

LA BCE : UNE INNOVATION INSTITUTIONNELLE DANS LA TEMPÊTE DE LA CRISE

Yahia BOUTEFNOUCHET*

yahia_boutefnouchet@etu.u-bourgogne.fr

Résumé

Face à la crise de 2008, les banques centrales ont joué un rôle déterminant à travers leurs politiques monétaires afin d'agir sur les répercussions de cette crise. Des démarches différentes, avec, certes, quelques similitudes, qui ont conduit à la situation actuelle. Ainsi, le rôle des institutions dans les périodes de crises est primordial. Les banques centrales en tant qu'institutions initiatrices des politiques monétaires, ont eu recours à des mesures particulières, adaptées au contexte sans précédent de cette crise. Toutefois, ces institutions font régulièrement face à des contraintes limitant leur efficacité et leur capacité à gérer les situations de fragilité. Particulièrement la Banque Centrale Européenne, dont le statut particulier lui attribue la mention *d'innovation institutionnel*, mais représente en lui-même une contrainte formelle.

1 Introduction

Depuis son déclenchement aux Etats Unis en 2008, la crise financière internationale était d'une telle intensité que les banques centrales des pays développés se sont engagées dans de nouvelles mesures de leurs politiques monétaires afin d'y faire face. Ces mesures dites non-conventionnelles sont caractérisées par un comportement sans précédent des banques centrales. Non seulement leurs taux directeurs ont atteint des niveaux historiquement bas, mais les banques centrales ont dû intervenir sur les marchés financiers afin de remplacer le secteur privé désormais inopérant en raison d'une crise de confiance.

Pour la zone euro, la crise de confiance se plaçait du côté du marché interbancaire, secteur pivot du financement des agents économiques privés. Même si la BCE (banque centrale européenne) avait mis en œuvre des mesures non-conventionnelles de sa politique monétaire en

*Laboratoire d'Économie de Dijon (LEDi) - Université de Bourgogne Franche-Comté, CNRS : UMR6307 - Pôle d'économie et de gestion - 2 boulevard Gabriel - BP 26611 - 21066 DIJON CEDEX, France

accord avec ses statuts. Ces mesures se sont montrées insuffisantes, particulièrement lorsque la crise bancaire s'est transformé en crise de la dette souveraine dont les éléments provocateurs étaient présents bien avant cette phase d'intensification. Cette dernière a brutalement secoué l'ordre institutionnel européen et l'a confronté à une stagnation de la croissance économique et de l'offre de crédit.

Face à cette situation, la BCE s'est retrouvée bloquée par ses fondements constitutionnels. Ces contraintes *formelles* – telles qu'elles sont qualifiées par D. North – ont été en raison de l'ambiguïté de la politique monétaire de la BCE en période de crise, et de l'incompréhensibilité des objectifs précis de ses plans de sauvetage. Si les contraintes auxquelles la BCE a fait face depuis le début de la crise sont d'ordre constitutionnel, les solutions et à cette crise et les voies de sortie le sont tout autant. Afin d'appuyer cette hypothèse, nous allons analyser dans une première section : (1) les symptômes pathologiques derrière la conversion de la crise bancaire en une crise de la dette souveraine. Ensuite, il sera lieu de parler de (2) la politique monétaire de la BCE entre les deux épisodes de crise, afin d'évaluer les réactions de la BCE en fonction des contraintes constitutionnelles qui limitent ses champs d'intervention. Et enfin, nous exposerons (3) des flexions institutionnalistes qui visent à améliorer le rendement de l'eurosystème face aux crises dans le future.

2 Symptômes pathologiques de la crise de la dette souveraine

La crise financière a eu des effets bien négatifs sur les finances publiques des pays membres de l'union économique et monétaire européenne (UEM). Les mesures mises en place par les autorités nationales afin de secourir les institutions financières en difficulté, les effets cycliques du ralentissement économique sur les recettes et les dépenses publiques, les politiques budgétaires discrétionnaires¹, et l'augmentation des dettes souveraines au-delà du niveau conjoncturellement acceptable ont mené à une sérieuse détérioration des capacités de financement de ces pays. Certains dissimulaient déjà les symptômes d'une crise de la dette souveraine en préparation à l'image de l'Italie et la Grèce² qui affichaient un déficit budgétaire et une dette publique

¹Gadatsch et al. (2016) étudient la question à travers un modèle néo-keynésien qui compare les effets des politiques budgétaires discrétionnaires sur l'économie Allemande et le reste de l'eurosystème durant la récente crise financière. Les éléments d'interprétation démontrent un effet légèrement positif sur le PIB allemand, et pratiquement neutre sur celui du reste des pays de l'eurosystème pendant la première année de récession.

²Tagkalakis (2014) analyse les effets d'une politique budgétaire discrétionnaire sur l'activité économique en Grèce. D'après les résultats qu'il avance, les changements dans les dépenses publiques et les impôts nets ont un effet visible sur l'augmentation de la consommation, ainsi que celle de la croissance économique à court terme, la consommation des ménages et l'investissement par des non-résidents, face à un recul de l'investissement intérieur.

dépassant les critères d'adhésion à la monnaie unique.

Durant la récente crise, la comparaison souvent faite dans la littérature entre les économies des deux côtés de l'atlantique, et particulièrement entre les politiques monétaires respectives de la Réserve Fédérale des États Unis (Fed) et celle de la BCE a connu, à partir de 2011, un point de divergence relativement rare entre les cycles financiers des deux économies dans l'histoire d'après-guerre. La zone euro a connu un début de reprise économique après la crise des subprimes provoquée par l'éclatement de la bulle immobilière aux États Unis en 2008 menant à la faillite de Lehman Brothers. Mais elle a très vite été aspirée par une nouvelle récession qui lui est propre, celle de la dette souveraine.

Ceci met en évidence la particularité de la zone euro sur le plan économique de manière générale, mais plus particulièrement par sa composition financière et sa construction constitutionnelle. Cette construction attribue un statut particulier à la BCE, celui d'institution supranationale non soumise à l'influence d'une souveraineté, puisque la zone euro n'est pas un état fédéral, mais fait partie d'une union économique et monétaire dotée d'un très haut degré d'intégration économique et juridique. (Roman et Bilan, 2012; Reichlin, 2014)

La compréhension des éléments qui ont contribué à préparer l'atmosphère propice au déclenchement de la crise actuelle, du rôle de la BCE au sein de cette union et des voies de sortie nécessite l'analyse de cette construction constitutionnelle et monétaire particulière.

2.1 Construction constitutionnelle autour de la BCE

Le traité de Maastricht ou *traité sur l'union européenne* (TUE) définit le panorama général de la communauté économique et juridique européenne. Ce traité a été modifié par le traité de Lisbonne intitulé *Traité sur le fonctionnement de l'union européenne* (TFUE) en 2007, fondé sur l'idée d'une intégration économique par la concrétisation du marché unique. La monnaie unique mise en avant dans le TUE est un élément essentiel au fonctionnement du marché intérieur européen, cet espace de libre circulation des marchandises, des personnes, des services et des capitaux. Toutefois, l'espace monétaire et celui du marché ne comptent pas le même nombre d'états participants (Barbier, 2006). L'union européenne compte aujourd'hui vingt-huit membres, qui ne sont pas tous membres de l'eurosystème. Celui-ci se compose de seulement dix-huit états membres. L'union européenne est donc composée d'états souverains ainsi que d'une zone monétaire unique. Et naturellement, ces composantes de l'union européenne sont amenées à communiquer, interagir et à coordonner leurs activités.

