

à la dette souveraine de leur pays d'origine, de créer le système européen commun d'assurance dépôts et de supprimer les facteurs dissuasifs pour la diversification géographique des banques au-delà de leur pays d'origine. Par ailleurs, le déploiement de l'assurance commune des dépôts serait plus efficace s'il était accompagné de réformes visant à limiter l'exposition des banques aux risques souverains – même si de telles mesures relèvent aussi des normes réglementaires internationales des banques (les dispositifs réglementaires de Bâle). Une réforme complémentaire consisterait en l'introduction d'un actif synthétique « sans risque » (*European Safe Bonds*), émis en contrepartie des dettes souveraines des pays de la zone euro. L'introduction d'un actif sans risque offrirait une meilleure protection aux banques et réduirait le risque de contagion qu'une crise dans un pays pourrait entraîner à travers la surexposition des banques aux obligations souveraines. Cela créerait aussi une demande stable pour la dette souveraine qui contribuerait à réduire la probabilité de crises de la dette.

En matière de dette publique, deux voies de réforme semblent envisageables pour la zone euro. La première consiste à avancer de manière décidée dans la voie du fédéralisme budgétaire, par la mutualisation au moins d'une partie de la dette souveraine. Cela résoudrait le problème d'absence de contrôle sur la création monétaire des pays membres de la zone euro, qui peut déclencher des crises autoréalisatrices de défaut sur la dette publique, parce que la dette mutualisée serait garantie par le pouvoir de taxation de l'ensemble des États membres de l'Union. En raison de considérations d'aléa moral, les projets de mutualisation de la dette se heurtent à des obstacles importants. Surmonter ces obstacles nécessiterait d'aller encore plus loin dans le fédéralisme budgétaire, en remplaçant les règles de discipline budgétaire *ex post* actuelles de la zone euro par des règles de discipline *ex ante*. L'interférence de tels mécanismes avec les processus décisionnels des parlements nationaux présente, toutefois, des obstacles politiques et institutionnels majeurs.

La finalisation de l'Union bancaire et la réforme de l'architecture financière de la zone euro semblent offrir une deuxième solution. Elle consisterait à concevoir une configuration différente de l'Union monétaire, permettant un usage plus flexible des politiques budgétaires nationales – sans pour autant que cela soit incompatible avec le développement d'une capacité budgétaire commune et de mécanismes assurantiels communs. La flexibilité sur le plan budgétaire devrait toutefois être accompagnée d'une action de responsabilisation des gouvernements, mais aussi des investisseurs, qui seraient privés d'actions de sauvetage (*sovereign bail-outs*). Cela impliquerait d'instaurer et d'accepter pleinement le principe de défaut souverain et de la restructuration de la dette publique. Le renflouement devrait être réservé aux États qui font face à des problèmes de liquidité, sous condition d'assainissement des finances publiques, mais pas aux États confrontés à des problèmes d'insolvabilité, en ignorant la question de la viabilité de la dette publique. Établir un Mécanisme européen de restructuration de la dette souveraine et un Fonds monétaire européen (FME) pourraient constituer des étapes importantes dans cette direction.

TABLE DES MATIÈRES

| | |
|---------------|---|
| Préface | 5 |
|---------------|---|

CHAPITRE INTRODUCTIF

| | |
|--|----|
| Les performances économiques de la zone euro, en quête d'une prospérité illusoire ? | 10 |
| 1.1 Les performances économiques de la zone euro : une comparaison internationale | 10 |
| 1.2 Convergences, crise et divergences au sein de la zone euro : faits stylisés | 15 |
| 1.2.1 Convergence réelle et divergence | 15 |
| 1.2.2 Déséquilibres et crise | 19 |
| Références bibliographiques | 32 |

PARTIE 1

La politique monétaire dans la zone euro

Moïse SIDIROPOULOS

CHAPITRE 1

| | |
|---|----|
| La BCE aux commandes de la gouvernance de la zone euro | 37 |
| Introduction | 38 |
| 1.1 L'organisation du Système européen de banques centrales : le rôle de la BCE | 38 |
| 1.1.1 La Banque centrale européenne : une institution fédérale | 39 |
| 1.1.2 Les différentes composantes du SEBC | 40 |
| 1.1.3 La Réserve fédérale et l'Eurosystème | 42 |
| 1.1.4 La nomination des membres de l'Eurosystème | 42 |
| 1.2 Les objectifs ultimes dans la conduite de la politique monétaire de la BCE | 43 |
| 1.2.1 L'objectif principal de la stabilité des prix | 43 |
| 1.2.2 Pourquoi l'accent est-il mis sur la stabilité des prix ? | 44 |
| 1.2.3 L'objectif d'inflation doit-il être relativement faible ? | 45 |

