

وزارة التعليم

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

ⵎⵓⵎⵎⵉⵔ ⵉⵏ ⵓⵏⵉⵎⵉⵏ ⵉⵏ ⵓⵏⵉⵎⵉⵏ ⵉⵏ ⵓⵏⵉⵎⵉⵏ  
ⵓⵏⵉⵎⵉⵏ ⵉⵏ ⵓⵏⵉⵎⵉⵏ ⵉⵏ ⵓⵏⵉⵎⵉⵏ ⵉⵏ ⵓⵏⵉⵎⵉⵏ  
ⵓⵏⵉⵎⵉⵏ ⵉⵏ ⵓⵏⵉⵎⵉⵏ ⵉⵏ ⵓⵏⵉⵎⵉⵏ ⵉⵏ ⵓⵏⵉⵎⵉⵏ

UNIVERSITE MOULOUD MAMMARI DE TIZI-OUZOU  
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUE, DE GESTION ET  
COMMERCIALES



- تيزي وزو

كلية الآداب

Mémoire en vue de l'obtention  
Du diplôme de master

**FILIERE : Sciences économiques.**

**SPECIALITE : Monnaie-Finance-Banque**

**Thème :**

**L'impact de la crise de la dette publique sur la  
conduite de la politique monétaire de la zone Euro  
« 2009- 2016 »**

**Réalisé par :**

**DIALLO Tiédo Amady  
KANTA Mama**

**Dirigé par :**

**- BOUKACEM Lila**

**Jury de soutenance :**

Président : AMOKRANE Hakima, Maitre assistant A  
Rapporteur : BOUKACEM Lila, Maitre assistant B  
Examineur: BENZEGANE Souhila, Maitre assistant A

**Promotion : 2016 / 2017**

# Remerciements

Je tiens à remercier notre promotrice BOUKACEM Lila pour ses précieux conseils, son aide, sa compréhension, pour tout le temps qu'elle nous a consacré. Nous lui en sommes reconnaissants. Sans oublier tous les professeurs qui ont contribué de près ou de loin à la réalisation de ce mémoire.

Mes sincères remerciements vont à ma famille qui a consenti de nombreux efforts pour ma scolarisation, par ma famille je nomme père, mère, frère, sœurs, oncles et tantes cousins et cousines. A mes amis d'Algérie et du Mali je les remercie pour la sincérité et les bons conseils.

Pour le soutien dans les bons et mauvais moments je remercie mon compagne de tout les jours SAMAKE Aliou Badara et toute sa famille.

Je remercie l'ensemble des membres de ma famille grâce à qui j'en suis là aujourd'hui.

A commencer par mon père Sékou KANTA qui est des fois si sévère que l'on en oublie sa vanité paternelle. En suite ma marâtre Bah Synayogo ; je me demande toujours si à ma naissance elle ne m'a remis à l'autre ; puisqu'à fois que j'ai obtenu une faveur du côté des deux autres parents, il a fallu que je passe par elle et ses petits ne m'ont jamais manqué. Je remercie également ma mère Fatoumata

Keïta. Comme l'a si bien dit un cinéaste afro-américain, « Derrière toutes les grandes inventions se trouve un loser qui voulait impressionner une femme ». J'ai toujours voulu dépasser ton père Kaboro tes yeux. D'ailleurs je profite de cette occasion de rendre hommage à ce vieux Kaboro (Paix à son âme) qui, s'il n'a pas été ce modèle cela aurait été une toute autre histoire. Je remercie aussi mon grand-frère modèle qui se trouve toujours à l'autre bout du fil pour me reconforter quel qu'en soit le besoin, et aussi mon faux-jumeau Fousseyni KANTA avec qui on a fait de si long chemin. Frangin je voulais te dire que ça y est, même si en ton absence le reste a été difficile. « *A niong бага* ». Saches que le chemin continue.

Je remercie encore mes autres frères et sœurs qui ont si bien cru en moi que l'échec m'a semblé impossible. Tata, Banèyi, Bocar, Adama, Diomine, Kaboro, Amadou, Aïssaton et Lassi.

Je remercie chaleureusement l'ensemble du corps administratif de l'université Mouloud Mammeri pour ce bon accueil qu'ils nous réservent à nous les étrangers, ainsi que le corps enseignant de cette université, pour cet art qu'ils ont transmis leur savoir et leurs compétences.

Je remercie particulièrement notre promotrice, mademoiselle BOUKACEM Lila pour avoir accepté de nous encadrer et pour sa présence à chaque fois que l'on a eu besoin d'elle et également Docteur KARA pour nous avoir bien accompagné dans ce travail, ainsi que tous les enseignants de la spécialité monnaie-finance-banque pour leurs valeureux conseils.

Merci à tous ceux qui cruent pour leur soutiens indéfectibles.

# Dédicace

Je dédie ce travail à une personne que j'aurais souhaité avoir à mes côtés aujourd'hui. Il s'agit de mon défunt père Amady Diallo la paix à son âme. La majeure partie de la réussite de mes études je le dois à cet exceptionnel qui été toujours pour moi. Merci père

**DIALLO Tiédo Amady**

# Dédicace

Je dédie ce travail qui m'est si cher à mon frère Fousséyni, aux familles TOGO, DIABY, KASSOGUÉ à monsieur et madame SANOGO Soungalo et Marie BAKAYOKO ainsi qu'à tous mes amis. C'est comme on le dit souvent : la confiance d'un homme en lui est entièrement basée sur celle que lui porte son entourage.

**KANTA Mama**

# Sommaire

## SOMMAIRE

### Remerciements

Dédicace

Dédicace

Résumé

Sommaire

Introduction générale.....7

### Chapitre I : Généralité sur la dette publique et la politique monétaire

Introduction.....12

Section1 : Dette publique : cadre conceptuel et historique.....13

Section2 : Définitions et théories de la politique monétaire.....22

Section3. Instruments et Canaux de transmission de la politique monétaire.....26

Conclusion.....34

### Chapitre II : La zone euro et la crise de la dette souveraine

Introduction .....36

Section 1. Fondements historiques et institutionnelles de la zone.....37

Section2 : Causes et manifestations de la crise de la dette souveraine.....52

Conclusion.....59

### Chapitre III : La politique monétaire de la BCE pendant la crise

Introduction.....61

Section1 : La remise en cause de la politique monétaire de la BCE et les taux d'intérêt  
directeurs.....62

Section 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles.....67

Section 3 : L'analyse de l'efficacité des politiques non conventionnelles et les  
propositions de sortie de crise.....72

Conclusion .....82

Conclusion Générale .....84

Bibliographie.....89

Annexes.....92

Table des matières .....98

## Résumé du mémoire :

L'endettement est un phénomène aussi vieux que le monde. Puisqu'il a existé dans l'empire romain ou encore au moyen âge dans les villes italiennes avant de devenir une source de financement dans l'époque contemporaine.

Les Etats ont le plus souvent eu recours à l'endettement pour faire face aux dépenses des guerres ou lors des crises pour soutenir l'économie. La facilitation par les marchés financiers, le vieillissement démographique vont encore alourdir la dette publique dans les pays développés.

La crise de la dette souveraine a eu plusieurs conséquences en zone euro.

Cette crise qui a pour causes les déséquilibres économiques et aussi la crise immobilière venue des Etats-Unis s'est étendue sur la plupart des pays de la zone euro. Les critères de convergence qui sont les fondements de la zone sont de moins en moins remplis. La dégradation des notes de ces pays par les agences de notation en 2011 et 2012 est venue amplifier la crise.

Dans ce contexte, la BCE a dû redéfinir ses prérogatives en matière de politique monétaire. Elle va mettre en œuvre tout un ensemble de stratégies pour sortir les pays membres de la crise. Tout d'abord elle baisse ses taux directeur au-dessous des normes de la convention monétaire. Elle intervient sur les marchés secondaires en achetant massivement des actifs publics et des émissions des entreprises. Elle élargi également la liste des collatéraux de dette et rallonge les échéances de ces opérations de refinancement pour apporter plus de liquidités. Elle va apporter plus de transparence dans sa politique de communication à travers le *forward guidance* en se prononçant sur les orientations futures pour réduire les fluctuations des cours du marché.

Ces interventions ont apportés leurs fruits même si la situation reste encore tendue. Leur efficacité s'explique par l'assouplissement des conditions d'emprunt des Etats et du secteur privé et la rehausse des courbes de la croissance, de la demande mais également de l'inflation.

## **Abstract :**

Debt is indeed a phenomenon as old as the world. Since it existed in the Roman Empire or the Middle Ages in Italian cities before becoming a source of funding in the contemporary era.

States have most often resorted to indebtedness to meet the expenses of wars or during crises to support the economy. Facilitation by the financial markets, population aging will further increase the public debt in developed countries.

The sovereign debt crisis has had several consequences in the euro zone.

This crisis, which is caused by economic imbalances and the housing crisis in the United States, has spread to most countries in the euro zone. The convergence criteria that are the basis of the zone are less and less fulfilled. The downgrading of ratings in these countries by rating agencies in 2011 and 2012 has amplified the crisis.

In this context, the ECB has had to redefine its monetary policy prerogatives. It will implement a whole set of strategies to get the member countries out of the crisis. First, it lowers its key rates below the standards of the monetary convention. It intervenes in secondary markets by massively buying public assets but corporate issues. It also broadens the list of debt collateral and extends the maturities of these refinancing operations to provide more liquidity. It will bring more transparency in its communication policy through forward guidance by deciding on future directions to reduce fluctuations in market prices.

These interventions have borne fruit even though the situation remains tense.

Their efficiency is explained by the easing of borrowing conditions by governments and the private sector and the improvement of the growth, demand and inflation curves.

## **Mots clés**

Crise, dette publique, dette souveraine, politique monétaire, zone euro, banque centrale européenne.