Ainsi, et pour lever cette ambiguïté, le système bancaire de l'union européenne est basé sur un *système européen des banques centrales* (SEBC) qui se compose de la BCE ainsi que des vingt-huit banques centrales nationales (BCN) des états membres de l'union y compris ceux qui n'ont pas adopté l'euro. Les décisions concernant la politique monétaire de la BCE sont prises par le conseil des gouverneurs³ au niveau duquel sont représentées la BCE et les BCN des états ayant rejoint l'UEM en adoptant la monnaie unique. Il est donc incorrect de confondre la BCE en tant qu'institution et l'Eurosystème. (Artus et Wyploz, 2002; Le Héron, 2013)

La fonction principale de l'eurosystème est de définir et d'implémenter la politique monétaire de ces pays, piloter les opérations de change, en détenir et en gérer les réserves, ainsi que d'assurer la fluidité des opérations du système des paiements. Pour un bon nombre de ces tâches, la responsabilité est restée au niveau national avec une coordination et une prise de décision centralisée. Ainsi, la mise en place des lignes directrices et la prise des décisions nécessaires au fonctionnement et à la performance de ces opérations est du ressort du conseil des gouverneurs. Jung et al. (2010) exposent de manière détaillée la préparation des décisions de politique monétaire au sein de l'eurosystème d'un point de vue organisationnel. Ils en concluent que le degré d'interaction entre la BCE et les BCN durant les trois phases de mise en place de la politique monétaire de la zone euro, en l'occurrence (1) la préparation, (2) la décision, et (3) l'implémentation varie, mais offre aux BCN un haut degré de contribution à travers la structure décentralisée de l'eurosystème.

Ce haut degré de décentralisation est conjointement associé à un niveau d'indépendance particulièrement élevé de la BCE. Et c'est de son modèle conceptuel, celui de la Bundesbank, qu'elle tient cette particularité. Cette constitution a été soutenue, défendue et approuvée dès la création de l'UEM⁴. Toutefois, la projection du modèle d'une banque centrale qui a fait preuve d'une grande capacité à réguler l'inflation sur le plan national n'est pas complètement valable pour le contexte supranational distingué par un haut degré d'hétérogénéité budgétaire. De plus, la Bundesbank a fait défaut à son succès au milieu des années 1990' marquées par une faible croissance économique.

³Le conseil des gouverneurs est composé des membres du directoire de la BCE (composé lui-même du président de la BCE, du vice-président ainsi que quatre membres) en plus des gouverneurs des BCN

⁴« dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par le présent traité et les statuts du SEBC, ni la BCE, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions. » - Article 107 du traité de Maastricht

L'un des principaux objectifs de la BCE est de maintenir l'inflation proche, mais en dessous, d'un niveau plafonné à 2%. La stabilité de l'inflation étant propice à l'instabilité financière, des difficultés de financement pour les banques peuvent apparaître très rapidement. Les évolutions asymétriques depuis le début de la crise de la dette souveraine ont rendu les mécanismes d'ajustement particulièrement difficiles à mettre en œuvre au sein de l'UEM caractérisée par une forte hétérogénéité institutionnelle. Et les actions engagées pour créer un système financier homogène n'ont pas permis de faire converger les systèmes financiers des différents pays.

La politique monétaire devient complètement inopérante quand il s'agit de piloter la distribution des crédits, du niveau d'inflation ou de soutenir l'activité économique. Il se trouve que l'objectif principal de la BCE est, justement, de garantir la stabilité des prix au sein de l'euro-système. C'est ce qui a servi d'argument aux opérations financières, sensées agir sur le niveau d'inflation. La réponse de la BCE face à la crise de la dette souveraine était de mettre en place un programme d'achat des titres de la dette publique des pays les plus endettés⁵, à savoir : l'Irlande, le Portugal et la Grèce (Aglietta, 2011 ; Farvaque, 2007). Cette crise a dévoilé la malformation constitutionnelle de l'UEM dont les statuts ne se sont pas adaptés à ces circonstances particulières.

2.2 intégration monétaire de l'euro-système

L'une des préoccupations fondamentales de l'euro-système depuis sa création, et comme spécifié ci-dessus, est de soutenir l'intégration financière européenne. En effet, une intégration financière de l'euro-système permettrait une meilleure diffusion des directives de la politique monétaire de la BCE. Mais compte tenu du degré d'hétérogénéité conjoncturelle des pays membres, il est clair que l'économie réelle sera peu réactive à la politique monétaire de la BCE, et les impacts de cette dernière seront moins homogènes en l'absence d'une unification des systèmes bancaires et financiers. Toutefois, l'impact effectif des actions de l'euro-système dans cette perspective est difficile à déceler vu les effets conjugués durant la période de transition à la monnaie unique.

Suite à la mise en place de l'euro, il semble logique de penser que l'intégration monétaire soit chose acquise, d'autant plus qu'une amélioration constante a été observée depuis sa création en 1999. Ceci est aussi valable pour les marchés obligataires à partir du moment où les pays membres ont homogénéisé les caractéristiques de leurs dettes publiques dont les titres sont devenus tout à fait substituables. Ceci a eu un retour favorable sur le volume de leurs émissions.

⁵SMP (Securities Market Program) mis en place en octobre 2011.

Cependant, on ne peut pas en dire autant du marché des actions. Et même avec la diversification des portefeuilles d'actions des investisseurs de la zone euro, ils restent majoritairement constitués de titres locaux.

Pollin (2010) souligne que la composition d'un portefeuille de titres du pays de résidence semble plus appréciée, du fait que la diversification entre secteurs est plus profitable qu'entre états membres de l'eurosystème. Mais la crise financière de 2008 avait quelque peu remis en question cette affirmation, car ceci n'est pas valable pour tous les états de la zone euro. Les écarts de rendement entre actions sur les marchés financiers des pays membres est bien visible. Ceci illustre parfaitement le haut degré d'hétérogénéité par laquelle se distingue l'eurosystème. Ce point de vue est tout à fait en cohérence avec l'évolution des taux d'intérêt du critère de

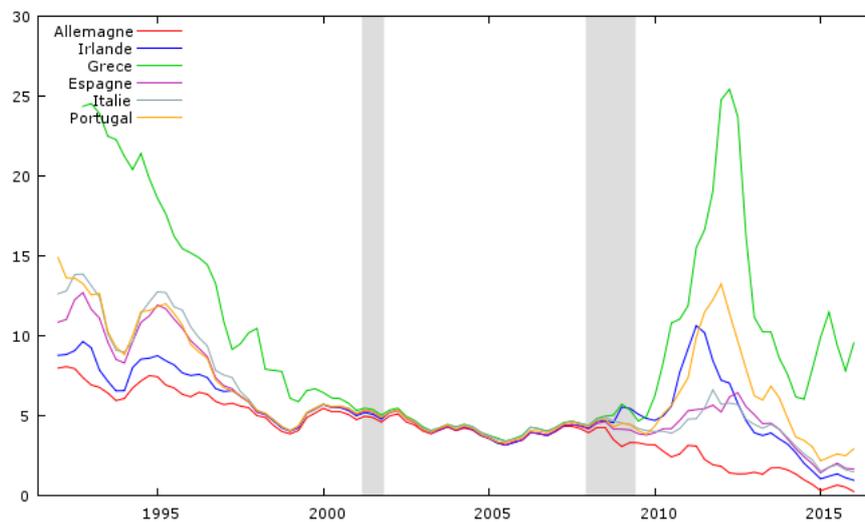


FIGURE 1 : Taux d'intérêt du critère de convergence à l'UEM de Maastricht concernant le rendement des obligations
source : Eurostat

convergence à l'UEM de Maastricht concernant le rendement des obligations, qu'on appellera par la suite « *taux de convergence* ». Les taux de convergence des pays périphériques et celui de l'Allemagne sont tout à fait corrélés depuis la création de l'euro, et jusqu'en 2008 où on commence à constater une certaine divergence. Ceci est bien évidemment un effet de la crise financière internationale (Figure 1.). On constate que cet écart s'accroît à partir de 2010. Il est passé de 3.85% au quatrième trimestre de 2009 au Portugal à 13.22% au premier trimestre 2012. La Grèce, dont l'introduction à l'UEM s'est officiellement opérée le 1er janvier 2001, avait un taux de convergence de 10.45% au premier trimestre 1998, juste avant la création de la monnaie unique. Ce taux est passé à 5.33% au premier trimestre de 2001. Soit une baisse

équivalente à la moitié en l'espace de trois (03) ans. Il est passé ensuite de 4.66% à 25.40% entre 2009 et 2012. Elle avait d'ailleurs presque le même taux de 24.33% en 1992, année de signature du traité de Maastricht, contre 7.38% pour l'Allemagne⁶. Il semble donc logique de penser que les éléments provocateurs de l'effet de contagion de la crise de l'euro étaient bien présents avant même l'éclatement de la bulle immobilière aux Etats Unis en 2008.

