714
<b>Banco de Portugal (Portugal)</b>	2,5%	188 723 173
<b>Banka Slovenije (Slovénie)</b>	0,5%	37 400 399
<b>Národná banka Slovenska (Slovaquie)</b>	1,1%	83 623 180
<b>Suomen Pankki – Finlands Bank (Finlande)</b>	1,8%	136 005 389
<b>Total<sup>1</sup></b>	<b>100%</b>	<b>7 619 884 851</b>

Source : BCE

Le rachat des dettes sera essentiellement effectué par les banques centrales nationales (92%) des 19 pays de la zone euro. L'opposition de la banque centrale allemande qui voit

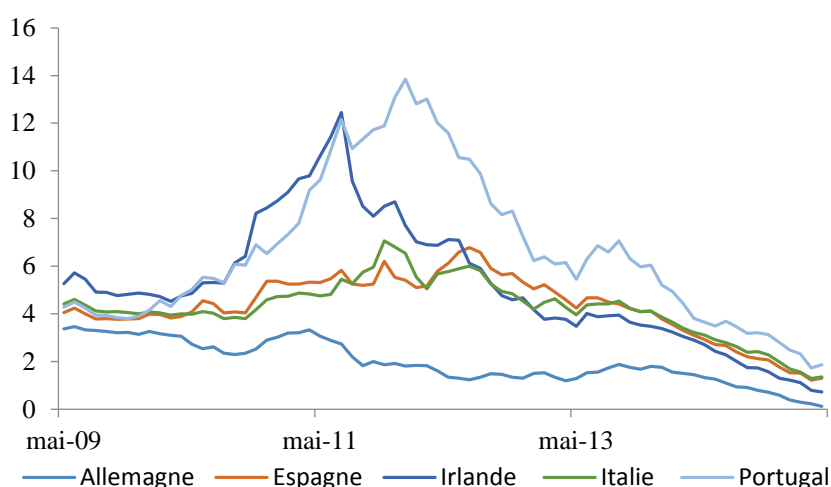
dans cette mesure un moyen de partager le risque (et par conséquent faire peser le risque de certains pays en difficulté sur les membres dont la signature est la plus sûre) a réussi à limiter la part effective de « partage du risque ». Ainsi, 80% des titres achetés par une banque centrale seront des titres nationaux et seulement 20% des titres achetés seront des titres d'autres pays. Ainsi, la mutualisation du risque souhaité par certains reste limitée. Il faut, cependant, reconnaître que l'on assiste, malgré les réticences, à l'émergence d'une solidarité entre les pays de la zone euro et à un renforcement de l'intégration de la zone avec une ébauche de mutualisation du risque.

***La mise en place de l'Euro s'est traduit par une phase de réduction massive des spreads (tx % obligations d'Etat 10 ans)***



Source : BCE

*Les mesures de la BCE ont permis une amélioration nette des conditions de financement  
étatiques (tx % obligations d'Etat 10 ans)*



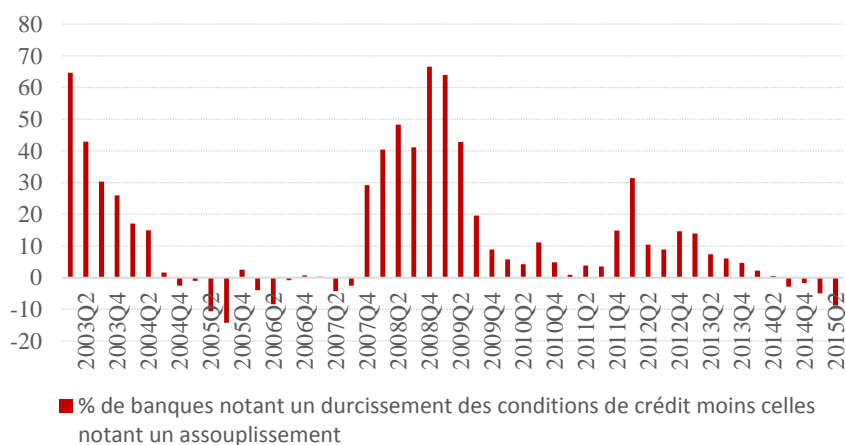
Source : BCE

L'abandon de la stérilisation en 2014 a contribué à renforcer l'apport de liquidité au système. En effet, la BCE a longtemps continué à stériliser ces opérations. Il s'agissait de retirer la liquidité injectée dans le système financier dans le cadre des mesures non conventionnelles. Deux principales méthodes ont permis à la BCE de limiter les pressions inflationnistes liées à ces mesures. La première méthode consiste à financer ces mesures en vendant des titres de bonne qualité détenus par la BCE. Cependant, cette méthode trouve rapidement des limites : d'abord, la taille limitée du portefeuille de la BCE et enfin la dégradation du risque du portefeuille restant. Une deuxième méthode consiste donc à récupérer une partie des liquidités à l'aide de comptes rémunérés à une semaine notamment (Fixed Term deposit). On comprend, ainsi, la portée de l'arrêt de la stérilisation qui permet de démultiplier l'efficacité des mesures non conventionnelles.