## **Liste des Abréviations :**

**ABS** : Asset Backed Securities.

**BCE** : Banque Centrale Européenne.

**BEI**: Banque Européenne d'Investissement.

**FEI**: Fonds Européen d'investissement.

**FESF**: Fonds Européenne de Stabilisation Financière.

**FMI** : Fonds Monétaire Internationale.

**IPCH** : Indice des Prix à la Consommation Harmonisé.

**MESU**: Mécanisme Européen de surveillance unique.

**TLTRO** : Target Longer Term ok Refinaring Operation.

# **Introduction Générale**

### Introduction générale

Le souci d'atténuer les effets pervers de la crise de 2008 a poussé certains États, en l'occurrence ceux de la zone euro, à nationaliser et à recapitaliser des banques en difficulté. Ces opérations ont été réalisées dans le but de restituer la confiance des agents économiques dans le système bancaire. Cela a incité les États à un endettement excessif qui va leur faire perdre leur crédibilité vis-à-vis des investisseurs. Après la faillite de *lehman Brother*,<sup>1</sup> la taille du bilan de la banque centrale européenne est passée de 600 à 1000 milliards d'euros. C'est ainsi qu'entre 2007 et 2010, la dette publique de la zone euro dans son ensemble est passée de 65% à 85% du produit intérieur brut<sup>2</sup>.

Mais dire que les origines de ce surendettement se limitent à ces facteurs peut s'avérer, pour le moins, erroné dans les circonstances économique de certains pays. Ce fléau suscite de nombreux débats pour les mesures à prendre afin de réduire promptement l'endettement public. Le climat suspicieux concernant la solvabilité de certains pays va créer les paniques parmi les autorités. L'investissement productif stagne, le chômage et la précarité progressent. L'inquiétude attise des tensions sur les marchés de titres publics. La crise des *subprimes* a muté en zone euro en crise des dettes souveraines suite aux interventions étatiques pour sauver le secteur privé et les marchés. Ces derniers sont accusés par certains de s'être retournés contre ces même États dans la poursuite du gain facile via des mécanismes spéculatifs. La baisse de la croissance en zone euro complique davantage les mesures à prendre pour le désendettement public, puisque les recettes fiscales sont une fonction croissante de la production. En période de baisse de la croissance, les politiques de désendettement ont tendance à astreindre les facteurs de la croissance endogène et à amoindrir l'investissement, l'éducation, la recherche.

Il est plus facile de réduire les dépenses d'investissement par les dépenses de fonctionnement (en dépenses courantes), les minimas sociaux,... que de faire le contraire. C'est ce que G MANKIW appelle les rigidités endogène<sup>3</sup>. L'investissement productif chute dans la zone euro depuis 2002. En Espagne l'investissement public chuté de plus de la moitié en deux ans (entre 2010 et 2012), idem au Portugal (entre 2011 et 2013.)

---

<sup>1</sup> André grbebine, « la dette publique et comment s'en débarrasser ». Imprimer joue, page 7.

<sup>2</sup> Zied akrouf « crise de la dette souveraine en Europe » ARTICLES publié en 2012, P158

<sup>3</sup> Pour plus de détail consulter le l'ouvrage de G MANKIW « macroéconomie », nouveaux horizons, 5<sup>ième</sup> édition française, 7<sup>ième</sup> édition américaine, paris, 2009.



L'application des politiques budgétaires d'austérité se révèle inefficace, voire impossible, dans la mesure où l'investissement productif est en *standby*. Dans le cas de la zone euro, il a fallu que la BCE intervienne pour essayer d'absorber la dette publique. Les banques centrales ont énormément baissé leur taux directeurs pour se rapprocher des niveaux planchers (0%), voire négatifs.

La mise en place des mesures non conventionnelles (le *quantitative easing* notamment) est renforcée par le guidage des anticipations quant aux perspectives de la politique monétaire. La BCE va aller plus loin avec Mario DRAGHI<sup>4</sup> en mettant en œuvre des programmes d'achat de titres de dette tant publics que privés sur les marchés secondaires. Ces politiques non conventionnelles, ont abouti à des effets positifs ; à fortiori, la baisse des taux d'intérêts à long terme, le stimulus des achats des titres risqués qui, à son tour, encourage la hausse des prix d'actifs et fait jouer l'effet de richesse.

Ces mesures favorisent le recul des risques de pressions déflationnistes et soutiennent l'activité économique. Les conséquences du désendettement du secteur public limitent son efficience ainsi que celles de la consolidation des finances publiques. La politique monétaire ne peut être substitué ni aux dispositifs visant la restauration de la solvabilité des établissements financiers ou des Etats, ni aux ajustements structurels pour le soutien de la croissance potentielle. L'aggravation de cette crise est imputable au fait que les autorités de la zone euro ont considéré la crise comme exogène à l'euro système.

### PROBLEMATIQUE

C'est dans ce contexte que s'inscrit notre travail de recherche. En effet, nous nous sommes intéressés à l'ensemble des stratégies adopté par la BCE pour faire face à la crise de la dette souveraine. Ainsi notre problématique se pose par la question suivante : « **quel est l'impact de la crise de la dette publique sur la politique monétaire de la BCE, et dans quel mesure ; cette politique a été efficace ?** ». Le développement de cette problématique nécessite une connaissance préalable de la dette publique et la politique monétaire tant sur le plan conceptuel que théorique ainsi que les principes fondateurs de la zone euro. Cela nous amène à poser les sous questions ci-dessous.

Quelles sont les origines de la dette publique ?

Quelles sont les différentes approches théoriques de la politique monétaire?

---

<sup>4</sup> Gouverneur de la BCE depuis 2011.



Quel lien peut-on établir entre la politique monétaire et la dette publique ?

Comment expliquer les causes et les manifestations de la crise ?

Quelles sont les modifications dans les instruments et les pratiques de politique monétaire de la BCE pour la sortie de crise ?

Dans quel contexte peut-on situer l'efficacité de ces stratégies ?

L'objectif de cette recherche est de comprendre et d'expliquer l'impact de la crise de la dette publique sur la politique monétaire de la BCE ; mais aussi de voir de près est ce qu'elle a aboutit aux résultats attendus.

La méthodologie adoptée consiste en une analyse de contenu des ouvrages, thèses, mémoires, articles et revues récents entourant le débat sur la réaction de la BCE dans le contexte de la crise et aussi des ouvrages classiques de la littérature économique en lien avec la politique budgétaire et la politique monétaire. Ce choix a pour but d'apporter un éclairage épistémique d'une part sur les démarches de l'instauration de la zone euro et d'autre part sur la situation économique et financière de l'UEM avant et surtout pendant la crise, précisément de 2009 à 2016.

Pour la structure de notre recherche, la démarche adoptée, ou plutôt qui s'est imposée, est une démarche à la fois descriptive et analytique.

Notre travail se subdivise en trois chapitres.

Le premier chapitre se focalise sur : une étude conceptuelle de la dette et historique de la dette publique tout en faisant un rappel de la conception des économistes libéraux et keynésien sur la dette; ensuite nous faisons une revue de la politique monétaire à savoir définitions et les approches théoriques et enfin quelques détails sur les instruments de la politique monétaire ainsi que les canaux de transmission avant de mettre un accent sur le lien entre la politique monétaire et la dette publique.

Dans le deuxième chapitre nous allons porter l'attention sur : le processus de création de la zone euro et l'organisation et le fonctionnement de la BCE ; pour ensuite détailler les causes et manifestations de la crise de la dette.

Enfin à travers le troisième chapitre nous faisons le constat des nouvelles politiques des taux directeurs de la BCE au cours de la crise; des autres mesures non conventionnelles telles que le *quantitative easing* et le *forward guidance* avant de faire une observation sur



l'efficacité de ces politiques. Par ailleurs la question de sortie de la crise de la zone n'a pas intéressée que la BCE puisque le monde des économistes y trouve un véritable intérêt à faire des interviews ou même des écrits. A la fin de ce travail nous faisons part de quelques avis d'experts sur la question de sortie de crise étant donné qu'au moment où nous clôturons cette recherche le problème de l'endettement public n'est pas encore résolu.



# **Chapitre I**

**Généralité Sur La Dette Publique Et La  
Politique Monétaire**

**INTRODUCTION :**

Le choix de la politique monétaire est l'un des choix les plus épineux pour les autorités monétaires et c'est aussi l'un des débats les plus animés entre les économistes et dans le monde politique. Ce choix dépend de la conjoncture économique et de l'orientation que semble être plus efficace pour les autorités compétente, en l'occurrence la banque centrale. La politique monétaire a une influence sur l'ensemble des variables économiques (dette publique, prix, équilibre extérieur, le revenu). Mais elle est également soumise aux fluctuations de ces variables. En effet le budget de l'État est établi dans l'unité monétaire en vigueur. L'État peut dans certains cas s'acquitter de ses dettes via la monnaie nationale et les impôts sont également collectés dans cette monnaie.

La politique monétaire permet de régir la relation étroite entre la banque centrale et le trésor. Dans la zone euro le statut de la BCE tient moins compte du lien avec les trésors des pays membres qui est nécessaire pour éviter les déséquilibres excessif dans les comptes publics. L'absence de ce lien dans un contexte de libéralisme financier excessif va plonger la zone euro dans une crise sans précédent dont nous verrons les détails dans le prochain chapitre.

Dans ce chapitre avant d'élucider cette situation, nous nous efforcerons d'expliquer les différents concepts liés à la dette publique, son cadre historique et quelques conceptions théoriques développées à propos de l'endettement public (section1) ainsi que les détails sur la notion de politique monétaire et les différentes approches théoriques y afférentes (section2). Dans la troisième section nous allons expliquer les canaux et les instruments de la politique monétaire.

## **Section 1 : Cadre conceptuel et historique de la dette publique**

La référence récurrente de la dette publique fait oublier que c'est une notion complexe souvent confondue avec celle déficit public ou de dette extérieure dans les différents écrits. Ainsi avant d'aborder l'historique et l'évolution de l'endettement public dans le monde, il semble opportun de mettre en évidence un certain nombre de concepts nécessaire à la compréhension du chapitre.

### **1.1 Concepts liés à la dette publique**

Nous allons dans cette partie vous éclairer de la nuance qu'existe entre les notions de dette publique et dette souveraine et d'autre terme comme le budget publique.

#### **1.1.1 Définition de la dette publique**

La dette publique correspond à la dette de l'État (gouvernement central) à cela on rajoute les dettes des collectivités locales (régions, départements, communes...) ainsi que les divers opérateurs d'Etat (organismes divers d'administration centrale)<sup>1</sup>.

On distingue la dette publique interne et externe :

La dette publique interne : c'est la partie de la dette détenue par les agents économiques résidents à l'intérieur du pays.

Quant à la dette externe : elle détermine la part de la dette publique détenue par les investisseurs étrangers à l'Etat émetteur.