En effet, le traité de Maastricht ajoutait au critère de convergence des conditions d'adhésion

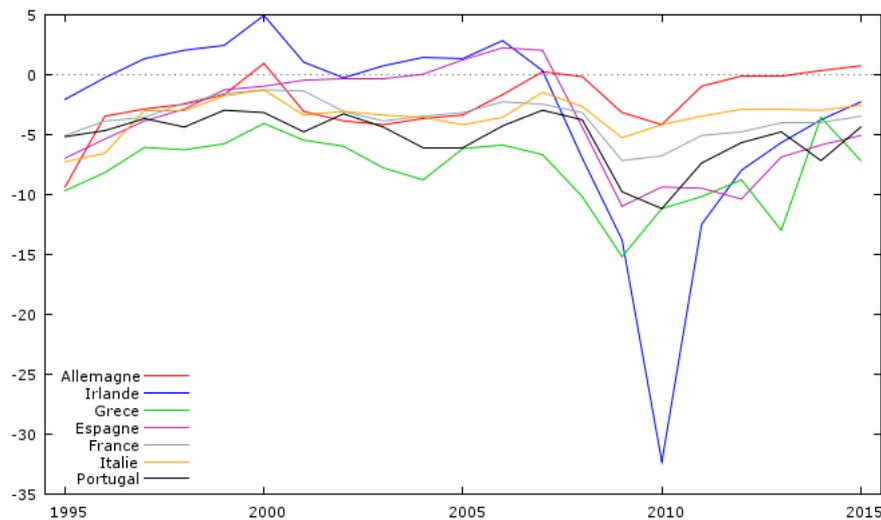


FIGURE 2 : Niveau du déficit/capacité de financement public(ue) en % du PIB
source : Eurostat

bien précises : (1) un déficit budgétaire inférieur à 3% du PIB ; et (2) une dette publique inférieure à 60%⁷. Les pays qui ont rejoint l'UEM au fur et à mesure ont dû adapter leurs indicateurs économiques à ces conditions afin de satisfaire les critères de Maastricht. On voit sur la (Figure 2.) que le niveau du déficit budgétaire tend à se redresser sur la période qui a précédé la création de l'euro. L'Allemagne et l'Irlande sont même excédentaires. Mais il reprend son cours habituelle une fois cette étape passée. On comprend par ce comportement que les pays désirent faire partie de l'eurosysteme ont quelque peu forcé la baisse de leurs taux de déficits budgétaires pour

⁶Une comparaison est très souvent faite entre la Grèce et l'Allemagne, respectivement le membre le plus et le moins touché par la crise. [Duwicquet et Mazier \(2015\)](#) proposent un modèle « stock flux consistant » (SFC) à deux pays afin d'étudier les ajustements réels et financiers face aux chocs asymétriques au sein de l'eurosysteme pour mettre en évidence certains enjeux de la crise de la dette souveraine. Ils en concluent qu'un financement intra-zone euro de la dette publique d'un pays, en l'absence d'un soutien externe mènera à une perte de compétitivité, et creusera ainsi le déficit public. Dans ce cas, même une intervention externe, éventuellement celle de la BCE, à travers l'achat des titres de dette d'un pays en difficulté serait insuffisante pour en réduire le volume. Toutefois, un tel mécanisme de stabilisation, accompagné d'un programme de restructuration budgétaire, calmerait la croissance de la dette publique mais pèserait sur le secteur privé sous la pression d'un ralentissement du PIB et une augmentation du niveau de chômage.

⁷Même si la dette publique est supérieure à ce niveau, elle doit avoir une tendance à la baisse.

réussir le passage à l'euro. Mais une adaptation accélérée et forcée pourrait s'avérer dangereuse à moyen terme. L'eurosystème n'a pas eu à attendre longtemps pour en avoir la preuve, puisque la crise a brutalement prouvé cette hypothèse, et les niveaux de déficits budgétaires ont atteint leur pic entre 2009 et 2010 comme pour l'Irlande dont le taux était de 32.3% du PIB.

2.3 L'eurosystème face à une crise jusque-là dissimulée

Depuis la création de l'euro, la politique monétaire de l'eurosystème avait la particularité d'opérer dans une incertitude presque totale, en l'absence de données historiques des indicateurs généralement utilisés pour évaluer et prévoir l'évolution des agrégats économiques. Ces données sont restées, pareilles que la mise en œuvre des directives de la politique monétaire de la BCE, d'ordre national. Ceci rendait particulièrement compliquée l'identification de la nature et la persistance des prochains chocs. Cette atmosphère d'incertitude planait aussi sur le choix stratégique de fonctionnement de l'eurosystème et des démarches de la BCE à travers les relations structurelles entre les économies membres⁸.

Une intégration des marchés telle qu'on l'a mentionné auparavant, n'était pas tout à fait en accord avec l'histoire économique très hétérogène des états membres de l'eurosystème. Ainsi, l'implémentation d'une politique monétaire unique au sein d'une zone économique caractérisée par une forte divergence financière ne permettrait pas de constater le potentiel de déstabilisation associé à sa mise en œuvre. De plus, et compte tenu de l'histoire économique de ces pays tel un ensemble, certains marchés sont naturellement moins développés que d'autres. Ils représentent, par conséquent, un potentiel d'évolution plus important, particulièrement du côté du comportement financier privé des ménages.

Ces derniers n'étaient pas dans la même situation d'endettement. Les ménages allemands étaient, par exemple, fortement endettés par rapport à leurs homologues espagnoles en application des taux variables sur les emprunts hypothécaires. Pendant les années qui ont précédé la crise, le rythme d'évolution de la demande intérieure n'était pas du tout le même pour tous les pays. L'Allemagne, au cours de ces années, a vu sa balance courante s'améliorer, c'est en partie parce que la demande intérieure a évolué moins rapidement que les pays périphériques, notamment l'Espagne, l'Irlande ou encore la Grèce. L'endettement privé dans ces pays progressait assez rapidement pour absorber l'épargne dégagée par les ménages allemands dont la capacité de fi-

⁸Otmár (2006) explique le processus du choix de la stratégie adoptée par la BCE à sa création. Il raconte une expérience personnelle au sein de la BCE et trace l'évolution chronologique du choix arbitraire entre une politique de ciblage de l'inflation ou de ciblage monétaire, puis l'adoption d'une politique à deux piliers par la BCE. Brand (2008) explique de manière claire la différence entre ces deux types politiques.

nancement a progressé.

L'éclatement de la bulle immobilière en 2007 aux Etats Unis a remis en question cet équilibre de manière très brutale. Elle a ainsi divulgué les divergences entre les états membres de l'euro-système jusque-là dissimulées par l'intégration monétaire. La violence de la crise a été principalement en cause du ralentissement brutal de l'endettement privé, qui menace encore plus cet équilibre désormais fragilisé. Face à cette situation extrêmement délicate, l'endettement public a dû se substituer au secteur privé pour essayer de maintenir un minimum de fonctionnement sur certains fragments des marchés financiers.

3 Le BCE dans la tempête de la crise

Face à la crise financière, la BCE a adopté des mesures non-conventionnelles de sa politique monétaire afin de pouvoir continuer à remplir son rôle de prêteur en dernier ressort. La logique particulière de la crise l'a emmené à revoir sa politique monétaire par ses instruments et ses canaux de transmission. Compte tenu de sa composition particulière, il est primordial de prendre en considération les différences institutionnelles et structurelles entre les économies des deux côtés de l'atlantique. La comparaison entre ces deux économies, plus particulièrement les deux banques centrales depuis le début de la crise financière, ainsi que les critiques adressées à la BCE argumentées par le manque d'efficacité de sa politique monétaire par rapport à celle de la Fed à travers le critère de reprise économique ne sont pas tout à fait crédibles. Une comparaison pourrait être soutenable si elle est basée sur une partie des marchés distinguée par un certain degré de ressemblance des deux côtés, et non pas les deux économies dans l'ensemble.