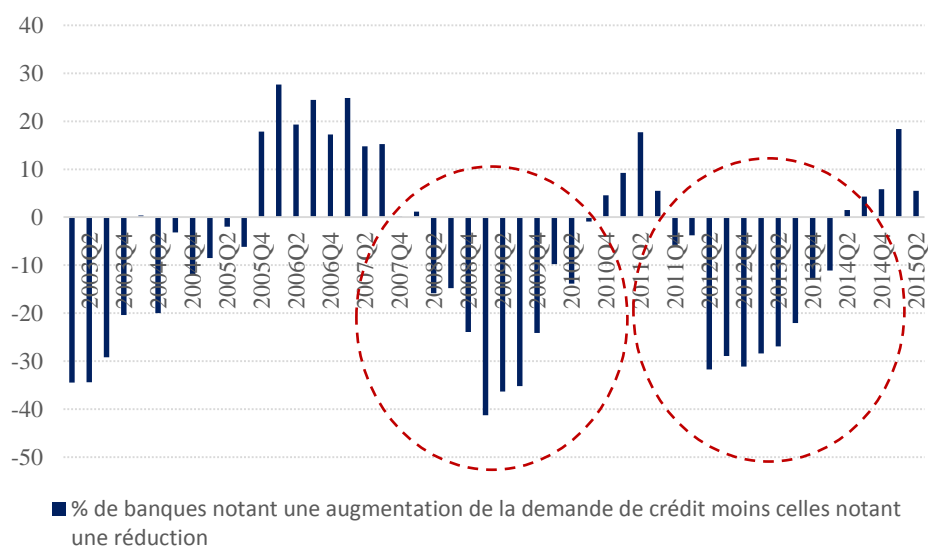
Ainsi, même si la BCE a su montrer un certain volontarisme dans son désir d'améliorer les conditions de financement, il reste néanmoins difficile de mesurer précisément l'impact de ces mesures sur les dites conditions de financement et sur l'économie en générale.

Il faut, cependant, reconnaître que ces mesures ont permis de maintenir les volumes de prêts à des niveaux acceptables aussi bien pour les ménages que pour les entreprises. De plus, les différentes Bank Lending Survey montrent bien qu'il ne s'agit pas forcément d'un problème d'offre (donc de la part des banques) mais que c'est la demande atone de crédit qui a participé au désendettement de ces agents. Il ne s'agirait plus alors d'un problème de dysfonctionnement de l'intermédiation bancaire mais d'un problème de demande de crédit. Les agents chercheraient ainsi à réduire par eux même leur endettement afin d'atteindre des niveaux soutenables et à s'éloigner du surendettement. Cette tension sur le marché du crédit n'est donc pas la manifestation de l'absence de volontarisme de la BCE mais bien d'un réflexe sain des acteurs économiques contre le surendettement qui reste le principal catalyseur de la crise. Ainsi, même si les mesures de la BCE n'ont pas permis de maintenir les niveaux d'accroissement du crédit, ce n'est pas qu'elles ont manqué d'efficacité mais ce serait plutôt la reconnaissance par les agents de la nécessité du désendettement. On comprend alors mieux les inquiétudes de Yellen Janet, présidente de la Fed, sur l'émergence de nouvelles bulles aux Etats Unis (notamment sur les marchés actions) qui traduisent la crainte que le processus de désendettement n'ait pas permis l'assainissement nécessaire des bilans des acteurs financiers américains.

***Le durcissement de la part des banques des conditions de crédit est resté limité***



***La demande de crédit de la part des entreprises s'est considérablement réduite durant la crise***



Source : Bank Lending Surveys

Il faut également porter au crédit de la BCE la limitation du risque de contagion de la crise de la dette souveraine. Les pressions exercées sur l'Italie et l'Espagne ont fait craindre une généralisation de la crise de la dette souveraine à l'ensemble des acteurs de la zone euro. La réactivité de la BCE avec notamment le SMP a permis de protéger le reste de la zone euro et in fine de sortir l'Espagne et dans une moindre mesure l'Italie du radar des marchés financiers.

### **III- L'avenir incertain d'une zone hétérogène**

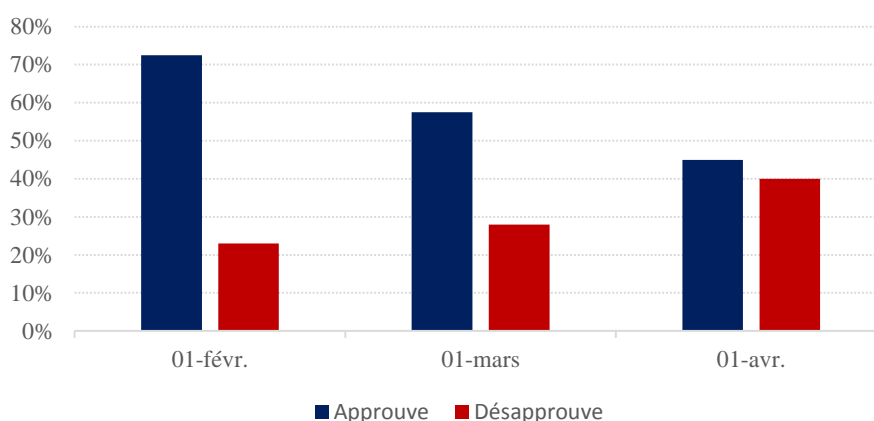
#### **1. La situation grecque reste problématique**

La situation en zone Euro reste, cependant, très tendue. En effet, même si une crise généralisée de la dette souveraine semble s'éloigner, le « cas » grecque reste au cœur de l'actualité politique et économique.