Une autre distinction en matière de la dette publique est celle qui existe entre dette brute et dette nette. La dette publique au sens du traité de Maastricht est l'ensemble des dettes brutes des administrations publics en cours de fin d'année, consolidées et à leur valeur nominale

- elle est évaluée en valeur brute : elle comptabilise l'ensemble des passifs financiers des administrations publiques mais pas leurs actifs financiers ;
- elle est consolidée : elle exclut les dettes contractées entre les administrations publiques.
- elle est évaluée en valeur nominale, c'est-à-dire à la valeur faciale de la dette ;
- elle exclut certains types de dettes comme les crédits commerciaux et les décalages comptables.

La dette publique nette = dette publique - les actifs financiers.

---

<sup>1</sup> [www.glossaire-international.com](http://www.glossaire-international.com)

Il peut sembler pertinent d'utiliser la dette publique nette, puisque les actifs financiers des administrations publique (dépôts, prêts, titres de créances négociable, participations dans les entreprises) sont dans une certaine mesure, mobilisables pour rembourser des dettes<sup>2</sup>.

### **1.1.2 Dette souveraine :**

Même si très souvent elle est confondue à la dette publique, la dette souveraine est un peu différente de la dette publique.

La dette souveraine est l'ensemble des dettes émises ou garanties par un émetteur souverain généralement un état ou une banque centrale.

La dette souveraine peut encore être définie comme l'ensemble des emprunts réalisés par un Etat sous forme de crédits bancaire ou de titres émis par le trésor public.

Généralement, la dette souveraine est en fonction de la qualité des émetteurs, considérés comme plus sûr que celles des entreprises car les pays sont réputés très solvables.

Dans la plupart des pays la dette souveraine ou dette de l'Etat représente une grande partie de la dette publique totale.

### **1.1.3 Dette de la nation**

La dette publique ne doit pas être confondue avec la dette de la nation. Cette dernière englobe les dettes des administrations publiques et des agents privés (entreprises et ménages).<sup>3</sup>

Par exemple en France un emprunt de l'entreprise Renault auprès d'une banque américaine augmente la dette de la France mais n'affecte pas la dette publique du pays.

Parallèlement, une obligation émise par l'État français et achetée par un ménage résident en France augmente la dette de l'État mais n'augmente pas celle de la France. Enfin, une obligation émise par l'Etat français et achetée par une banque américaine augmente à la fois la dette publique et la dette extérieure.

---

<sup>2</sup> FLORENCE HUART « économie des finances publiques » ; édition Dunod ; Paris 2012 ; p208

<sup>3</sup> Jean pierre biasutti, laurent braquet « comprendre la dette publique » édition Bréal paris 2012, P 21

### **1.1.4 Dette privée**

Contrairement à la dette publique la dette privée relève du secteur privé, elle représente la dette des agents économiques évoluant dans le secteur privé (entreprises privées).

### **1.1.5 Notion de budget public**

Les agents économiques (Etat, ménages, les entreprises) financent leurs dépenses par leur recettes. Lorsque ces dépenses se retrouvent supérieures à leur revenu, ils s'endettent le plus souvent pour combler leur besoin de financement. Dans le cas de l'Etat les recettes sont collectées et les dépenses effectuées selon un budget.

L'approche économique définit le budget comme un instrument de la politique économique qui traduit les objectifs économiques et financiers de l'Etat. C'est un document qui prévoit et autorise les ressources et les charges de l'état pour chaque année. Il est prévu dans la loi de finance qui fait l'objet d'un vote par le parlement.

Les recettes de l'État proviennent des recettes fiscales et non fiscales, même si la plus grande partie est d'ordre fiscal.

Quant aux dépenses publiques elles sont prévues en fonction des recettes.

Le solde budgétaire peut être en équilibre (nul), excédentaire ou déficitaire. Généralement le budget est voté en déficit. Le déficit peut être comblé de quatre façons : les butins de guerre le seigneurage (la création monétaire), l'austérité, (diminution des dépenses publiques ou augmentation de la pression fiscale) ou par l'endettement. Etant donné que les deux premières sont rejetées dans les économies modernes, du moins en théorie, les prélèvements obligatoires ayant atteint paroxysme en Europe, l'endettement reste à peu près la dernière solution pour le financement du déficit.

## **1.2 La conception théorique de la dette publique :**

### **1.2.1 La conception classique de la dette**

Les classiques assimilent l'endettement public à un report de l'impôt sur les générations futures et imputent à l'État une connotation négative. Selon Ricardo (1817), les citoyens voient dans l'emprunt un impôt différé dans le temps et se comportent comme s'ils sont

contraints de payer un impôt ultérieurement pour rembourser cet emprunt quel que soit le décalage intergénérationnel<sup>4</sup>. En d'autres termes, le comportement des agents économiques est guidé par une anticipation à la hausse des impôts. Robert Barro (1989) croit trouver une faille majeure dans la théorie keynésienne. Mais son argument n'est pas loin de celui de Ricardo qui montre qu'une politique de déficit budgétaire financé par l'emprunt reste sans effet sur l'activité économique dans la mesure où les agents ne sont pas victimes de l'illusion fiscale. Ils anticipent la hausse des impôts destinées à rembourser l'emprunt en constituant une épargne d'un montant équivalent à l'endettement public. Pour Smith (1759), la dette publique est pernicieuse et ne doit pas être encouragée. Elle incite le souverain à des dépenses inutiles et favorise l'irresponsabilité.

Jean Batiste Say(1799) pense qu'il faut limiter l'emprunt public parce qu'en plus d'alimenter la consommation publique destructrice de richesse et de valeur, il fait intervenir le paiement des intérêts.

Hayek (1989), dénonce l'endettement comme étant une croissance artificielle, fondée sur un investissement supérieur à l'effort d'épargne de la nation. Des études empiriques dont celle de Krugman (1988), Sachs (1989), Froot (1989) et de Calvo (1989) ont montré que l'accumulation de la dette et de son service constituent une taxe sur la production future et découragent l'investissement par l'effet d'éviction. On constate que pour les classiques dans leur ensemble, la dette publique n'a aucun avantage au contraire il peut avoir des effets négatifs pour l'économie en générale.

### **1.2.2 L'utilité de la dette publique pour Keynes:**

Le principe de la relance budgétaire keynésienne est de déplacer le pouvoir d'achats futur vers une situation présente dont la morosité économique est attribuée à une demande globale insuffisante. Ce faisant, elle prétend réduire l'épargne nette des ménages en mettant sur leur dos une dette publique. Contrairement aux classiques, les keynésiens pensent que l'endettement public en générale n'entraîne pas de coûts ni pour les générations présentes ni pour les générations futures, du fait de nouveaux investissements qu'il génère. Ils pensent que le principe de l'équilibre budgétaire ne doit pas toujours être respecté. Puisque pour Keynes le déficit budgétaire justifié et maîtrisé peut être un facteur de relance économique, de lutte contre le chômage ; stimulation de la demande et ou de la consommation globale (infrastructure), qui par le biais de l'effet multiplicateur, sont capables de promouvoir une

<sup>4</sup> Albert Kenkouo, « soutenabilité de la dette publique des pays post PPT de la zone franc », 2008, [www. Mémoire online.com](http://www.Memoireonline.com)

croissance durable. Dans cette approche, l'endettement public favorise la relance de la demande qui par son tour entraîne une hausse de la production, permettant ainsi de créer les emplois et de lutter contre la pauvreté<sup>5</sup>.

### 1.3 Historique de la dette publique

L'histoire nous démontre que l'endettement public est loin d'être un phénomène récent.

#### 1.3.1 Apparitions de la dette publique

En effet il remonte aux civilisations les plus anciennes, les cités grecques au IV<sup>e</sup> siècle ont eu recours à l'endettement public pour faire face à leurs besoin de ressources financières.

Cependant, cette dette n'était pas consolidée pour être pérenne et ne se présentait pas sous la forme de titres rémunérés par des intérêts. C'était le plus souvent un emprunt auprès des citoyens fortunés qui prêtaient à des conditions très avantageuses pour obtenir en échange des privilèges ou des honneurs (évergétisme). Ces emprunts ont ensuite laissé place à un endettement auprès des étrangers à des conditions beaucoup plus exigeantes (contrats écrit, respects de règles, cautions, etc.). Il apparait ainsi que l'emprunt était considéré pour les grecques comme un moyen de financement parmi tant d'autres, c'est-à-dire une alternative à l'impôt. Lorsque l'avenir de la cité grecque était en jeu il arrivait qu'un défaut partiel fût décidé.

La dette a aussi existé dans les cités romaines mais sous d'autres formes, souvent sous forme d'avance tant en nature que sous forme de prêt d'argent que les dettes sont contractées. Ces dettes sont en général sans intérêt, les prêteurs sont remboursés par la concession d'avantages divers.

Ce que l'on peut assimiler a une dette publique, liée à des dépenses exceptionnelles, se développe le plus précocement au moyen âge dans certaines villes italiennes.

Au XII<sup>ème</sup> siècle, ces cités politiquement indépendantes, ont d'abord recours à des emprunts à court terme à des taux très élevés. Le service de la dette augmente réduit les recettes des gouvernements et les force à chercher de nouvelles sources de financement.

Selon Alain BOURREAU, les prémices de la notion de dette publique apparaissent au début du XIII<sup>ème</sup> siècle, pour financer un procès engagé contre l'évêque de Worcester, le

---

<sup>5</sup> Albert Kenkouo, soutenabilité de la dette publique des pays post PPT de la zone franc, 2008 [www. memoire online.com](http://www.memoireonline.com),

moine Thomas de Marlborough invoque en effet pour la première fois l'idée que le couvent est immortel et non l'évêque pour justifier son endettement à long terme. Cette distinction est faite entre l'endettement personnel et celui d'une institutionnalisation de la dette publique<sup>6</sup>.

Si l'historien Jacques le Goff considère que Saint Louis a été le premier roi de l'endettement en France, c'est ce dernier qui a eu recours à l'endettement dès le XIII<sup>ème</sup> siècle. L'endettement de la monarchie française va s'accroître fortement à partir du XVII<sup>e</sup> siècle.

Durant la même période la grande Bretagne qui est une puissance montante à l'époque accroît considérablement sa dette. Entre 1688 et 1702, la dette publique de la grande Bretagne est passée de 1 millions de livre sterling à 16,4 millions ; elle a ensuite atteint 133 millions en 1766. L'Angleterre a su mettre en place un système d'endettement moderne et efficace qui lui permet d'emprunter sans délai et a des taux d'intérêt faibles. En effet, elle créa la banque d'Angleterre en 1694 qui inspire confiance aux créanciers.