Dans le cas de la BCE, la situation était quelque peu particulière. Puisque quelque temps après l'éclatement de la crise des subprimes aux Etats Unis, et suite à un début de reprise économique en 2009, l'euro-système s'est retrouvé aspiré par une nouvelle crise qui lui est propre. Cette crise s'est très rapidement illustrée par une paralysie du marché interbancaire menant à une quasi-stagnation de l'offre de crédits. Ceci constitue la principale spécificité structurelle de l'économie européenne.

Le marché bancaire joue un rôle pivot dans le financement à court terme des entreprises et des individus au sein de l'euro-système. Ceci constitue la principale différence entre la zone euro et les Etats Unis, là où les marchés financiers représentent la source de financement principale même pour les petites entreprises et les ménages. Une paralysie du marché interbancaire de l'euro-système empêcherait les banques et autres agents privés de financer les actifs qu'ils

détiennent. Dans ce cas, ils seraient forcés de liquider les titres détenus et en contrepartie, demander de nouveaux prêts de manière prématurée. Ce comportement de liquidation compulsive peut déclencher une spirale auto-entretenue de dévaluation des collatéraux détenus et une importante perte en liquidité. Face à ce genre de situations, les banques centrales ont un large champ d'intervention afin de limiter l'effet du ralentissement sur le marché monétaire et celui de l'activité économique dans un segment spécifique des marchés financiers. (Giannone et al., 2012)

La manière la plus simple est l'augmentation de l'intermédiation financière à travers la taille et la composition de leurs bilans pour se substituer aux transactions privées qui n'ont plus lieu.

3.1 Politique monétaire de la BCE entre les deux épisodes de crises

La BCE a adopté une approche par des opérations du marché bancaire en tant que prêteur en dernier ressort, et a opéré à travers des provisions illimitées en liquidité en échange des titres de créances douteuses. Ceci démontre que la BCE avait les outils nécessaires à faire face à une crise de liquidité. Mais cette crise avait une autre facette, il s'agissait aussi d'une crise de solvabilité. Il existe un rapport de causalité entre ces deux crises qui se causent l'une l'autre et s'auto-entretiennent (Le Héron, 2013). La BCE devait donc prendre en compte ces deux spécificités en mettant en place les mesures de sa politique non-conventionnelle.

Selon la classification la plus courante dans la littérature, on peut distinguer quatre catégories de ces mesures du marché bancaire : (1) l'augmentation de la taille du bilan de la banque centrale ; (2) changement de la composition de ce bilan ; (3) achat des titres de dette publique, dans le cas de la BCE, celle des pays en difficulté sur le marché secondaire dans le cadre du SMP⁹ (*Securities Market Program*)¹⁰ ; (4) concentration des opérations d'achat sur les titres adossés à des actifs, en plus des titres de dette des gouvernements et institutions publiques des états membres dans le cadre du QE (*Quantitative Easing*). (Carpenter et al., 2014; Febrero et al., 2015; Le Héron, 2013).

Ces mesures ont été déployées en fonctions des constats et des besoins de prévention de la BCE, et ceci bien avant le déclenchement et la propagation de crise financière internationale.

⁹Grâce à ce programme la BCE peut intervenir sur le marché secondaire afin d'acheter des titres de dettes publiques des pays les plus en difficulté alors que ceci est contraire aux interdictions du traité de Maastricht. Cette contrainte a été levée en période de crise à condition qu'une somme équivalente aux achats en titres de la BCE soit détruite à travers un processus de *stérilisation*. Ce processus se fait à travers des appels d'offre pour des dépôts à terme des banques au niveau de la BCE.

¹⁰Voir : (Eser et Schwaab, 2016) pour une étude empirique de l'impact des mesures non-conventionnelle de la BCE à travers son SMP sur les marchés des titres de la dette publique de cinq pays membres de l'eurosystème.

La BCE, chronologiquement, a réagi à trois phases décisives de l'évolution de ses deux épisodes de crise : (1) le déclenchement de la crise financière internationale en septembre 2008 ; (2) la crise de la dette souveraine en mai 2010 ; et (3) l'intensification de la crise de la dette souveraine accompagnée d'une tension croissante du secteur bancaire de l'eurosysteme. ([Cour-Thimann et Winkler, 2013](#))

3.1.1 La BCE au prisme de la crise financière

La BCE a très rapidement réagi aux premiers symptômes d'une crise financière internationale en préparation. En effet, dès le 9 août 2007, la BCE a eu recours à son outil conventionnel, celui du taux directeur afin d'assouplir les conditions de financement des banques face à la situation d'incertitude qui régnait sur le marché interbancaire. Après l'éclatement de la bulle immobilière aux Etats Unis, l'effet de contagion s'est très rapidement fait sentir en Europe, particulièrement après la faillite d'une banque du calibre de Lehman Brothers. Ceci a concrètement marqué le début d'une crise d'envergure internationale dont les répercussions étaient jusque-là inexpérimentée et particulièrement imprévisibles, et d'une crise de confiance au sein du marché interbancaire de l'eurosysteme.

Les banques n'acceptaient plus de se refinancer entre elle au jour le jour se méfiant des contreparties détenues par chacune d'entre elles. La crise des subprimes a donc frappé de plein fouet l'économie européenne à travers son système bancaire. Une paralysie de ce secteur agit directement sur l'offre de crédits et se traduit par un ralentissement vertigineux de l'activité économique (Figure 3.). La BCE a mis en place des opérations de refinancement pour les titres d'une maturité de six (06) mois dès le mois d'août 2007 ([Carpenter et al., 2014](#)). Ces titres ont été préférables à ceux à échéance de trois (03) mois dans ce contexte-là (figure 4.), afin de prévoir le risque de perte de confiance entre les banques quant à leur liquidité en vue de la fin de l'année en cours.

Suite à cette mesure d'urgence, la BCE, à l'image des banques centrales des grandes économies mondiales, a réduit son taux directeur à partir d'octobre 2008 et jusqu'en juin 2009 au niveau historiquement bas de 1% environ ([Cour-Thimann et Winkler, 2013](#); [Garcia-de Andoain et al., 2016](#)). Cette liquidité abondante et quasiment gratuite mise à la disposition des banques leur a permis d'accumuler d'importantes réserves afin de prévoir le risque de liquidité. En même temps, elles ont resserré leurs conditions de crédit afin de se protéger du risque de solvabilité. Ceci a conduit à une paralysie quasi-totale du marché bancaire européen. Face à cette crise de

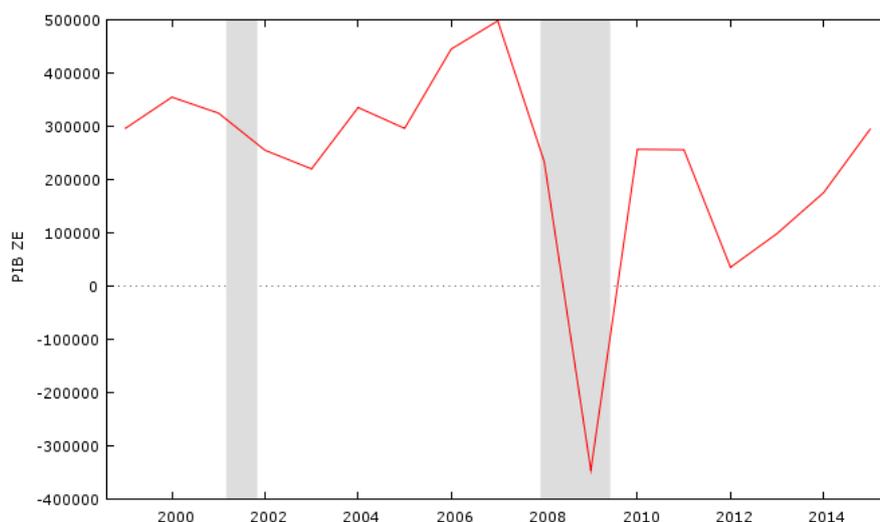


FIGURE 3 : Évolution du PIB de la Zone Euro en GA (en Mlds d'euros)
source : Eurostat

confiance, la BCE ne pouvait plus se contenter de fournir de la liquidité à un taux relativement bas, particulièrement quand l'inflation dont le niveau objectif est estimé à être inférieur, mais proche de, 2% à moyen terme, est bien en dessous¹¹.