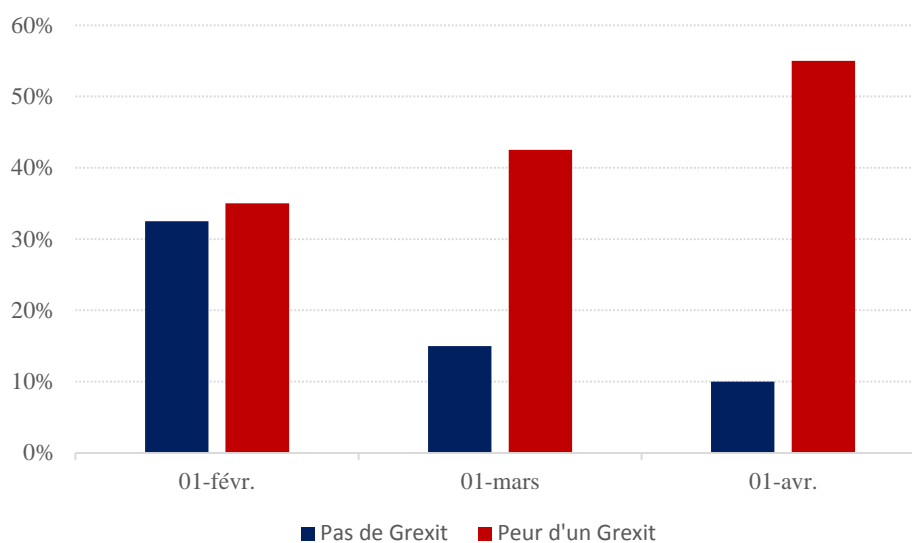
L'élection de Syriza en Grèce a contribué à recréer un climat de panique autour d'une possible sortie de la Grèce de la zone Euro. Le Grexit est devenu (ou redevenu...) une possibilité très concrète. Il n'est pas évident de savoir jusqu'à quel point Syriza et les créanciers de la Grèce sont prêts à aller dans ce bras de fer. Il apparaît, cependant, que les conséquences d'une sortie de la Grèce pourraient être extrêmement dommageables tant pour la zone euro que pour la Grèce.

Une collaboration étroite entre le gouvernement grecque et ses créanciers apparaît d'autant plus nécessaire que la Grèce doit faire face à des échéances de dette extrêmement importantes dans les mois qui viennent et que le soutien de sa population s'effrite rapidement.

#### ***Le soutien de la population grecque a Syriza s'effrite rapidement***

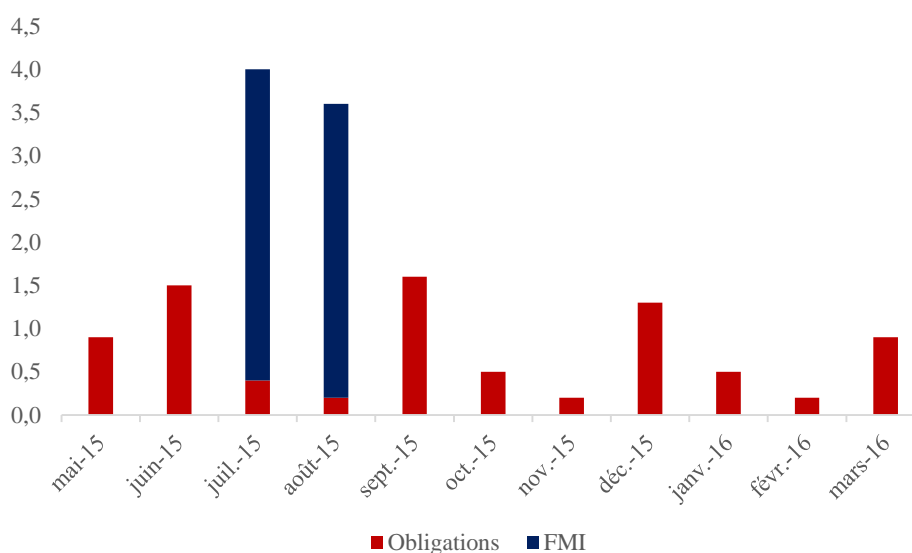


### ***La population commence à s'inquiéter d'une possible sortie de la zone Euro***



Source : Skai TV et Université de Macédoine

### ***D'importantes échéances de dette sont à prévoir dans les prochains mois***



Source : Bloomberg

Note Ces échanges ne prennent pas en compte le remboursement des obligations de maturité 3 mois et 6 mois (stock roulant de 15 milliards d'euros). :

La rhétorique guerrière et la stratégie de jusqu'au-boutiste de Syriza contribuent à nourrir les craintes des marchés sur un possible défaut ou une éventuelle sortie de la Grèce de la zone euro comme l'illustre l'évolution des taux obligataires à 10 ans grecques.