### **1.3.2 Causes de la dette publique**

Les causes de l'endettement sont variées d'une époque à une autre. À l'exemple des guerres qui vont pousser les États à s'endetter pour faire faces aux dépenses exceptionnelles, on peut distinguer d'autres causes telles que la facilitation de l'accès au crédit par les marchés financiers, les systèmes de sécurité sociales ou encore les crises.

#### **1.3.2.1 Les guerres et les crises**

Pendant l'antiquité ; durant la renaissance et même dans la période contemporaine; les Etats ont emprunté pour faire face à des dépenses exceptionnelles. En effet ces dépenses qui viennent déséquilibrer le budget public sont les dépenses pour financer les guerres ou encore pour sortir d'une crise. C'est pendant les guerres puniques que les romains ont effectué les prêts sous forme d'avance en nature.

Au cours du XIX<sup>e</sup> siècle, les dettes publiques ont beaucoup augmenté du fait de l'engagement des Etats dans les guerres, à l'exemple de la France qui va être obligée de s'endetter pour payer les indemnités au vainqueur de la guerre (la guerre de la fin du second empire et celle franco-prussienne<sup>7</sup>). À cette époque l'endettement de la France avait atteint

---

<sup>6</sup> Jean pierre biasutti ,laurent braquet, op.cit, p32 a p 37 .

<sup>7</sup> C'est la guerre franco allemande de 1870 .

90% du revenu national. Aux États-Unis, au cours de la guerre de <sup>8</sup>sécession la dette atteint 10 milliards de dollars en 1865.

La période du XXe siècle est marquée par les deux guerres mondiales, durant lesquelles les Etats ont engagé des dépenses militaires (dépenses non productives selon les économistes). A la fin de la seconde guerre mondiale, la dette anglaise atteint 250% du PIB, en France elle se chiffre à 110% du PIB les Etats-Unis ont un taux légèrement moins élevé 105%.

Cependant une autre cause intervient à l'endettement des Etats c'est la récession économique. Les Etats vont maintenir leurs dépenses intactes malgré la récession en ayant recours à l'endettement.

Selon Jean-Pierre BIASUTTI et Laurent BRAQUET « ce sont les aléas de la conjoncture économique qui expliquent d'abord le gonflement de la dette publique »<sup>9</sup>.

### **1.3.2.2 Les marchés financiers**

Le développement des marchés financiers aux cours des dernières décennies ont contribué à l'augmentation de l'endettement des Etats, puisque ceux-ci ont une facilité l'accès des ressources financières importante (emprunteur de toutes provenances). Du fait de leurs statuts de prêteurs sans risque, les investisseurs ont une grande confiance aux titres étatiques alors les états empruntent a des taux d'intérêt favorable.

On peut ainsi dire que l'endettement public est aussi dû à l'innovation financière qui a contribué à l'émergence des marchés financiers. <sup>10</sup>

### **1.3.2.3 Les systèmes de sécurité sociale**

Le système de sécurité sociale dans la plupart des pays développée tend à s'alourdir des effets du vieillissement l'augmentation de l'espérance de vie et les charges liées à la hausse du chômage. En effet les progrès dans le domaine de la de santé qui ont abouti à l'amélioration de l'espérance de vie surtout en Europe va à son tour augmenter les charges liées aux pensions de retraites qui sont de plus en plus nombreux. L'objectif de chaque entreprise étant la réalisation de profit maximum, pour ce faire toute entreprise va préférer

---

<sup>8</sup> Guerre civil américaine qui s'est déroulé entre 1861 et 1865

<sup>9</sup> Jean Pierre BIASUTTI, laurent braquet op.cit, p40.

<sup>10</sup> Voir annexe n°1 composition de la dette publique des pays de l'eu

utiliser une machine dont le coût d'achat lui reviendrait moins cher que d'employer un ou plusieurs agents pour un coût plus élevé. Ce raisonnement a poussé un grand nombre d'entreprises à réaliser des licenciements ou même à recruter moins de bras valides; il en résulte une augmentation du taux de chômage. Compte tenu des systèmes de sécurité sociale ces chômeurs vont revenir à la charge de l'État et ainsi l'alourdir, puisqu'il y a de moins en moins de cotisants et plus de bénéficiaires.

#### 1.3.2.4 L'évolution de l'endettement dans le monde

Le niveau d'endettement dans le monde diffère d'une zone à une autre, cependant tous les pays du monde sont endettés, comme on le dit plus haut les causes sont diverses d'une zone à une autre. Deux tableaux illustrent cette partie.

**Tableau N°01 : Le classement des 10 pays les plus endettés dans le monde en 2016 (en % du PIB)**

Pays	% du pib	Continent
Japon	248.1%	Asie
Grèce	178.4%	Europe
Liban	139.2%	Asie
Italie	132.6%	Europe
Portugal	128.8%	Europe
Jamaïque	124.3%	Afrique
Cap Vert	119.3%	Afrique
Bhoutan	115.7%	Asie
Chypre	108.7%	Europe
Belgique	106.3%	Europe

Source : [www.L'entreprenariat.net](http://www.L'entreprenariat.net)

En 2016, la dette publique par rapport au PIB est à un niveau spectaculaire pour ne pas dire excessif. 5 pays sur les 10 sont des pays de la zone euro, ce qui n'est pas étonnant compte tenu de la crise qui a éclaté en 2009. En effet, pour sauver le secteur bancaire et éviter un effet de contagion de la crise des marchés financiers (crise des subprimes), les pays développés se sont lancés dans un sauvetage des banques en les recapitalisant et ceci par le biais des marchés financiers. C'est ce qui va conduire à l'enfoncement des pays comme la Grèce qui étaient déjà très endettés dans le problème de dette publique.

**Tableau 2 : l'évolution de l'endettement dans les pays développés [1970-2010]**

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2007	2008	2009	2010
Belgique	60	56	74	115	126	130	108	92	84	89	96	96
Bulgarie	:	:	:	:	:	:	73	27	17	14	15	16
République	:	:	:	:	:	14	18	28	28	29	34	38
Tchèque	:	7	39	75	62	73	52	38	28	34	42	44
Danemark	18	24	30	40	41	56	60	69	65	67	74	83
Allemagne	:	:	:	:	:	8	5	5	4	5	7	7
Estonie	49	58	69	101	93	82	37	27	25	44	65	95
Irlande	18	18	22	48	72	98	104	101	107	113	129	145
Grèce	15	12	16	41	43	63	59	43	36	40	54	61
Espagne	:	:	21	31	35	55	57	67	64	68	79	82
France	37	56	57	81	95	122	109	105	103	106	116	118
Italie	:	:	:	:	:	52	60	69	59	49	59	61
Chypre	:	:	:	:	:	15	12	12	9	20	37	45
Lettonie	:	:	:	:	:	11	24	18	17	16	29	38
Lituanie	20	13	10	10	5	7	6	6	7	14	15	19
Luxembourg	:	:	:	:	:	86	56	62	67	73	80	81
Hongrie	:	:	:	:	:	35	55	70	62	62	68	69
Malte	:	40	45	70	77	76	54	52	45	58	61	63
Pays-Bas	18	23	35	48	56	68	66	64	60	64	70	72
Autriche	:	:	:	:	:	49	37	47	45	47	51	55
Pologne	:	19	30	57	53	59	48	63	68	72	83	93
Portugal	:	:	:	:	:	7	22	16	13	13	24	31
Roumanie	:	:	:	:	:	19	26	27	23	22	35	39
Slovénie	:	:	:	:	:	22	50	34	30	28	36	41
Slovaquie	12	7	11	16	14	57	44	42	35	34	43	48
Finlande	27	26	39	61	41	73	54	50	40	39	43	40
Suède	78	61	53	52	33	51	41	43	44	55	70	80
Royaume-Unis	:	:	:	:	:	72	69	70	66	70	80	86
Zone euro (16)	:	:	:	:	:	:	62	63	59	63	75	80
UE-27	47	45	42	56	64	71	55	62	62	72	86	95
Etats-Unis	11	20	48	69	64	86	135	175	167	174	194	198
Japon												

Florence .huart, op.cit, P211

L'endettement connaît un niveau élevé dans tous les pays dans les années 1970, même si les niveaux varient d'un pays à un autre. Seulement au Luxembourg il reste faible sur toute la période. Cependant l'endettement ne dépasse les 100% du PIB qu'à partir de 1985 d'abord en Irlande et en Belgique avant de se généraliser. Entre 1995 et 2000, il y a une légère baisse dans la plus part des pays de l'union européenne (c'est à cette période que la Grèce commence son ascension d'endettement) à cause des exigences pour accéder à la zone euro dont, les critères n'étaient pas favorable à tous les pays. On observe que depuis sa mise en

place l'endettement public de la zone continue d'augmenter mais il baisse légèrement entre 2006 et 2007 mais depuis il n'a pas cessé de s'accroître<sup>11</sup>.

Les États-Unis et le Japon voient l'augmentation la plus significative passant de 47% à 95% et 11% à 198% du PIB respectivement. D'ailleurs le Japon est encore le pays le plus endetté jusqu'en 2016. Après la crise financière aux États-Unis (2007-2008) l'endettement va connaître son pic un peu partout dans le monde mais plus en Europe, ce qui va conduire à la crise que nous connaissons actuellement.

Mais, il est forcé de reconnaître que ce ne sont pas que les pays développés qui sont fortement endettés, d'ailleurs l'Algérie a lui-même connu un fort endettement dans les années 1980. A la suite de la baisse du prix du baril du pétrole, ou il a fallu un rééchelonnement de la dette.

En récapitulatif, l'endettement étant devenu principalement une source de financement des gouvernements dans un contexte de libéralisme financier excessif l'agissement des marchés financiers va pousser à l'extrême la dépendance financière des États nations à telle incise que le recours à la politique monétaire devient incontournable pour sauver les économies de la zone de la crise souveraine qui y sévit depuis 2009. Bien que l'on ait mis en évidence la nuance terminologique entre les différentes notions liées à la dette publique, nous nous intéresseront essentiellement à tout endettement ayant trait aux institutions publiques, peu importe le terme employé.

Avant de rentrer dans le vif du sujet nous allons faire un peu de rappel sur la notion de politique monétaire dans la section suivante.