La BCE a accompagné sa politique accommodante d'un ensemble de mesures non-conventionnelles afin de soutenir la transmission des directives de cette politique à l'économie réelle. Elle a élargi l'éventail des contreparties acceptées dans ses opérations de refinancement à long terme LTRO (*Long Term Refinancing Operations*)¹². Permettant ainsi aux banques de liquider une plus grande partie de leurs bilans et de se refinancer en utilisant les actifs les moins liquides. En plus de ces mesures, la BCE a engagé un programme d'achat des obligations sécurisées ou « *Covered Bonds* » (Febrero et al., 2015) libellées en euro afin de retrouver la dynamique de ce marché qui constitue une principale source de refinancement pour les banques de l'eurosystème. Ceci démontre que la BCE avait bien conscience qu'il fallait aller au-delà de la simple gestion de son taux directeur pour faire parvenir la liquidité à l'économie réelle.

¹¹La controverse de la politique inflationniste de la BCE a fait l'objet de très nombreux débats dans la littérature. Bon nombre d'économistes se posent la question quant à la crédibilité d'une telle politique, à voir : (Davidson, 2006). Cobham et al. (2010) dressent le bilan de cette politique durant les 20 dernières années, dans la perspective d'en tirer des leçons pour l'avenir.

¹²Selon un système de notation, les titres financiers sont évalués à partir de leur risque de solvabilité. En faisant des concessions sur ses exigences et en acceptant de plus en plus de titres risqués, la BCE avait comme objectifs d'aider les banques à se débarrasser de ces titres et améliorer la qualité de leurs bilans.

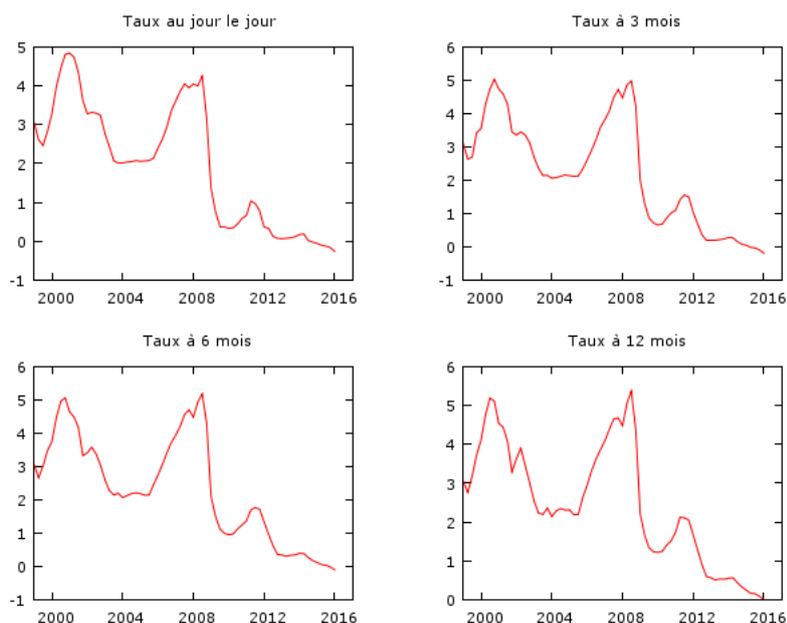


FIGURE 4 : Taux directeurs de la BCE
source : Eurostat

3.1.2 D'une crise bancaire à une crise de la dette souveraine

Depuis le début de la crise, la BCE s'est focalisée sur sa politique monétaire et les outils à mettre en place ainsi que les canaux de transmission susceptibles de faire parvenir les effets escomptés des mesures non-conventionnelles de cette politique à l'économie réelle. On évoque très souvent la nécessité d'une coordination entre la politique monétaire et budgétaire, ainsi que le rapport avec l'efficacité des mesures engagées en période de crise. Toutefois, la mise en place d'une politique macroprudentielle de la zone euro semble bien plus compliquée que dans le cas d'une politique nationale.

A ce propos, [Schalck \(2012\)](#) observe le comportement budgétaire de 12 pays de la zone euro à travers une étude empirique qui analyse la manière avec laquelle un ajustement cyclique de la balance primaire de ces pays réagit aux évolutions des *output gaps*, dettes publiques, le niveau d'inflation et les taux d'intérêt. Le haut degré d'hétérogénéité constaté explique les difficultés rencontrées dans la coordination des politiques budgétaires. Ainsi, le cadre fiscal doit être amélioré afin de converger vers une meilleure discipline budgétaire.

Même avec l'importance que recouvre cet aspect de la politique économique européenne, les pratiques budgétaires des pays membres de l'eurosysteme ont été quelque peu négligées. Car après avoir pris des mesures garantissant un minimum de discipline budgétaire, les grands pays membres n'ont pas tout à fait respecté ces mesures pendant toute la période qui s'étend entre

la création de la monnaie unique et la crise financière internationale. Les rapports de forces politico-économiques sont à la base de ce manque de discipline budgétaire. Même lors de la création de l'euro, la convergence des déficits budgétaires et des volumes des dettes souveraines des pays de l'eurosystème vers les critères de Maastricht n'a pas duré longtemps.

La commission européenne n'avait pas l'influence nécessaire pour imposer la procédure de déficit excessif aux grands membres de l'euro système. Seule la Grèce a fait l'objet d'une mise en demeure en 2005 suite à son incapacité à fournir des informations budgétaires fiables. Ceci constitue l'un des moteurs de conversion de la crise bancaire en crise de la dette souveraine, et le principal canal de propagation de cette dernière au sein de l'eurosystème.

La situation de crise sur le marché bancaire européen s'est caractérisée par une paralysie des prêts interbancaires. C'est à ce moment-là que les pays hautement endettés, en l'occurrence la Grèce, se sont retrouvés en difficulté. Jusqu'en 2009, et malgré le niveau dangereux qu'avait atteint son déficit budgétaire et sa dette publique, la Grèce continuait à emprunter quasiment au même coût. Mais une fois le marché interbancaire gelé, elle s'est subitement retrouvée en situation d'illiquidité, qui par la suite donnera lieu à une crise de solvabilité comme nous l'avons souligné auparavant. Même si la crise bancaire a pesé sur tous les budgets des pays de l'euro, son poids sur les finances grecques était d'autant plus important et a subitement mise à découvert un profond dysfonctionnement jusque-là dissimulé sous le voile d'une intégration malformée. L'idée qu'un état fasse défaut était jusque-là peu probable et manifestement sous-estimée par les marchés financiers. Ceci a permis à la Grèce de continuer à emprunter au même coût durant les années qui ont précédé la crise. Pendant ces périodes de crise, les flux d'informations sur les marchés financiers sont d'une importance particulière et peuvent être extrêmement dangereux. Et l'exemple dans ce cas est une déclaration de l'Emirat de Dubaï de l'intention de demander la restructuration d'une dette grecque dont il s'était porté garant (Brender et al., 2012). A ce moment-là, les primes de risque sur les titres de dette grecques ont subitement augmenté à l'idée d'une restructuration d'une dette souveraine spécifique. Ceci provoque un effet de contagions aux pays périphériques dont la dette souveraine avait augmenté significativement durant les années qui ont précédé la crise. En l'occurrence l'Irlande, le Portugal et d'un moindre degré l'Italie et l'Espagne.