Plusieurs scénarios sont envisagés :

- D'abord, Syriza et la Troïka arrivent à trouver un accord rapidement impliquant la mise en place des réformes structurelles voulues par la BCE et le FMI. La Grèce peut alors avec le soutien de ces institutions faire face à ces échéances et la mise en place des réformes permet une amélioration à moyen terme de la situation économique en Grèce qui peut ainsi rester en zone euro.
- Il reste possible que la lenteur des négociations puisse conduire la Grèce à faire défaut sur une partie de sa dette mais qu'un accord sur la mise en place des réformes structurelles soit trouvé. Faire défaut impliquerait des conséquences non négligeables sur l'accès de la Grèce aux financements. La Grèce se retrouverait ainsi dans une situation extrêmement délicate avec des conditions de financement difficiles mais resterait en zone euro.
- Enfin, la solution la plus pénalisante pour la zone euro et la Grèce serait de voir la Grèce refuser de mettre en place ces réformes structurelles poussant les acteurs européens à l'exclure de la zone euro.

Une sortie de la zone euro aurait un impact important non seulement sur l'économie grecque et sa capacité à financer son déficit budgétaire par de la dette mais également sur les Etats membres de la zone euro. Ces derniers ont, en effet, été mis à contribution et restent les créanciers finaux de la Grèce. Ainsi, l'exposition de la France avoisinerait les 80Mds€.

De plus, une faillite ou une sortie de la Grèce de la zone euro constituerait un précédent fragilisant considérablement la zone. Cette dernière illustrerait ainsi sa fragilité due à une



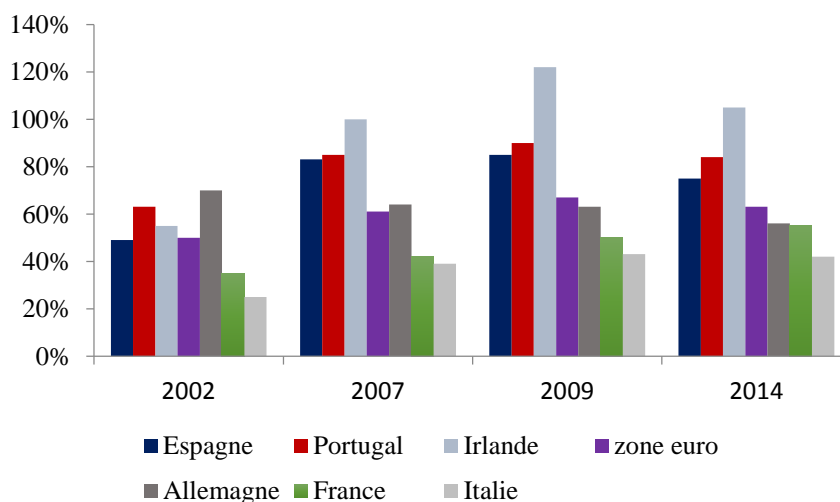
hétérogénéité trop grande entre les économies la composant. Ce constat d'échec viendrait non seulement faire craindre d'autres sorties en cas de turbulences (et donc à ne pas douter une pression accrue sur certaines économies vues comme encore fragile) mais également remettre en cause les fondements du projet fédéraliste. Il s'agirait pour la zone euro de reconnaître l'échec de cette volonté d'intégration croissante mettant un coup de frein important au projet européen. En tant que tête de pont d'une intégration plus générale, l'union monétaire a longtemps été vue comme un outil visant à forcer les gouvernements à renforcer le fédéralisme. La création de l'euro sans une intégration plus globale a créé des déséquilibres importants qui auraient dû pousser les gouvernements à s'orienter vers plus d'intégration afin de résoudre ces déséquilibres... A l'heure actuelle, il n'est évident que nous prenions cette direction et le risque est grand qu'au contraire l'intégration monétaire ne mène pas à un renforcement du projet européen mais plutôt à un recul de la construction de la zone. Le pari des partisans de la création de l'euro apparaît aujourd'hui comme particulièrement risqué et il n'est pas impossible que les évolutions des mois à venir nous confirment s'ils ont gagné ou perdu ce pari.