## **Section2. La politique monétaire : définitions et principales théories**

La réalisation de la politique monétaire nécessite le recours à différents instruments dont le taux directeur de la banque centrale, les réserves obligatoires l'*open market* ainsi que la sélectivité et l'encadrement du crédit. La politique monétaire se reflète également à travers différents canaux de transmission sur l'activité économique dont le prix des actifs, les crédits bancaires l'information et les taux d'intérêt. Dans ce qui suit nous mettons en revue des définitions et théories de la politique monétaire.

---

<sup>11</sup> VOIR ANNEXE N4 pour l'évolution jusqu'en 2015

## 2.1 Définitions de la politique monétaire

La politique monétaire est l'un des instruments des politiques économiques tout comme la politique de change et la politique budgétaire. Elle est mise en place par la banque centrale du pays qui est l'autorité monétaire qui a pour objectif de réaliser le carré magique à savoir :

- Le Plein emploi
- L'équilibre extérieur
- La stabilité des prix
- La croissance

M. DELAPLACE <sup>12</sup> définit la politique monétaire comme « l'ensemble des actions mises en œuvre par les autorités monétaires afin de procurer à l'économie la quantité de monnaie nécessaire à la poursuite de la croissance économique et à la réalisation du plein emploi tout en préservant la stabilité de la valeur de la monnaie au niveau interne ( le niveau général des prix ) et au niveau externe ( taux de change ) ».

Pour J-L BAILLY <sup>13</sup>, la politique monétaire peut être définie comme « l'ensemble des actions développées par une banque centrale ou un gouvernement pour influencer le niveau d'activité économique et maintenir la stabilité des prix grâce à la régulation de la quantité et du coût de la monnaie ».

A. BENASSY <sup>14</sup> considère la politique monétaire est l'art de manier les taux d'intérêt directs pour atteindre l'objectif de la stabilité des prix.

D'autres auteurs définissent la politique monétaire pour agir sur l'activité économique par l'intermédiaire de la masse monétaire et des taux d'intérêt.

## 2.2 Théories de la politique monétaire

### 2.2.1 Le modèle keynésien

Dans le cadre de l'analyse keynésienne les modèles sont à prix rigide,

Tout d'abord il existe une corrélation négative entre l'investissement et le taux d'intérêt dans la mesure où ce dernier est aperçu comme un coût d'opportunité sur les

<sup>12</sup>M. DEPLACE « monnaie et financement de l'économie » édition dunod, paris, 2003, page, 103.

<sup>13</sup>J-L BAILY "économie monétaire et financière", édition Bréal, paris 2006, p 217

<sup>14</sup>A. BENASSY " politique économie" édition Boeck, paris, 2004, p 120

placements qui sont éventuellement substituables à l'investissement productif<sup>15</sup>. Mais ce coût d'opportunité n'a plus aucun sens lorsque les taux d'intérêt deviennent trop faibles. Alors c'est l'efficacité marginale du capital qui rentre en ligne de compte.

L'accroissement de la masse monétaire par le biais de la baisse du taux d'intérêt s'avère inefficace dans la quête du revenu du plein emploi. A *contrario* en agissant suffisamment sur la demande globale à travers la politique budgétaire il est toujours probable d'atteindre le revenu du plein emploi et ceux dans le cadre de la consommation. Au-dessous d'un certain seuil de taux d'intérêt, l'investissement et la consommation deviennent inélastique à ce dernier, donc le multiplicateur monétaire devient nul ( $C_r + I_r = 0$ )

Par contre le multiplicateur de dépenses exogènes demeure positif.

$$\frac{\partial Y}{\partial \bar{G}} = \frac{1}{1 - C_y(1 - T_y) - I_y} > 0$$

La dépense publique d'équilibre globale est facile à déduire connaissant la hausse du revenu nécessaire au plein emploi.

$$\frac{\partial Y}{\partial \bar{M}} = \frac{C_r + I_r}{1 - C_y(1 - T_y)L_r + (C_r + I_r)L_r} = 0$$

En second lieu l'analyse keynésienne fait référence à la préférence à la liquidité une fois la baisse du taux d'intérêt ayant dépassé le seuil minimal. Les agents économiques préfèrent la monnaie au titre dont le risque de perte de valeur s'accroît avec la baisse du taux d'intérêt. Dans ce cas les sources de financement privé de l'investissement s'enlisent. Alors le seul recours pour relancer la croissance économique reste la politique budgétaire.

Enfin la baisse du niveau des prix s'apparente à une augmentation de la quantité de monnaie tout autant inefficace. Dans l'analyse keynésienne la baisse des prix n'aurait affecté que les anticipations des entrepreneurs qui auraient escompté une diminution des profits ; le niveau de l'investissement aurait baissé. Keynes considère que l'effet déprimant de la baisse des prix sur la demande stimulerait des tendances déflationnistes sur l'économie.

### 2.2.2 Etude néo-classique

La critique monétariste de la politique budgétaire se base sur deux principaux arguments<sup>16</sup> :

<sup>15</sup> Michelle.de mourgues, op.cit, p412 à 416

<sup>16</sup> Michelle de mourgues, op.cit, p416 à P418.

- Une forte sensibilité de l'investissement au taux d'intérêt fera baisser l'investissement privée au profit des dépenses publiques dont l'effet est très faible voire nulle sur le revenu.

Cet « effet d'éviction » est d'autant plus fort que les agents privés sont sensibles au taux d'intérêt. L'objectif de démontrer l'influence de la politique budgétaire revient à raisonner en terme de quantité monétaire. Dans le cadre de la pratique du déficit budgétaire, l'État fera recours à l'épargne pour se financer. Il émettra donc des titres nouveaux faisant baisser le cours des titres et augmenter le taux d'intérêt.

L'effet d'éviction est déclenché par cette hausse du taux d'intérêt.

- La variation du taux d'intérêt est sans effet sur la dépense totale lorsque la demande de monnaie est stable.

Milton FRIEDMAN et les monétaristes rejettent l'idée de toute influence conjoncturelle du taux d'intérêt sur la demande de monnaie. Le taux d'intérêt sert uniquement à trancher sur la répartition de la richesse entre la monnaie (actif sans risque) et les autres actifs.

### **2.2.3 La synthèse keynésienne- néoclassique**

L'accroissement de la demande peut résulter de la politique monétaire budgétaire ou de l'augmentation exogène de la consommation, de l'investissement ou de l'exportation. L'accroissement des salaires monétaires et de son côté responsable d'une diminution de l'offre globale. L'accroissement du revenu va stimuler l'augmentation de la consommation. Toutefois celui-ci en raison d'une propension marginale à consommer inférieure à 1 sera plus faible que l'accroissement de l'offre de biens.

Par ailleurs l'accroissement du revenu aura induit un accroissement du besoin d'encaisse qui entrainera une hausse du taux d'intérêt et un effet d'éviction sur l'investissement. Au total l'accroissement de la demande sera inférieur à l'accroissement de l'offre et les prix devront baisser. Si le gouvernement intervient soit par la politique budgétaire soit par la politique monétaire son action est alors compatible avec la stabilité des prix.

On aurait également pu concevoir que l'État ait complété l'action exercée par l'accroissement du revenu sur la demande, par une politique monétaire destinée à la relance de l'investissement.

La conclusion de cette analyse, qui prend comme cadre le modèle de la synthèse keynésienne- néoclassique, est que l'économie doit accepter un taux de chômage naturel contre lequel la politique économique est sans effet.

### **Section3. Instruments et Canaux de transmission de la politique monétaire**

La banque d'émission ne peut intervenir que sur le taux de refinancement bancaire toutefois cette action qui se situe à la source de toute l'activité monétaire nationale, se diffuse sur l'ensemble des marchés des capitaux par le jeu des réajustement d'actifs qui s'opère entre institutions monétaires (dont le trésor public ) et qui peuvent transmettre la hausse initiale des taux du marché monétaire à tous les marchés de capitaux y compris le marché financier et le marché de change. Ce qui nous amène à distinguer des étapes et obstacles à la diffusion de la hausse des taux d'intérêt. Nous allons d'abord voir les instruments de la politique monétaire pour ensuite expliqué les canaux de transmission de la politique monétaire

#### **3.1 Les Instruments de la politique monétaire**

Ils sont repartis en deux groupes les instruments indirects et les instruments directs

##### **3.1.1 Instruments indirects**

Les instruments indirectes sont au nombre de trois dont le taux de réescompte, le taux de réserves obligatoires et *l'open market*

###### **3.1.1.1 Le taux de réescompte**

Le réescompte est un procédé par lequel les banques revendent des effets de commerce acquis auprès de leurs clients. Le taux de réescompte a deux fonctions dont le taux de refinancement officiel de la banque centrale et le taux directeur du crédit bancaire.

Dans son rôle de taux de refinancement, il protège les banques contre la volatilité du cours des titres et leurs donne une idée précise quant à la valeur de leurs gains futurs liés à ces actifs. L'augmentation du taux de réescompte fait baisser la valeur de l'ensemble du portefeuille des banques commerciales, cependant si les banques ont la possibilité de

répercuter cette hausse sur le coût du crédit, cela n'affecte pas leur capacité à octroyer des crédits à l'économie.

C'est surtout en tant que taux directeur du crédit qu'il permet d'agir sur l'activité des banques. La répercussion du taux de réescompte sur le coût de du crédit modifie les conditions de financement de l'économie. Son efficacité dépend de la conjoncture économique et surtout de la structure financière de l'économie en question. En effet dans le cas où les sources de financement alternatives font défaut dans un pays, cette politique montre ses limites dû à la pression exercée sur le compte d'exploitation des entreprises et des ménages et peut par conséquent aboutir à un véritable recul de l'activité économique.

C'est la raison pour laquelle elle est souvent accompagnée de politique qui réduit sa portée comme la sélectivité ou les interventions sur le marché financier.

Le recours au taux de réescompte a longtemps été utilisé dans plusieurs pays mais depuis les années 1970 elle a tendance à disparaître.<sup>17</sup>

### **3.1.1.2 L'open market**

On appelle opération d'*open market* lorsque, la banque centrale intervient sur le marché monétaire et interbancaire par l'achat ou la vente de titre du trésor public<sup>18</sup>. Par ces opérations la banque centrale contrôle directement le volume de la base monétaire<sup>19</sup> dont dispose les banques et l'économie en général.

#### **➤ Les types d'open market :**

#### **Les opérations principales de refinancement :**

Elles constituent le canal de refinancement essentiel de banques, c'est le taux de refinancement dont il s'agit et ce taux est encore appelé "taux directeur". La BCE procède à un appel d'offre et effectue des cessions temporaires (achats ou ventes de titres) qui peut aller jusqu'à une semaine.