3.2 Le quantitative easing vu par la BCE

Si la BCE avait tenté depuis le début de la crise de contourner ses obligations constitutionnelles, c'est parce que son mandat initial ne l'a pas préparé à une crise d'une telle envergure. A travers le SMP, elle a essayé de venir en aide aux pays qui risquaient une sortie brutale de l'euro. Mais ces mesures improvisées n'avaient pas le poids nécessaire en termes de volume des opérations et de leur déploiement. Ce n'est que face à la menace d'un éclatement de l'eurosystème que la BCE a pu enfin en 2015 se doter d'une véritable mesure non-conventionnelle de sa politique monétaire : le *Quantitative Easing*

Cette démarche représente la suite logique du cours des événements économiques au sein de la zone euro : une baisse de l'inflation, de la croissance économique et celle du crédit... mais les risques liés à de telles mesures sont d'ores et déjà connus. L'achat des titres de dettes publiques rassurera d'un côté les états qui pourront s'appuyer sur les plans de sauvetage tout en respectant la restructuration budgétaire toutefois de façon modérée. D'un autre côté les marchés seront aussi rassurés vis-à-vis des contreparties en circulation puisque leur liquidation est garantie par la BCE. Mais une telle mesure non-conventionnelle n'a pas que des avantages, particulièrement en vue de sa mise en œuvre au sein d'une zone monétaire à très haut degré d'hétérogénéité. En plus des risques connus d'un programme d'assouplissement quantitatif, les conséquences de la mise en œuvre d'une telle mesure restent imprévisibles. Mais des enseignements peuvent, tout de même, être tirés des programmes déjà déployés par les autres banques centrales, notamment la Fed et la BoE (banque d'Angleterre).

Un programme de QE a pour objectifs de réduire les primes de risque sur les titres de dette souveraine et d'améliorer les conditions financières de manière générale (Blot et al., 2015). C'est ce qui a pu être constaté depuis le début de ce programme. Les effets par le biais des marchés financiers sont donc plus visible sur le rendement des titres de dettes souveraine et de moindre degré celle des institutions privées¹³. Mais ces effets s'annoncent moins manifestes dans le cas de la zone euro. L'économie européenne se distingue par une composition plus dépendante des banques que des marchés financiers (Gern et al., 2015), et vu la divergence des régimes financiers nationaux, un programme homogène aura des effets différents sur chaque pays.

Mais avant de comparer le QE récemment lancée par la BCE aux expériences antérieures, certaines mesures doivent être prises en compte. La situation économique au sein de l'eurosystème

¹³Pour un descriptif des effets du quantitative easing sur le risque de crédit aux entreprises, voir : (Gilchrist et Zakrajsek, 2013)

n'est pas similaire à celle des Etats Unis lors du lancement du premier programme de QE en 2009. De plus, les déclarations faites par Mario Draghi - le gouverneur de la BCE - en 2012 assurant que cette dernière fera « *tout ce qu'il faudra pour sauver l'euro* », ont influencé le comportement des agents financiers. Ceci s'explique par un redressement des écarts de convergence à partir de 2012 entre les pays souffrants de dysfonctionnements budgétaires et financiers, et ceux justifiant d'agrégats économiques plus stables (Figure 1.).

Parmi les situations dont il faut se méfier aujourd'hui, celle d'une augmentation du risque systémique se distingue particulièrement par l'évidence qu'elle impose. Si le QE vise à améliorer les conditions financières, c'est à travers une baisse des taux d'intérêt des marchés financiers puisque le taux directeur de la BCE est déjà extrêmement bas. Mais une prise de risque excessive peut mener à la formation de bulles financières susceptibles d'éclater au moment où une sortie de ces mesures est envisagée. Et dans le cas de l'eurosysteme, où l'économie est principalement basée sur un régime bancaire, une augmentation du risque systémique peut induire une nouvelle crise bancaire.

Les taux vont probablement être maintenus à un niveau relativement bas pendant encore longtemps jouant le rôle de principal canal de transmission des effets escomptés par la mise en place du QE. Mais une fois que la croissance économique aura atteint le niveau estimé suffisant par le conseil des gouverneurs, et l'inflation retrouvé son niveau souhaité, inférieur mais proche de 2%, un retrait doit être envisagé. Cette étape est d'autant plus délicate que la mise en place des mesures non-conventionnelles, et pourrait prendre bien plus de temps que prévu.

4 réflexions institutionnalistes sur les voies de sortie de la crise de l'euro

Quand on parle de symptômes pathologiques de la crise actuelle de l'euro, il est question de parler des bases constitutionnelles de l'UEM. Cette crise semble plonger ses racines dans les fondements même du traité de Maastricht (Aglietta, 2015). A ce propos, Allard et al. (2001) s'interrogent sur les risques que pourrait apporter une politique monétaire restrictive de la BCE pendant les années qui ont suivi la création de l'euro, et si elle ne risquerait pas de plonger l'économie européenne dans la récession à moyen terme. Vu la crise actuelle, et en admettant que ceci soit le cas, l'effet n'aura pas été instantané. Puisque la politique en question n'a pas plongé l'économie européenne dans la récession, mais a disposé les éléments qui ont par la suite joué le rôle de précurseurs des effets de contagion de la crise à travers un très haut niveau

d'intégration financière jumelé à un haut degré d'hétérogénéité.

Arrivée à une impasse, la politique monétaire dite conventionnelle n'a plus été en mesure de soutenir les objectifs de la banque centrale. Ceci dit, et même si les outils déployés au début de la crise n'étaient pas tout à fait révolutionnaires en eux-mêmes, c'est plutôt leur degré d'usage – taux directeur presque nul – qui était sans précédent. Le recours à des mesures hétérodoxes s'est avéré indispensable. C'est ce qu'a imposé le contexte particulier de la crise actuelle.

Depuis le début de cette crise, la BCE n'a pas été libre de prendre les décisions estimées adaptées. Même si d'un point de vue constitutionnel, la BCE est tout à fait indépendante, elle est vouée à prendre en considération la composition institutionnelle de l'eurosystème. La question d'indépendance des banques centrales des pays développés à longterm éveillé les débats. Entre la BCE et la Fed, loin de la comparaison, le degré d'indépendance est relativement haut. Toutefois, nous avons pu voir qu'à travers son SMP, la BCE a acheté des titres de dette publique (ceux de la Grèce, l'Irlande et le Portugal). Inutile de dire que ces actions ne font pas partie de son mandat. Cependant, elle justifie la mise en place de ce programme par sa nécessité à restaurer la dynamique des canaux de transmission de sa politique monétaire. D'autant plus que le cycle financier suscite des vulnérabilités dans l'intermédiation financière qui appellent à une politique macroprudentielle liée à la politique monétaire (Aglietta, 2014). Ce paradoxe de l'eurosystème fait l'objet de très vifs débats autour de la viabilité de poursuivre la politique actuelle. Dans un espace monétaire unique, l'interaction entre dettes publiques et privées sur les marchés financiers impose une redéfinition des statuts de la banque centrale européenne.

L'appréciation du degré du besoin pour chaque état de la zone euro en période de crise constitue une difficulté supplémentaire pour la BCE. A ce propos, sa politique est souvent critiquée, notamment par Ragot (2012). Estimant que la BCE aurait dû s'investir dans les titres de dette italienne au lieu de la Grèce, puisque l'Italie affichait des indicateurs suffisamment positifs, la rendant *plus facile à secourir*. De plus, cette démarche – mettre en place des programmes de sauvetage en faveur de la Grèce - ne motive pas particulièrement certains états membres qui devront désormais assumer une partie des pertes en capital sur les dettes publiques des pays en difficulté.

Les circonstances de cette crise se sont imposées à l'ordre constitutionnel. Face à cette situation, il faut savoir considérer l'eurosystème comme un ensemble, tout en étant conscient de l'hétérogénéité des économies qui le composent. Ceci est toutefois équivalent à dire qu'il n'est pas nécessaire de secourir la Grèce, et ce serait une manière de la pousser hors de l'eurosystème.