## **2. Le problème du surendettement reste non réglé**

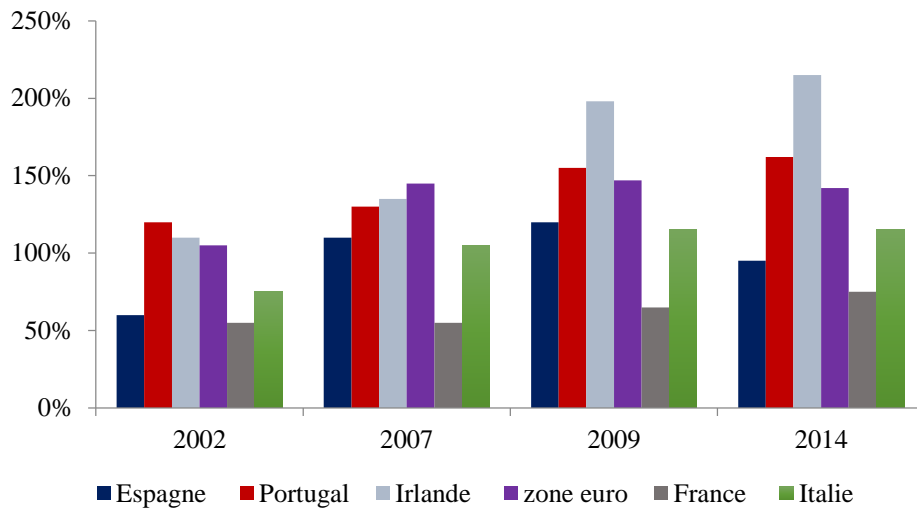
Près de 5 ans après le début de la crise de la dette souveraine en zone Euro, le problème du surendettement semble loin d'être réglé. Le surendettement touche l'ensemble des agents économiques de la zone au premier rang desquels les Etats. La question de la « soutenabilité » des dettes étatiques reste ainsi au cœur de l'actualité. Dans un monde globalisé où les capitaux sont de plus en plus mobiles, le spectre de la faillite est devenu une menace bien réelle même si certains persistent à y voir un « épouvantail » qui viserait à forcer les peuples à accepter toujours plus de libéralisme.

On constate, en effet, que le rapport dette/PIB continue d'augmenter dans de nombreux pays de la zone sous le double effet d'un manque de volontarisme gouvernemental et d'une réduction de l'activité. Le poids de la dette publique est particulièrement lourde en Grèce, en Italie, en Irlande et au Portugal. Bon nombre de pays dépasse ainsi le seuil des 60% du PIB prévu dans le Pacte de stabilité et de Croissance. La dette privée, quant à elle, est particulièrement importante en Irlande, au Portugal et Espagne où les ratios d'endettement dépassent largement les 133% du PIB du « seuil de sécurité » fixé par la Commission européenne. Le secteur privé souffre ainsi largement des conséquences de l'éclatement des bulles de crédit nées dans les années 2000 dans les périphéries de la zone euro. La disponibilité de financements toujours plus importants (rendus possible par l'instauration de la monnaie unique) couplée à une chute rapide des taux d'intérêt dans les économies périphériques (qui ont bénéficié à tort d'une réduction massive des spreads vis-à-vis de l'Allemagne négligeant le risque souverain inhérent à ces pays) a donné lieu à une période euphorique de croissance financé par endettement. Les secteurs non soumis à la concurrence internationale (comme l'immobilier résidentiel ou les infrastructures) ont considérablement bénéficié de cette abondance de crédit.

*Taux d'endettement des ménages (% du PIB)*



### Taux d'endettement des entreprises (% du PIB)



Source : Eurostat

Dans certains pays (notamment l'Espagne et l'Irlande), cette phase expansive s'est donc accompagné d'importantes bulles immobilières dont les stigmates sont encore visibles aujourd'hui (les taux d'endettement hypothécaires y restent extrêmement importants. En Espagne et au Portugal, les PME sont les principales victimes de ces bulles avec des taux d'endettement critiques.

La situation nécessite ainsi notamment dans ces pays des mesures drastiques pour faire baisser le poids de la dette dans les économies. Plusieurs réponses ont été avancés dans ce contexte :

- Des taux de croissance réelle plus élevés
- La réduction des dépenses étatiques (via l'austérité budgétaire)
- Le recours à l'inflation
- La restructuration ou la mutualisation de la dette.

La première solution reste la solution idéale. Il n'est cependant pas évident qu'avec le poids actuel de la dette et par conséquent des charges d'intérêt, des taux de croissance réelle élevés soient réellement crédibles. Il convient de rappeler que la croissance n'est pas un moyen mais bien le résultat d'une situation propice.

Ces dernières années de nombreux efforts ont donc été faits en matière de consolidation budgétaire par la réduction des dépenses ou l'augmentation des recettes étatiques. Pourtant, les ratios d'endettement ont continué d'augmenter notamment parce qu'un transfert des actifs douteux du secteur privé vers le secteur public a été effectué combiné à d'importantes injections de capitaux pour sauver les systèmes bancaires (notamment en Grèce et en Irlande). Ainsi, le FMI estimait en 2013 qu'un excédent budgétaire de 5% du PIB serait nécessaire pendant une dizaine d'années pour faire repasser l'endettement sous le seuil de 60% pour les pays les plus endettés. Il s'agit là d'ajustements extrêmement importants qui posent la question de l'acceptabilité par les parties prenantes. Ils impliquent, en effet, des conséquences à court terme très importantes (chômage élevé, croissance faible, fiscalité lourde...).