Celles-ci sont destinées à une plus longue période (un mois ou plus) pour éviter de renouveler l'offre chaque semaine ou chaque deux semaine.

<sup>17</sup> MICHELLE DE MOURGUES, op.cit, p 260 à 262.

<sup>18</sup> Gregory n Mankiw « macroéconomie » nouveaux horizons ; 5é édition ; paris 2010 ; p127

<sup>19</sup> Elle constitue les pièces et les billets de monnaie

**Les Operations de réglages fin :**

Celles-ci sont effectuées dans un délai très court, puisque le marché interbancaire est souvent influencé par des chocs exogènes à l'exemple d'un retrait ou un apport d'une grande quantité de monnaie ; cette opération a pour but de réduire l'effet des variations du taux du marché interbancaire.

- **Les opérations structurelles :**

Elles ont pour objectif d'agir à plus long terme sur les liquidités du marché interbancaire et modifie la position de la banque centrale par rapport aux banques ordinaires.

- **Les facilités permanentes :**

Elles ont pour objectif d'encadrer au jour le jour les taux d'intérêt sur le marché interbancaire et d'orienter la politique monétaire en régulant les liquidités.

**3.1.1.3 Les réserves obligatoires**

Instaurées aux Etats-Unis depuis la fin du 19<sup>e</sup> siècle, les réserves obligatoires sont des fonds de liquidité que les banques sont tenues de conserver auprès de la banque centrale pour se prémunir contre des retraits massifs de billets lors de paniques financières. L'autorité monétaire fixe le taux des réserves obligatoires en tant qu'instrument de la politique monétaire. Le calcul peut faire intervenir plusieurs taux selon la base utilisée. Ainsi les taux des réserves obligatoires en vigueur sur le dépôt à vue et sur les dépôts à terme sont généralement distincts. La politique des réserves obligatoires à proprement parler, consistera alors à modifier le taux des réserves obligatoires selon l'objectif de ponctionner des liquidités du système bancaire (hausse du taux) ou d'en injecter (baisse). Il faut noter que les effets de l'augmentation des réserves obligatoires diffèrent selon que le système est dominé ou non par la banque des banques. En effet, lorsque les banques disposent des réserves excédentaires à titre d'exemple, les banques Américaines cette politique est particulièrement efficace puisqu'il en découle véritablement une ponction de liquidité. Considérant ces réserves excédentaires comme réserves de trésorerie les banques se résoudront à les restaurer quitte à diminuer leur activité car ces excédents font partie intégrante de leur gestion de liquidité.

**3.1.2 Instruments directs**

A ces trois principaux instruments on peut ajouter l'intervention directe à travers deux instruments : la sélectivité et l'encadrement du crédit.

### 3.1.2.1 La sélectivité du crédit

Elle s'effectue soit par les taux Tarifiés, les montages financiers, soit par les fonds de garantie. La sélectivité peut s'apprécier par le fait qu'elle permet d'encourager certains secteurs économiques. Pourtant son bilan n'est pas totalement positif, car elle met en cause le fonctionnement des marchés des capitaux et les principes de gestion des banques. Couteuse et complexe ces modalités seront économiquement peu viables.

Elle renforce la « *compartimentation de marches de capitaux et entrave une vue d'ensemble des besoins financiers de l'économie et de la capacité financière nationale. Enfin, la disparition progressive à taux préférentiel et la suppression du réescompte sur les crédits à l'exportation marque un recul très net de la sélectivité*<sup>20</sup>. »

### 3.1.2.2 L'encadrement de crédit :

L'encadrement du crédit consiste à limiter par voie réglementaire la hausse des encours de crédits distribués par les banques, base 100 l'année précédente.

L'encadrement fut toutefois modulé selon les établissements et selon les activités. L'avantage de cet instrument est son extrême efficacité dans l'objectif de lutter contre certains déséquilibres économiques, ce par la modération du taux de croissance de la masse monétaire. Le coût du crédit est dissocié de l'offre et de la demande par un phénomène de rationnement. Le taux d'intérêt devient une variable de contrôle des flux monétaire externe et des taux de change.

Mais cet instrument présente également des inconvénients :

Le taux de croissance des encours de crédit n'est qu'une donnée artificielle ne tenant compte ni des besoins de l'économie, ni des capacités des banques

- l'encadrement limite la concurrence bancaire en réduisant les possibilités d'agrandissement des parts de marchés.
- la fixation des normes par secteur d'activité ôte l'initiative aux banquiers.
- les banques sont amenées à freiner l'activité des entreprises dynamique pour s'orienter vers des business difficilement rentable.

---

<sup>20</sup> Michelle de mourgues, op.cit, page 268

**TABLEAU N°3 : Représentation sommaire des différentes catégories d'objectifs**

<b>Instruments</b>	<b>Objectifs opérationnels</b>	<b>Objectifs intermédiaires</b>	<b>Objectifs finals</b>
<b>Open market</b>	Taux du marché interbancaire	Taux d'intérêt à CT	Prix, niveau acticité
<b>Réescompte</b>		Taux d'intérêt à LT	
<b>Réserves</b>	Base monétaire exogène	Agrégats monétaires: M1, M2,M3.	Equilibre extérieur taux de change
<b>- Encadrement du crédit. - Contrôle direct du taux d'intérêts. - Contrôle des changes.</b>			

Source: Michelle de Mourgues, *op.cit*,p 246

### 3.2 Canaux de transmission

On distingue plusieurs types de canaux qui sont :

#### 3.2.1 Canal du taux d'intérêt

- L'analyse des mécanismes du marché monétaire permet de comprendre l'impact des interventions de la banque centrale sur l'évolution du cours et du volume de la monnaie en circulation. Lorsqu'elle émet des titres sur le marché monétaire, cela permet de ponctionné des liquidités sur le marché interbancaire. Par déduction la raréfaction de la monnaie centrale fait augmenté les taux d'intérêt ce qui décourage les nouveaux emprunteurs. Inversement quand elle baisse les taux d'intérêt sur le marché monétaire, elle augmente la liquidité en encourageant le financement de l'économie à travers l'endettement.
- Sur le plan international l'accroissement des taux du marché monétaire dans un pays crée un différentiel de taux d'intérêt avec l'étranger et fait également appel à la liquidité nationale en quête d'utilisation plus rémunératrice. Cette attraction des devises étrangères entraine une hausse de la demande de monnaie via le marché de change.
- L'introduction du néolibéralisme dans les marchés à partir des années 1970 balaye la prédominance des anciens agrégats monétaires. Ce contrôle a provoqué l'apparition de nouveaux modes de collectes de l'épargne liquide qui n'entre pas dans les agrégats, mais fournissant néanmoins des liquidités complémentaires aux institutions financières. La multiplication des innovations financières est de nature à rendre une politique des taux plus efficaces par l'accélération du processus de diffusion. Selon les néolibéraux, il

n'est plus nécessaire que les autorités monétaires tentent de peser fortement et longuement sur le marché monétaire pour obtenir rapidement les résultats sur l'ensemble des taux d'intérêts. Les régulateurs automatiques du marché se chargent des ajustements.

### **3.2.2 Canal du crédit**

Au sens étroit du crédit, les banques jouent un rôle important dans le financement de l'économie en tant qu'intermédiaire financier. Dorénavant l'écartement du system bancaire dans la transmission de la politique monétaire n'est plus de mise. Lors d'une politique monétaires restrictive, les banques modifient leurs conditions débitrices : par exemple en augmentant le taux des nouveaux crédits et ou en réduisant l'octroi des crédits. En outre l'émission de titres visant à financer les nouveaux investissements et les crédits bancaire ne sont pas parfaitement substituables. Cette imperfection résulte de l'asymétrie informationnelle sévissant sur le marché du crédit. En effet, l'emprunteur dispose de meilleur renseignement quant à la caractéristique de son projet d'investissement plus que les prêteurs ainsi que sur sa situation financière.

Cette asymétrie d'information est l'une des particularités des prêts bancaires. Les ménages et les petites et moyennes entreprises sont les plus lésés dans ce cadre. L'offre de crédit (actifs) fait office de priorité par rapport à la demande dans le canal strict du crédit. On parle plutôt de canal du bilan au sens large du canal du crédit. Dans ce cas l'analyse stipule que tous les financements externes sont parfaitement substituables au financement interne. L'analyse se base sur l'hypothèse d'imperfection sur le marché du crédit et en général sur le marché des capitaux à cause des couts de transaction, des couts d'acquisition de l'information et des problèmes d'asymétrie de l'information. Ces imperfections affectent les structures financières des entreprises sur leurs possibilités et décision de financement ainsi que leur comportement de stockage. En général, le financement interne revient moins cher que le financement externe. Cet écart varie inversement en fonction de la richesse nette de l'emprunteur (collatéraux et ressource interne). La banalisation du choc globale à l'ensemble de l'économie déclenche un mécanisme de propagation des cycles (accélérateur financier) .

### **3.2.3 Canal du prix des autres actifs**

L'étude des canaux peut être complétée par des développements sur le prix des différents actifs (devises et actions) et sur les effets d'annonce. Les monétaristes s'intéressent

au mécanisme de transmission dans lequel le prix relatif d'autres actifs et la richesse réel transmettent des effets monétaires dans l'économie.

### **3.2.3.1 Le canal du taux de change :**

Dans le cadre de la globalisation financière et de l'internationalisation des économies, le taux de change est devenu un élément incontournable de l'analyse économique. Les modifications des taux directs induisent probablement des fluctuations dans un régime de change flottant. L'impact de la modification des taux de change sur l'économie réel se démontre par le réajustement des prix et de la compétitivité des entreprises nationales. En effet une dépréciation du cours de la monnaie liée à une baisse des taux stimule les exportations nettes et la production nationale. Toute chose étant égale par ailleurs. Notons que cet effet se fait ressentir tardivement (au bout de quelques années).

La baisse des taux diminue l'attractivité et provoque des sorties de capitaux.

La dépréciation augmente le prix des importations et améliore le commerce extérieur en volume. L'efficacité de ce canal dépend de l'ouverture économique du pays sur l'internationale<sup>21</sup>.