Dans ce cas, une sortie désordonnée pourrait avoir des effets néfastes tant sur son économie nationale que sur celle de l'eurosystème¹⁴ puisque la BCE aura à assumer une partie des pertes de capitale dans le cas où la Grèce ferait défaut sur ses dette, ce qui est évident. En plus du FESF (fond européen de solidarité financière), les membres de l'eurosystème se partageront aussi cette perte selon leurs apports.

Comme nous avons pu le voir sur la (Figure 1.), les taux de convergence de l'UEM ont tendance à converger vers le niveau exigé en se rapprochant de la période de création de la monnaie unique. Cette convergence s'optimise après le passage par la récession du début des années 2000' qui avait touché l'europe en 2001, et qui coïncide avec l'entrée de la Grèce à l'eurosystème. La divergence des taux et le besoin d'une période d'adaptation sont deux choses tout à fait normales compte tenu de l'hétérogénéité des économies composant aujourd'hui l'eurosystème. Il est important de garder à l'esprit l'écart de développement entre les pays candidats et la moyenne communautaire, comme dans le cas des PECO (Pays d'Europe Centrale et Orientale) tel que le souligne [Aglietta et al. \(2003\)](#). Impliquer ces économies dans un projet d'intégration monétaire et financière comporte des risques, liés à ces écarts de développement qui ont été en cause de la crise actuelle.

En ayant conscience de ces écarts, une adaptation forcée aux critères de convergence, soutenue par une période de transition manifestement réduite, conduit à un relâchement de ces conditions tout ce qu'il y a de plus dommageable pour l'économie de l'UEM une fois l'intégration effectuée. D'un autre côté, il semble peu logique de s'en tenir rigidement à des critères juridiques fondés sur la base historique d'un modèle bancaire particulier.

La BCE n'est pas à blâmer quant à la situation actuelle de l'économie européenne. Le gouverneur de la BCE Mario Draghi avait déclaré que *«la BCE fera tout ce qu'il faut pour sauver l'Europe»* mais si les résultats de ses politiques n'ont pas été à la hauteur des attentes, c'est parce qu'il était aussi conscient que *«la BCE ne peut pas sauver l'Europe à elle seule»*. Par son statut d'institution supranationale, fondée sur la base du modèle de Bundesbank, la BCE a dû attendre que l'euro menace de s'effondrer pour se voir libérer de l'influence constitutionnelle

¹⁴En évoquant la situation de crise de solvabilité, [Aglietta \(2004\)](#) construit une analyse du système financier international et propose de promouvoir des dispositifs de résolution des crises de solvabilité. Ceci est évident vu la succession des défauts sur les dettes publiques, en plus des répercussions peu prévisibles de la restructuration désordonnée des politiques budgétaire face à ces crises qui affecte les économies nationales bien au-delà du défaut en lui-même. Ceci est un descriptif qui se rapproche énormément de la crise actuelle de l'euro. La première proposition d'un mécanisme de restructuration de la dette publique *«Sovereign Debt Rstructuring Mecanism SDRM »* a été proposée par O. Krueger. A voir : ([Krueger Osborn, 2002](#)) pour une nouvelle approche de la dette souveraine au-delà des institutions de Bretton Woods.

allemande. Mais même si la BCE est parvenue à finalement mettre en place une politique de QE, la difficulté supplémentaire en plus d'être la banque centrale de l'eurosystème est la disparité des titres de dettes publiques.

«La BCE a été conçue pour déterminer et mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro avec un objectif unique de stabilité des prix. Toutefois, la crise de 2008 l'a contrainte à radicalement changer de point de vue et à adopter des politiques de stabilisation financière» - (Le Héron, 2015)

Il est donc clair que la solution à la crise de la dette souveraine des pays de l'eurosystème nécessite, en plus d'une politique monétaire adéquate, la coordination budgétaire des états membre. Dans ce sens, M. Aglietta est partisan d'une transformation de la gouvernance économique de l'eurosystème, à travers une coordination macroéconomique et budgétaire, ainsi qu'une politique européenne de l'investissement¹⁵. Cependant, les initiatives du conseil européen mettant en place un traité d'union budgétaire n'ont pas porté leurs fruits puisque les règles de surveillance macroéconomique n'ont appliqué des ajustements que sur les pays déficitaires relativement fragiles. Or, dans une zone monétaire, un pays excédentaire tel que l'Allemagne dépasse le seuil jugé raisonnable sans pour autant se soucier de réduire ses excédents en augmentant sa demande intérieure. E. Le Heron rejoint ce point de vue en mettant l'accent sur la nécessité de l'évolution de la surveillance prudentielle des banques et de la stabilité financière par la BCE¹⁶.

Il est important de souligner l'influence que peuvent avoir les contraintes formelles en période de crise. Les changements qui ont eu lieu se sont en grande partie opérés dans la nécessité et l'urgence. Le détachement de l'influence allemande pour entreprendre le QE, mais aussi la décision prise par les chefs d'états européens en juin 2012 de mettre en place l'union bancaire, démontrent la nécessité croissante de la mise en place de ces réformes constitutionnelles pour venir à bout de la crise actuelle.

M. Aglietta soutient cette thèse et appuie sa proposition de *remettre sur pieds la finance européenne* sur trois axes : (1) achever l'union bancaire ; (2) rendre possible la mise en place d'une politique monétaire multi-objectifs dotée d'une finalité macroprudentielle ; et (3) instaurer un

¹⁵Voir : (Aglietta, 2015; Aglietta et Valla, 2016)

¹⁶Voir : (Le Héron, 2013), pp. 115

climat favorable au financement des investissements structurants à long terme¹⁷. Cette réflexion institutionnaliste est fort intéressante par son point de vue particulier. Ces mesures, contrairement aux politiques non-conventionnelles mises en place depuis le début de la crise, traitent non-pas les effets constatés au fur et à mesure de la crise mais les éléments structurels qui ont été en cause. Et même si la sortie de la crise actuelle va devoir attendre encore quelques années avant qu'une reprise soutenable du PIB et du niveau d'inflation ne puissent être constatée. Ces mesures pourront contribuer à améliorer la construction fondamentale de l'eurosystème.

La mise en place des premiers principes fondateurs d'une union bancaire représente une initiative décisive dans la perspective d'une amélioration du rendement du mécanisme de supervision de la BCE. Car depuis le début de la crise, les plans de sauvetage se sont succédé à chaque fois qu'un dysfonctionnement apparaî, avec une création institutionnelle dans la plupart des cas. L'accumulation de ces mesures rend compliquée la compréhension et la coordination entre les institutions créées et les mécanismes en cours pour les étapes à venir.

Les déficits budgétaires dans la plupart des pays développés naissent des interventions des états afin d'aider les institutions du secteur privé, particulièrement les banques, à se désendetter (Aglietta et al., 2012). Il faut savoir que le désendettement de ces institutions n'est pas propice à une reprise économique soutenable. Tant que les institutions privées se focalisent sur leur désendettement, leur priorité sera de constituer des réserves en liquidité afin de prévenir le risque de solvabilité. Elles ne seront, donc, pas en mesure de soutenir la croissance économique pendant le processus de désendettement public¹⁸. Une sortie de la crise ne peut être envisagée qu'une fois les éléments nécessaires à garantir la prévention du risque d'une nouvelle récession au moment de la sortie seront réunis.

5 Conclusion

La crise actuelle de la zone euro est une création constitutionnelle. La mise en place d'une politique monétaire adéquate à un environnement économique nationale ne peut pas s'avérer efficace pour l'eurosystème. Nous avons pu voir que coordonner une seule politique monétaire et un ensemble de politiques budgétaires complètement hétérogènes et indépendantes est extrêmement compliqué. La crise a pu mettre en exergue la fragilité d'une union monétaire qui ne peut s'en tenir à des institutions mettant en place des règles organisationnelles, mais très limi-

¹⁷Voir : (Aglietta et Rigot, 2012)

¹⁸Pour une construction théorique de la politique monétaire à finalité macroprudentielle voir : (Aglietta, 2014)

tées quant à les faire respecter.