Parallèlement les ratios d'endettement du secteur privé se sont globalement améliorés depuis la crise de 2007 2008 mais de manière tenue. La situation reste cependant très contrasté par pays. Ainsi, ils ont reculé en Espagne notamment (tout en restant supérieur aux moyennes historiques), ils ont en revanche continué d'augmenter en Irlande et au Portugal.

Malgré de profonds ajustements réalisés par de nombreux pays, la réduction de l'endettement reste une véritable gageure. Elle nécessite, en effet, un désendettement simultané de tous les agents économiques. Ce mouvement de désendettement collectif et simultané obère la croissance en limitant la demande intérieure dégradant un peu plus les ratios d'endettement. Il n'est ainsi pas étonnant de voir que ces derniers continuent

d'augmenter malgré les efforts consentis illustrant toute la complexité de la problématique du désendettement.

Il s'agirait, ainsi, de trouver le juste équilibre entre des politiques d'austérité qui en réduisant l'endettement limitent in fine la capacité des économies à supporter la dette (en réduisant la croissance) et des politiques de relance qui en privilégiant la croissance augmenterait la capacité des économies à supporter l'endettement mais au prix d'une augmentation de ce dernier. Cet arbitrage apparaît aujourd'hui comme extrêmement difficile. Au cœur des débats idéologiques, c'est dans une approche pragmatique que réside probablement la solution...

Les pays périphériques de la zone euro doivent ainsi faire face à un surendettement important des agents économiques. Cependant, ces déséquilibres ne sont que les symptômes d'un mal plus profond qui atteint les économies périphériques : la perte de compétitivité. En effet, au cours de la première décennie de la zone euro, les pays périphériques ont considérablement perdu en compétitivité notamment face aux pays du cœur de l'Europe (au premier rang desquels l'Allemagne et la France). Cette perte de compétitivité s'explique largement par des hausses du coût du travail important au cours de la période combiné à la spécialisation des économies périphériques vers des secteurs à faible valeur ajoutée comme le rappelle Patrick Artus dans son ouvrage **croissance zéro**.

Dans les années 2000, le coût unitaire du travail a augmenté de façon significative dans les pays périphériques. Le coût de la main d'œuvre progressait entre 20 et 30% plus vite dans ces pays par rapport à l'Allemagne. Cette perte de compétitivité a été largement masquée par un dynamisme important de la demande intérieure soutenue par l'endettement.

D'autre part, l'instauration d'une monnaie unique, en facilitant les échanges entre les pays de la zone, a poussé les pays du cœur de l'Europe à se spécialiser sur les secteurs à haute

valeur ajoutée alors que les autres ont investi les secteurs à faible valeur ajoutée. Il s'agit simplement de la prolongation de la vision ricardienne des avantages comparatifs dans une zone intégrée monétairement. La crise a ainsi largement touché les activités des pays périphériques du fait de leur positionnement sur la chaîne de valeur. Le maintien d'un euro fort n'a fait que contribuer à l'incapacité de ces pays à exporter des produits à faible valeur ajoutée.

Ainsi, la crise a mis en lumière l'écart grandissant de compétitivité opposant les pays du Sud au pays du Nord et du cœur de l'Europe. La mise en place d'une monnaie unique a contribué à accroître ces déséquilibres de compétitivité au sein de la zone.

La résolution de la crise passera sans nul doute par un rétablissement de la compétitivité de ces pays. Il s'agit pour eux de pratiquer une dépréciation réelle. L'option de la dépréciation monétaire ne paraît pas envisageable. En effet, il s'agit principalement d'un différentiel de compétitivité au sein de la zone et non pas nécessairement vis-à-vis de l'extérieure. Une dévaluation n'apporterait qu'une solution relative pour ces pays tout en pénalisant le reste de la zone... Ces pays n'ont donc d'autre choix que de se tourner vers une « dépréciation interne » qui consiste en une baisse des prix via la baisse des salaires, des retraites et autres coûts... Il s'agit là de la stratégie adoptée par de nombreux pays périphériques sous la forme de politique d'austérité. Il s'agit par des réformes structurelles de doper la compétitivité en augmentant la productivité. Il va sans dire que cet ajustement est extrêmement douloureux. Il n'est pas évident que tous les pays soient prêts à le faire.

Il s'agit donc principalement de réduire l'écart en termes de coût de travail entre les pays périphériques et les pays du cœur de l'Europe. L'Espagne, l'Irlande et le Portugal est réussi à partiellement réduire cet écart mais de nombreux ajustements restent à faire dans ces pays. Trois options s'offrent alors aux pays périphériques : continuer l'effort d'ajustement (mais qui pose la question de la supportabilité par la population), faire en sorte que les pays

du cœur de l'Europe mettent en place des hausses salariales significatives ou procéder à des gains de productivité supérieure aux augmentations salariales.