### **3.2.1.3 Le canal du cours des actions (le Q de TOBIN) :**

Selon le ratio Q de Tobin, la politique monétaire se reflète sur l'économie via ses effets sur la valorisation des actions. Ainsi une politique monétaires accommodante rehausse le cours des actions (valeur actualisé) faisant augmenté le coefficient Q et donc des dépenses d'investissement et par conséquent la croissance productive. On détermine le coefficient Q par le rapport entre la valeur boursière des entreprises et le coût de renouvellement du capital. Un ratio élevé s'interprète par une valeur boursière élevée relativement au coût de renouvellement et la nouvelle valeur boursière est peu onéreuse.

### **3.2.4 Canal de l'information**

Depuis le début des années 1990, les banques d'émission amplifient le rôle du canal de l'information. Les acteurs font de nombreuses anticipations sur la consommation future, les capacités de productions futures, les rémunérations futures, à travers le traitement d'informations fournies par la banque centrale (estimations du PIB, taux d'inflation estimé...). Les banques centrales se servent de l'effet d'annonce pour indiquer aux acteurs

---

<sup>21</sup>Michel de Mourgues Op.CIT;p273

leurs intentions en essayant d'influencer leur agissement par un signal contenu dans le message.

Par ailleurs, il faut souligner qu'il est plus ou moins compliqué de percevoir les effets d'annonce.

Pour transmettre sa politique monétaire la banque centrale dispose de plusieurs instruments, les instruments directs et les instruments indirects :

### **3.3 Lien entre la politique monétaire et la dette publique :**

La création monétaire et le système de paiement sont régis par la politique monétaire. La maîtrise de quantité de monnaie en circulation est priorité de la banque centrale. Le rôle de la banque centrale est de réguler cette quantité mais également le niveau général des prix. La banque centrale à travers la politique monétaire a pour fonction d'assurer le financement de l'économie via les banques commerciales et le trésor public. Etant donné que le trésor s'occupe des affaires de l'Etat, ses interactions avec la banque centrale sont très étroites. En effet, lorsque les recettes de l'Etat sont insuffisantes pour assurer les dépenses publiques à un moment donné, il peut faire appel à des avances de la banque centrale de façon directe ou indirecte. Cela engendre une création monétaire. Ainsi l'Etat est endetté. La monnaie règle les mouvements de la dette publique. Si la politique monétaire régit la création de la monnaie qui est en soi « une dette de la société sur elle-même »<sup>22</sup>, l'Etat est le garant ultime de la banque centrale ; donc de la politique monétaire. La banque centrale de son côté est le prêteur en dernier ressort du système financier dont le pivot est la dette publique. Seule elle permet à l'Etat de mettre sa dette hors du marché.

La rupture de ce lien entre la dette publique et la politique monétaire peut amener de sérieuses déconvenues. La situation de la crise souveraine en zone est en grande partie attribuée à cette absence de prêteur en dernier ressort, rôle que doit jouer la banque centrale mais écarté par le statut de la BCE.

---

<sup>22</sup> Michel AGLIETTA, Thomas BRAND « Un new deal pour l'Europe », édition Odile Jacob, Paris 2013, p 177

**CONCLUSION :**

En définitive, l'endettement existe depuis l'antiquité et perdure jusqu'à nos jours sous différentes formes. Les causes de l'endettement sont variées mais la plupart du temps il devient excessif pendant les périodes de guerres et des graves crises économiques que les gouvernements tentent de neutraliser les conséquences néfastes pour la société. Certains économistes remarquent que plus la civilisation évolue plus les besoins augmentent (santé, sécurité, infrastructures...). Ces besoins poussent les États à s'endetter pour le maintien de l'ordre social et du bien être de la population. Les États disposent de plusieurs organismes (banque centrale, le Trésor public parmi les plus importants) pour la conduite de la politique économique afin d'atteindre leurs objectifs.

Le déficit public fait l'objet de controverse depuis la naissance des sciences économiques. Les uns soutiennent la nécessité pour les États de soutenir l'activité économique, les autres nient toute implication de l'État dans l'économie. Les théories contemporaines sont en contradiction sur les solutions à apporter pour résoudre ce débat qui se focalise principalement sur deux axes : la solution budgétaire et celle de la politique monétaire. En effet les keynésiens mettent l'accent sur l'intervention des autorités à travers des déficits budgétaires pour stimuler la demande effective. Selon eux la politique monétaire à un certain seuil devient inefficace. L'économie tombe dans une trappe à la liquidité qui n'encourage pas la consommation. Par contre les monétaristes soutiennent que la politique monétaire est l'essentiel même de l'économie.

En outre les marchés financiers sont devenus un maillon important dans la plupart des économies. L'interconnexion de ces marchés a rendu le phénomène de spéculation exorbitant, ce qui mène à la hausse des remboursements de la dette et des intérêts associés. Ces fluctuations sont à l'origine de nombreuses crises à travers le monde dont la crise de la dette souveraine en zone euro qui met, depuis 2009, la banque centrale européenne et sa politique monétaire dans une situation délicate que nous essaierons d'analyser dans le prochain chapitre.

# **Chapitre II**

**La Zone Euro Et La Crise De La Dette  
Souveraine**

**Introduction :**

Le système monétaire européen prend fin en 1998 avec la création de la zone euro, qui regroupe les pays européens ayant adhéré à la monnaie unique (euro). Considéré comme l'un des modèles d'unification les mieux réussis, la zone euro fait face à une crise « celle de la dette souveraine » à peine une décennie après sa création. Cette crise intervient dans un contexte où l'endettement public est utilisé par les États développés comme une source de financement pour résorber leur déficit public, et où l'épargne est abondante sur les marchés financiers.

L'abondance des liquidités sur les marchés financiers s'explique par la confiance qu'ont les particuliers dans les placements étatiques surtout ceux des pays développés car ils sont appelés les actifs sans risques puisqu'un pays ne peut faire faillite. La crise de la dette souveraine se présente comme un prolongement de la crise des « *subprimes* » même si les deux crises sont différentes de par leurs causes et leurs zones d'impact.

Dans ce chapitre, nous passerons en revue, les étapes de la création de la zone euro et la spécificité de la politique monétaire de son autorité monétaire : la BCE ; puis nous examinerons dans quel contexte la crise des *subprimes* a muté en crise de la dette souveraine.

## Section 1. Fondements historiques et institutionnelles de la zone

La voie de la création d'une institution européenne permettant la stabilité monétaire de l'union se trace à la fin des années 1960, avec l'affaiblissement du système de *Bretton Woods*. Mais cette première tentative des six pays (France, Allemagne, Belgique, Pays-Bas, Luxembourg, Italie) échoue.

Face aux difficultés qu'a connues le serpent européen, l'idée d'un système monétaire apparaît comme la solution inéluctable à la stabilité monétaire de l'Europe. C'est ainsi que le système monétaire européen entre en vigueur le 13 mars 1979, cependant le débat a lieu durant plusieurs conférences comme à Copenhague (7 et 8 avril 1978) à Bruxelles (4 et 5 décembre 1978) il a été voté l'adoption du nouveau système dont les grandes lignes ont été évoquées à Brême (6 et 8 avril 1978). A Paris, le 12 mars 1979, les européens décident sa mise en application d'où son entrée en vigueur le lendemain.

### 1.1 Historique de création de la zone euro

La démarche de la création de l'euro fut longue. Il a été créé sur la base de plusieurs contrats et accords principalement le traité de Maastricht et le pacte de stabilité et de croissance dont nous allons expliquer les détails dans les paragraphes ci-dessous. Ensuite nous allons nous attarder sur l'organisation et les principes de fonctionnement de la BCE (son indépendance)

#### 1.1.1 Le traité de Maastricht

Le 7 mars 1992, 12 pays membres de l'union européenne ont signé le traité de Maastricht qui donne suite au sommet qui a eu lieu en décembre de l'année précédente<sup>1</sup>. Ce traité prévoit la création de la monnaie unique qui serait « l'ECU ». Mais il sera décidé à la conférence de Madrid en 1995 que le nom de la monnaie sera l'euro.

Pour adhérer à la zone Euro les pays ont dû satisfaire un certain nombre de critères de convergence. En effet quatre grands critères sont retenus pour adhérer à l'euro qui sont :

- ✓ le taux d'inflation d'un Etat membre ne doit pas dépasser de plus 1,5% celui des 3 Etats membres ayant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix ;
- ✓ dans la zone les taux d'intérêt ne doivent pas dépasser de plus de 2% de la moyenne de ceux des 3 pays affichant les résultats les meilleurs en matière de stabilité des prix.

---

<sup>1</sup> [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

- ✓ Puisque pour les pays de la zone euro la dévaluation est une mesure sans effet, la dévaluation est exclue et chaque pays doit maintenir un taux de change stable entre leur monnaie nationale et la monnaie l'euro ;
- ✓ La maîtrise des finances publiques est un critère très intéressant ; il s'effectue à deux niveaux :
  - La dette publique ne doit pas dépasser 60% du produit intérieur brut (N-1) ;
  - Le déficit public quant à lui doit être inférieur à 3% du PIB (N-1<sup>2</sup>).

### 1.1.2 Le pacte de stabilité et de croissance

Le système monétaire européen se base sur le serpent et le système de *Bretton Woods* car elle présente un certain nombre de caractéristique que possédaient ceux-ci. Ce système avait comme étalon de référence l'ECU qui tire son nom d'un sigle anglais (*european currency unit*). L'ECU est constitué à partir des monnaies de la communauté. L'ECU devient alors la monnaie officielle de règlement entre les banques centrales. Cependant l'ECU sera remplacé par l'euro.

Le pacte de stabilité et de croissance (PSC) pose des conditions dans lesquels doivent être menées les politiques budgétaires notamment celles des pays de la zone euro, il est donc nécessaire de mettre ce dispositif en évidence et d'expliquer les motifs pour lesquels il a été mis en place.

A l'origine en 1995, le ministre des finances allemand THEO WAIGEL propose un pacte de stabilité appuyé par la France qui insiste sur un objectif de croissance de ce pacte d'où son nom PSC. Ses objectifs sont très précis : les critères budgétaires du traité de Maastricht, une norme de progression de dépenses publiques inférieure à la croissance du PIB et des sanctions automatiques en cas de non-respect (un dépôt non rémunéré). L'objectif est que même après avoir adhéré à la zone, les pays membres s'engagent à une discipline budgétaire stricte.