Cette doctrine monétaire sur laquelle est fondée l'UEM a limité le champ d'intervention de la BCE et ceci n'a pu se voir que lorsqu'une crise internationale a levé le voile sur la nécessité de recourir à de nouvelles mesures des politiques monétaires, dites non-conventionnelles. Les circonstances particulières qui se sont imposées ont conduit la BCE à se libérer de ses contraintes constitutionnelles, ces contraintes qu'elle a bien su contourner à un moment donné. Mais vu la tendance actuelle, le QE engagé par la BCE n'était pas prêt à prendre fin en septembre 2016, puisqu'une prolongation d'un semestre a déjà été annoncée en décembre 2015. Il est relativement tôt pour pouvoir constater les effets d'une telle mesure sur l'économie européenne. On se méfie aujourd'hui d'une *japonisation* de l'économie européenne. Mais une fois la sortie aboutie, il faudra repenser la configuration constitutionnelle des institutions de l'eurosysteme.

Références

- Aglietta, M. 2004. Architecture financière internationale : au-delà des institutions de bretton woods. *Economie internationale*, Vol. 100 :pp. 61–83.
- Aglietta, M. 2011. Risque systémique et politique macroprudentielle : une nouvelle responsabilité des banques centrales. *Revue d'économie financière*, Vol. 101 :pp. 193–204.
- Aglietta, M. 2014. L'aggiornamento des politiques monétaires. *Revue d'Économie Financière*, Vol. 113 :pp. 243–256.
- Aglietta, M. 2015. Monnaie et souveraineté : comment compléter l'euro ?. *L'Économie politique*, Vol. 66 :pp. 28–41.
- Aglietta, M., Baudry, S., et Busson, H. 2012. L'austérité est-elle la solution à la crise ? *Regards croisés sur l'économie*, n° 11 :pp. 78–84.
- Aglietta, M., Baulant, C., et Moatti, S. 2003. Les peco devant la tentation de l'euro. *Economie internationale 1/2003 (no 93)*, p. 11-36, Vol. 93 :pp. 11–36.
- Aglietta, M. et Rigot, S. 2012. Investisseurs à long terme, régulation financière et croissance soutenable. *Revue d'économie financière*, N° 108 :pp. 189–200.
- Aglietta, M. et Valla, N. 2016. Taux d'intérêt négatifs : décryptage d'une anomalie. *L'Économie politique*, N° 70 :pp. 8–26.
- Allard, P., Gardère, J.-D., Rampini, F., Severino, J.-M., Théret, B., de Weck, R., et Bayart, J.-F. 9 octobre 2001. L'euro, facteur de recomposition du système monétaire international ? *table ronde, Paris, Critique internationale 1/2002 (no 14)* :pp. 145–176.

- Artus, P. et Wyplosz, C. 2002. *La banque centrale européenne*. La documentation française.
- Barbier, C. 2006. La ratification du traité établissant une constitution pour l'europe. *Courrier hebdomadaire du CRISP*, Vol. 34, N° 1939-1940 :pp. 5–73.
- Blot, C., Creel, J., Hubert, P., et Labondance, F. 2015. Que peut-on attendre de l'assouplissement quantitatif de la bce ? *Revue de L'OFCE*, iss. 138 :pp. 265–90.
- Brand, T. 2008. Ciblage monétaire et ciblage d'inflation. *Regards croisés sur l'économie*, 1/2008 (n° 3) :pp. 231–232.
- Brender, A., Pisani, F., et Gagna, E. 2012. *La crise des dettes souveraines*. La découverte.
- Carpenter, S., Demiralp, S., et Eisenschmidt, J. 2014. The effectiveness of non-standard monetary policy in addressing liquidity risk during the financial crisis : The experiences of the federal reserve and the european central bank. *Journal of Economic Dynamics and Control*, v. 43 :pp. 107–29.
- Cobham, D., Eitrheim, O., Gerlach, S., et Qvigstad, J. F. 2010. *Twenty years of inflation targeting : Lessons Learned and future prospects*. Cambridge University Press - The Edinburgh Building, Cambridge CB2 8RU, UK.
- Cour-Thimann, P. et Winkler, B. 2013. The ecb's non-standard monetary policy measures : the role of institutional factors and financial structure. *ECB working paper series*, N° 1528 :pp. 1–44.
- Davidson, P. 2006. Can, or should, a central bank inflation target ? *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 28 Issue 4 :p689–703.
- Duwicquet, V. et Mazier, J. 2015. Crise de la zone euro, intégration financière et rationnement bancaire. *Revue économique*, Vol. 66, Iss. 4 :pp. 783–803.
- Eser, F. et Schwaab, B. 2016. Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures : Empirical evidence from the ecb's securities markets programme. *Journal of Financial Economics*, Vol. 119 Iss. 1 :pp. 147–167.
- Farvaque, E. 2007. Fondements constitutionnels de l'indépendance des banques centrales : Des pères fondateurs de la nation américaine à la banque centrale européenne. *Revue d'Economie Financière*, iss. 87 :pp. 225–39.
- Febrero, E., Uxo, J., et Dejuan, O. 2015. The ecb during the financial crisis : Not so unconventional ! *Metroeconomica*, Vol. 66, Iss. 4 :pp. 715–739.
- Gadatsch, N., Hauzenberger, K., et Stähler, N. 2016. Fiscal policy during the crisis : A look on germany and the euro area with gear. *Economic Modelling*, Vol. 52 :pp. 997–1016.

- Garcia-de Andoain, C., Heider, F., Hoerova, M., et Manganelli, S. 2016. Lending-of-last-resort is as lending-of-last-resort does : Central bank liquidity provision and interbank market functioning in the euro area. *ECB working paper series*, N° 1886 :pp. 1–60.
- Gern, K.-J., Janssen, N., Kooths, S., et Wolters, M. 2015. Quantitative easing in the euro area : Transmission channels and risks. *Intereconomics*, Vol. 50 Iss. 4 :pp. 206–212.
- Giannone, D., Lenza, M., Pill, H., et Reichlin, L. 2012. The ecb and the interbank market. *Economic Journal*, Vol. 122 Issue 564 :pp. 467–86.
- Gilchrist, S. et Zakrajsek, E. 2013. The impact of the federal reserve’s large-scale asset purchase programs on corporate credit risk. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 45 :pp. 29–57.
- Jung, A., Mongelli, F. P., et Moutot, P. 2010. How are the eurosystem’s monetary policy decisions prepared ? a roadmap. *Journal of Common Market Studies*, Vol. 48, Iss. 2 :pp. 319–345.
- Krueger Osborn, A. 2002. A new approach to sovereign debt restructuring. *International Monetary Fund, IMF Working Papers*, pages pp. 1–40.
- Le Héron, E. 2013. *A quoi sert la banque centrale européenne ?* Direction de l’information légale et administrative.
- Le Héron, E. 2015. Politique monétaire versus stabilisation financière à la bce. *L’Économie politique*, Vol. 2, Iss. 66 :pp. 56–69.
- Otmar, I. 2006. The ecb’s monetary policy strategy : Why did we choose a two pillar approach ? *4th ECB Central Banking Conference*, pages pp. 1–10.
- Pollin, J. P. 2010. L’eurosysteme et l’intégration financière européenne. *Revue d’économie politique*, Vol. 120, Iss. 2 :pp. 303–334.
- Ragot, X. 2012. *Les banques centrales dans la tempête : pour un nouveau mandat de stabilité financière*. Editions rue d’Ulm/Presses de l’Ecole normale supérieure.
- Reichlin, L. 2014. Monetary policy and banks in the euro area : The tale of two crises. *Journal of Macroeconomics*, Vol.39, Part B :pp 387–400.
- Roman, A. et Bilan, I. 2012. The euro area sovereign debt crisis and the role of ecb’s monetary policy. *Procedia Economics and Finance*, Vol. 3 :pp. 763–768.
- Schalck, C. 2012. Investigating heterogeneity in european fiscal behaviours. *Research in Economics*, Vol. 66, iss. 4 :pp. 383–390.
- Tagkalakis, A. O. 2014. Discretionary fiscal policy and economic activity in greece. *Empirica*, Vol. 41, Iss. 4 :pp. 687–712.