| | | |
|-------------------|--|-----|
| 1.2.4 | Le modèle sur lequel est construite la Banque centrale européenne | 47 |
| 1.3 | Stratégies monétaires alternatives : ciblage monétaire et ciblage de l'inflation..... | 51 |
| 1.3.1 | 1 Règles alternatives de politique monétaire..... | 51 |
| 1.3.2 | 2 L'originalité de la stratégie choisie par la BCE | 53 |
| 1.3.3 | Le ciblage de l'inflation est-il un modèle pour la BCE ? | 57 |
| 1.4 | Transparence, communication et crédibilité de la Banque centrale européenne | 62 |
| 1.4.1 | Comment définir la transparence de la Banque centrale ? | 62 |
| 1.4.2 | Les degrés de transparence des banques centrales..... | 64 |
| 1.4.3 | Les arguments en faveur et contre la transparence..... | 65 |
| 1.4.4 | À propos de la responsabilité (accountability) de la BCE..... | 67 |
| CHAPITRE 2 | | |
| | la politique monétaire conventionnelle menée par la BCE | 71 |
| | Introduction | 72 |
| 2.1 | La mise en œuvre des instruments de la politique monétaire .. | 72 |
| 2.1.1 | La gestion des liquidités sur le marché monétaire | 73 |
| 2.1.2 | Le pilotage des taux (directeurs) à très court terme..... | 77 |
| 2.2 | L'impact de la politique monétaire de la BCE : les canaux de transmission | 81 |
| 2.2.1 | Les canaux traditionnels de transmission de la politique monétaire : un bref rappel..... | 82 |
| 2.2.2 | .2 Comment les canaux de transmission fonctionnent-ils dans la zone euro ?..... | 84 |
| 2.3 | La politique monétaire de la BCE face aux hétérogénéités de la zone euro | 90 |
| 2.3.1 | Les effets asymétriques générés par la politique monétaire de la BCE..... | 90 |
| 2.3.2 | Les effets asymétriques engendrés par le degré d'ouverture des économies | 95 |
| 2.3.3 | 3 Les effets asymétriques engendrés par un choc du côté de la demande | 96 |
| 2.3.4 | 4 L'hétérogénéité des modes de financement dans les pays de la zone euro..... | 97 |
| 2.4 | L'évaluation de la politique monétaire menée dans la zone euro | 98 |
| 2.4.1 | L'orientation de la BCE est-elle suffisamment proactive ?..... | 98 |
| 2.4.2 | Quels enseignements pour la BCE obtenus sur la base de la règle de Taylor ? | 100 |

CHAPITRE 3

| | | |
|-------|---|-----|
| | la BCE à l'ère de la politique monétaire non conventionnelle | 109 |
| | Introduction | 110 |
| 3.1 | Quel bilan pour la politique monétaire de la BCE après la crise de 2007-2008 ?..... | 111 |
| 3.1.1 | Les taux d'intérêt au plancher zéro : le zero lower band..... | 111 |
| 3.1.2 | Une typologie des politiques monétaires non conventionnelles..... | 113 |
| 3.2 | La multitude des mesures non conventionnelles menées dans la zone euro..... | 118 |
| 3.2.1 | La Banque du Japon | 119 |
| 3.2.2 | 2 La Réserve fédérale américaine..... | 120 |
| 3.2.3 | La Banque centrale européenne | 121 |
| 3.3 | 3 Par quels canaux les politiques non conventionnelles exercent-elles leur influence ?..... | 127 |
| 3.3.1 | La remise en cause des canaux de transmission des politiques..... | 127 |
| 3.3.2 | Les effets de transmission par les taux d'intérêt négatifs | 130 |
| 3.3.3 | Faut-il relever l'objectif d'inflation pour rendre les taux réels négatifs ?..... | 134 |
| 3.4 | Quelle efficacité des mesures de politiques non conventionnelles ? | 135 |
| 3.4.1 | La BCE a-t-elle réussi à éloigner la menace déflationniste ? .. | 135 |
| 3.4.2 | .2 L'effet positif de la politique non conventionnelle par le taux de change | 137 |
| 3.5 | Les limites des politiques monétaires non conventionnelles de la BCE | 139 |
| 3.5.1 | Les politiques non conventionnelles ont-elles des risques à long terme ?..... | 139 |
| 3.5.2 | L'assouplissement quantitatif incite-t-il à une guerre des monnaies ? | 141 |

CHAPITRE 4

| | | |
|-----|---|-----|
| | Faut-il modifier la mission de la Banque centrale européenne ? .. | 143 |
| | Introduction | 144 |
| 4.1 | Les leçons de la crise financière pour la politique monétaire .. | 144 |
| 4.2 | La Banque centrale européenne en tant que prêteur en dernier ressort ?..... | 146 |