De nombreux pays et pas seulement les pays de la périphérie sont ainsi face à un écart grandissant de compétitivité vis-à-vis de l'Allemagne. La France connaît elle aussi un problème majeur de compétitivité. Ainsi, elle est le seul pays, comme le rappelle Patrick Arthus, qui a connu dans les dernières décennies une hausse plus rapide des salaires par rapport aux gains de productivité érodant peu à peu sa compétitivité. Une lecture rapide peut cependant laisser croire, comme de nombreux hommes politiques se plaisent à le faire, à une situation plus favorable en France qu'en Allemagne en termes de productivité. En effet, la « meilleure » productivité du travailleur français est souvent mise en avant comme la preuve de la réussite du modèle français. Il ne faut pas oublier que la productivité est fortement corrélée au taux de chômage. Plus ce dernier augmente et plus la productivité augmente. En effet, les premiers touchés par le chômage sont les travailleurs peu qualifiés. L'augmentation du chômage entraîne donc mécaniquement une hausse de la productivité en ne sélectionnant que les plus productifs. Il va sans dire que cette situation avec une productivité élevée simplement par effet mécanique n'est pas enviable et est loin d'être la preuve de la réussite du modèle français. Il ne faudrait pas alors regarder la productivité des travailleurs mais bien la productivité totale de l'économie. Les chiffres sont alors bien moins favorables à la France.

### **3. La tâche de la BCE s'annonce ardue**

Ainsi, de nombreux problèmes structurels perdurent en zone euro. Le rôle de la BCE en tant qu'instance de politique monétaire ne saurait de régler à elle seule tous les déséquilibres qui touchent les pays de la zone euro. Son rôle est bien d'accompagner dans les années à venir ces ajustements nécessaires. Elle se doit ainsi de faire preuve de courage afin de permettre un climat monétaire propice à la mise en place des réformes structurelles qui

semblent inévitables. Il paraît risqué de continuer à repousser par des politiques monétaires laxistes le règlement des ajustements à plus tard. Le volontarisme affiché de Mario Draghi a certes permis de restaurer de la confiance dans nos économies. Cette confiance restaurée ne doit cependant pas faire oublier les nécessaires ajustements.

Ainsi, la tâche de la BCE s'annonce ardue dans les années à venir. Elle doit réussir à maintenir l'unité de la zone Euro dans un climat de plus en plus tendu tout en préparant la sortie des mesures non conventionnelles. Il s'agit là d'un défi de taille. L'importance du soutien de la BCE à l'économie pose, en effet, la question des conséquences de l'arrêt de ces mesures. Il s'agira pour la BCE non seulement de lisser au maximum l'impact de cet arrêt et donc d'éviter une réaction brutale des marchés financiers mais également de choisir le moment optimal. L'arrêt du Quantitative Easing fait déjà l'objet de nombreuses interrogations, le risque étant que le soutien relatif apporté par les BCE se limite à une inflation des prix des actifs sans incidence sur l'activité sous-jacente. L'arrêt du QE se traduira ainsi par l'éclatement de cette bulle d'actifs menaçant notamment les détenteurs d'obligations (et notamment les fonds de pension).

Derrière les enjeux monétaires et économiques de la zone euro, se cache une opposition de fond entre les partisans du fédéralisme et ses opposants. Il s'agit là de l'avenir de la construction européenne qui est en jeu. Entre le mythe et la réalité, le discours populiste accusant l'Europe de tous les maux trouve aujourd'hui un écho tout particulier. C'est tout le projet européen qui se trouve aujourd'hui menacé. Il semblerait que la vision des pères fondateurs d'une Europe unie et en paix ne résiste pas au sentiment de privation de libertés qu'engendre le transfert des compétences.



## *Conclusion*

Ainsi, même si la BCE a fait l'objet de très nombreuses critiques, il n'en demeure pas moins qu'elle a su faire preuve de réalisme durant la crise. Les défis restent, cependant, très nombreux et l'avenir de la zone euro semble chaque jour un peu plus compromis.

C'est un véritable débat idéologique qui s'est engagé. Il concerne à l'évidence la BCE mais de manière plus générale le projet de construction européen en lui-même. Il faut croire qu'il s'agit là d'une remise en cause plus profonde du système de valeurs d'après-guerre. La vision profondément humaniste des pères fondateurs qui voyaient dans l'Europe une forme d'aboutissement n'a pas tenu face à la montée des individualismes. Il n'est pas évident à moyen terme que nos sociétés soient prêtes à accepter que les décisions (même bonnes) ne soient pas prises par nous-mêmes. Paradoxe des démocraties qui n'arrivent plus à susciter l'intérêt des populations, ces dernières réclament toujours plus de libertés et de pouvoirs.

Il apparait nettement aujourd'hui qu'il s'agit de la principale fracture idéologique. Les divergences traditionnelles entre les partis politiques semblent s'effacer face à l'opposition bien plus structurante entre eurosceptiques et europhiles.

La nécessité d'un discours honnête sur les enjeux de la question est indispensable. Occulter la dimension fondamentale des choix à venir ne pourra résoudre cette opposition de valeur.

S'accorder sur l'avenir du projet européen apparait d'autant plus indispensable que l'environnement économique connaît des changements radicaux qui pourraient considérablement impacter notre rapport à l'économie. Ainsi, la menace de stagnation séculaire nous interroge sur notre rapport à la croissance. Les travaux de Patrick Artus nous poussent à voir dans la croissance une sorte d'« épiphénomène » à l'échelle de l'humanité

rendu possible par le progrès technologique. Il est loin d'être évident que ce dernier nous assure pour les décennies à venir les mêmes taux de croissance. Le risque serait grand alors de voir nos sociétés s'entredéchirer afin de récupérer les miettes d'un gâteau qui aurait perdu de son attrait.

# **Bibliographie**

## **The Euro Area Crisis and the Two ECB**

Charles Wyplosz, *Revue d'Économie Financière*. mar2014

## **Politique monétaires : La divergence Fed/BCE**

Jacques Adda, *Alternatives Economiques*; nov2014

## **BCE : vers une politique monétaire plus proactive**

Camille Camou, *Option Finance*

## **Fed contre BCE**

Emmanuel Lechypre, *L'expansion* dec2008

## **La BCE aux commandes de l'euro**

Agnès Bénassy-Quéré, Benoit Coeuré *Économie de l'euro*. 2014

## **The ECB: What Crisis Exit Scenario(s)?**

Christian Bordes, Laurent Clerc *Revue d'Économie Financière*. oct2011

## **Le jeu dangereux de la BCE**

Jacques Adda, *Alternatives Economiques*; 2012

## **Politique monétaire. Les mesures non conventionnelles de la BCE et de la FED. En dehors des sentiers battus**

*Revue banque* nov2011.

## **Une autre politique monétaire pour résoudre la crise**

Nicolas Goetzmann, *Fondapol*. 2012.

## **La BCE comme superviseur. Un risque de conflit d'intérêts ?**

Séverine Leboucher, fev2013

## **Réparer le système monétaire et financier,**

Christian Bordes, *Les politiques de sortie de crise* , oct2011

## **À quoi sert la Banque centrale européenne ?**

Edwin Le Heron, *Documentation française*. 2013.

## **Les paradoxes de la zone euro**

Jacques Bourrinet *Bruylant*. 2010

## **La nouvelle politique de la BCE, un coup d'épée dans l'eau ?**

David Thesmar mar2015

**Le marché interbancaire européen au lendemain de la crise**  
*Liquidités, les grandes manœuvres RB - revue banque* juin2011

**Quantitative easing européen : pourquoi tant de liquidités ?**  
Audrey Spy, *Option Finance*

**Politique monétaire: les mesures non conventionnelles de la BCE et de la Fed.**  
Christian Pfister, Françoise Drumetz, *Revue Banque*. oct2011

**La potion Draghi, une révolution pour la finance européenne**  
David Thesmar *Les Echos* jan2015

**Les succès mitigés des plans de sauvetage dans la zone euro**  
Franck Lirzin, *Les cahiers français*; jan2012

**Structures financières et canal des taux d'intérêt de la politique monétaire dans la zone euro**  
Benoît Mojon. *Structure et comportements macro-économiques : comparaisons économiques entre nations, Économie & prévision*

**Monetary Policy in the Crisis: Confronting Short-Run Challenges While Anchoring Long-Run Expectations.**  
Benoit Coeuré *Revue d'Économie Financière*. mar2014

**Can Central Banks Conduct Unconventional Monetary Policies While Maintaining their Independence?**  
Niels Thygesen, *Revue d'Économie Financière*. mar2014,

**L'Eurosystème : un mécanisme de transferts en faveur des pays déficitaires ?**  
André Grjebine, *Revue de l'OFCE* 2012

**Central Banks: Exiting the Crisis Mode.**  
Natacha Valla, *Revue d'Économie Financière*. mar2014

**BCE, le nouvel empereur de l'Europe.**  
Jean-François Bouchard, *Géoéconomie*. jan/fev2014

**Zone euro : la crise est-elle terminée ?**  
*ECONOTE Société Générale* Sep2014

**L'art du central banking de la BCE et le principe de séparation**  
Christian Bordes, Laurent Clerc

**Zone euro: éclatement ou fédération**  
Aglietta, Robert 2012

**À quoi sert la Banque centrale européenne?**

E Le Héron - 2013 - hal.archives-ouvertes.fr

**La BCE a-t-elle bien géré la crise?**

Christian Bordes - *Regards croisés sur l'économie*, 2012

**Réflexions sur les turbulences récentes sur les marchés de capitaux mondiaux**

JC Trichet - *Revue d'économie financière*, 2008

**Les défis pour les banques centrales après la crise**

P Artus - *Revue d'économie financière*, 2014 - cairn.info

**L'euro et la banque centrale européenne en 2019**

B Eichengreen - *Revue d'économie financière*, 2010

**Croissance Zéro**

P Artus

**Unconventional monetary policy of the ECB during the financial crisis: An assessment and new evidence**

Pattipeilohy, Van den End, Tabbae, Frost and J. de Haan - *DNB Working Paper*, 2013

**La politique monétaire de la Banque centrale européenne dans tous ses états**

Michel Aglietta – *Terra Nova* 2014