Finalelement adopté en 1997 à Amsterdam les dispositions de ce pacte peuvent être expliquées ainsi :

Les Etats membres s'engagent permanentement à respecter les critères budgétaires du traité de Maastricht, donc éviter l'excès du déficit budgétaire (supérieur à 3% du PIB) et rapidement corriger les déficits dans le cas échéant. Ces Etats doivent aussi respecter l'objectif d'une

---

<sup>2</sup> Florence Huart , op.cit ; p 154

position budgétaire équilibrée ou excédentaire à moyen terme. Le PSC a deux volets : un volet préventif (surveillance de positions budgétaires nationales) et un aspect dissuasif (processus relatif aux déficits publics excessifs).

Le respect de ces dispositions doit être assuré par la commission européenne.

D'un côté les grandes orientations de politiques économiques (GOPE)<sup>3</sup> lors des conseils européens sont soumises à une surveillance. Les Etats membres sont tenus de soumettre des programmes de stabilités à la commission européenne chaque année en spécifiant les orientations des finances publiques dans le cadre du PSC. De l'autre côté un avertissement est adressé par la commission européenne à l'Etat membre qui risque de dépasser la valeur de référence en matière de déficit (inférieur à 3% du PIB) ou qui a un budget positionné de plus en plus à l'écart de l'objectif à moyen terme. Le conseil décide ou non de sanctionner l'Etat membre ne parvenant pas à corriger ce déficit.

Dans une circonstance de récession économique, il peut décider que le budget n'est pas excessif, même s'il est au-delà de la référence. La récession se confirme lorsque la baisse du PIB atteint les 2%. Lorsqu'elle est entre 0,75% et 2%, la décision tient compte de l'observation de l'Etat membre, qui peut expliquer que la circonstance est exceptionnelle par un caractère soudain ou par une baisse cumulative de la production par rapport à l'évolution constatée antérieurement.

La sanction s'applique uniquement aux Etats de la zone euro sous réserve d'un dépôt non rémunéré. Son montant se décompose en un élément fixe (0,2% du PIB) et en élément variable égale à un dixième de l'écart entre le déficit et la référence de 3% du PIB (le total du dépôt plafonne à 0,5% du PIB). Ce dépôt est converti en une amende dans le cas où l'Etat membre n'a pas corrigé le déficit excessif. Il est constitué en recette du budget européen et repartis entre les membres qui ne sont pas en situation de déficit excessif en proportion de leur part dans le PNB des états membres éligibles.

La banque centrale européenne est mise en place en 1998, mais elle devient opérationnelle en janvier 1999 suite au passage à l'euro.

<sup>4</sup>Cependant le remplacement n'est pas effectué de façon immédiate mais progressive. Les billets et les pièces d'euro sont mis en circulation le 1<sup>er</sup> janvier 2002 mais les billets et

---

<sup>3</sup> F huart, op.cit, p200

<sup>4</sup> Francesco papadia, carlo santini « la banque centrale européenne », édition jouve, paris 1999, p101



La zone euro se constitue à nos jours de 19 pays car ce sont eux qui ont remplacé leur monnaie par l'euro. Ces pays sont :

La France, l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, les Pays-Bas, la Finlande, l'Irlande, le Portugal ; l'Italie ; le Luxembourg après l'adoption par ces pays d'autres ont intégré la zone plus récemment. Il s'agit de la Grèce (2001), la Slovénie (2007), l'Estonie (2011), la Lettonie (2014) et enfin la Lituanie (2015).

De ce fait on se rend compte que ce ne sont pas tous les pays de l'union européenne qui ont intégré la zone euro.

Le système européen des banques centrales est composé de la BCE et des banques centrales des États membres de l'union européenne.

L'euro système quant à elle regroupe la BCE et les banques centrales nationales ayant adopté l'euro.

### **1.2.2 Organisation de la BCE**

La BCE a son siège à Francfort où ont lieu les réunions portant sur sa mission. La banque centrale européenne est la banque des banques centrales nationales mais pas des banques commerciales. Son capital est constitué de l'apport des banques centrales des pays de la zone euro et ces dernières sont les seules à pouvoir souscrire à son capital.<sup>5</sup> La participation de chaque pays se fait en tenant compte de sa population dans la communauté (50%) et sa part dans le produit intérieur brut de la communauté (50%) et on calcule la moyenne. Par exemple si un pays détient 13% de la population de la zone et 11% du produit intérieur brut, sa part serait 12% si on calcule avec la moyenne simple.

---

<sup>5</sup> Francesco Papadia, Carlo Santini, op.cit, p96

Le tableau ci-dessus nous montre la clé de répartition du capital de la BCE par pays.

**Tableau N°04: Clé de répartition du capital de la BCE par pays.**

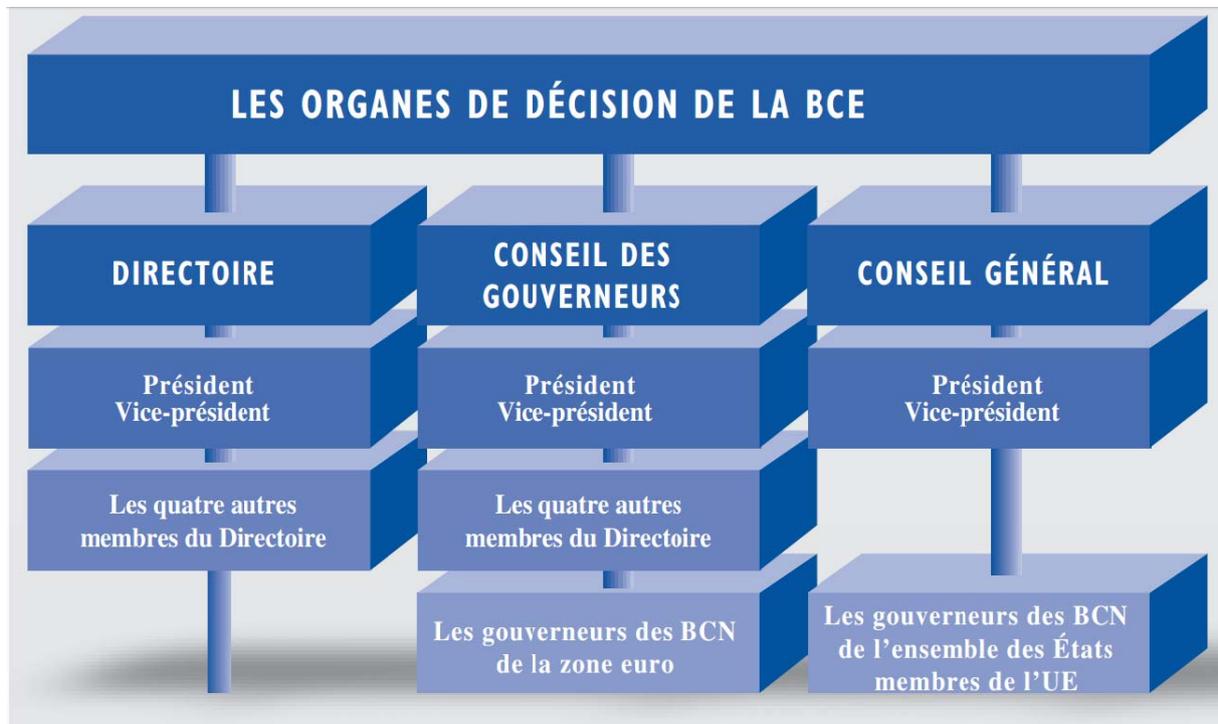
Banque centrale nationale	Clé de répartition du capital (en %)	Capital libéré (€)
Banque nationale de Belgique (Belgique)	3,5%	268 222 025
Deutsche Bundesbank (Allemagne)	25,6%	1 948 208 997
Eesti Pank (Estonie)	0,3%	20 870 614
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (Irlande)	1,6%	125 645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

Source : Emmanuel fourrial « politique monétaire de la BCE pendant la crise » mémoire HEC, 2015 p32

Nous constatons par ce tableau qu'en 2015 la plus grande part du capital de la BCE est détenue par la banque centrale de l'Allemagne et la France qui sont d'ailleurs considérées comme les puissances de la zone euro. Cependant malgré qu'ils soient touchés par la crise l'Espagne et l'Italie ont également une part considérable dans le capital de la BCE (respectivement 12% et 17%).

La BCE est composée de 3 organes de décision : le conseil des gouverneurs, le directoire et conseil général comme nous l'indique le graphique ci-dessous.

**Figure N°02 : Les Organes de décision de la BCE.**



Source : politique monétaire de la BCE, 2004, p 10

L'instance suprême de la BCE est le conseil des gouverneurs, il est composé des 6 membres du directoire et des gouverneurs des banques centrales des 19 pays membres de la zone euro ce sont eux qui prennent les décisions à savoir :

- Adopter les orientations et prendre les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées à la BCE et à l'euro système ;
- Définir la politique monétaire, le taux d'intérêts directeurs et élabore les orientations nécessaires à la mise en œuvre de ces décisions ;
- Elle contrôle également les banques (surveillance prudentielle).

Le conseil se réunit deux fois par mois à Francfort.

La Banque centrale européenne a une deuxième instance qui est le directoire, chargé de :

- Préparer les réunions du conseil des gouverneurs ;
- Mettre en œuvre la politique monétaire la zone euro conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le conseil des gouverneurs

- Donner également les instructions aux banques centrales nationales ;
- assurer la gestion courante de la BCE ;

Le directoire se compose du président, du vice-président et de quatre autres membres. Tous les membres du directoire sont nommés par le conseil européen qui élit à la majorité.

Le conseil général est le 3<sup>e</sup> organe de décision de la banque centrale européenne.

### 1.2.3 La politique monétaire de la BCE :

Comme nous l'avons expliquée dans le chapitre 1 la politique monétaire est un outil de la politique économique au côté de la politique budgétaire. La mise en œuvre de la politique monétaire de la zone euro est un peu plus complexe ; puisqu'elle s'adapte non pas à un pays mais à un ensemble de pays ayant des systèmes économiques et bancaires hétérogènes. Dans la poursuite de son objectif principal qui est la stabilité des prix la BCE fait recours à plusieurs canaux et instruments pour transmettre sa politique.

C'est ainsi que la BCE choisit un système qui se base sur une distinction entre un objectif final, un objectif intermédiaire. Les instruments vont être utilisés pour atteindre l'objectif intermédiaire qui va conduire à la réalisation de l'objectif final. En même temps qu'elle a déterminé son objectif la BCE a déterminé ses « deux piliers » de sa stratégie. La BCE a choisi comme objectif intermédiaire l'agrégat monétaire<sup>6</sup> M3, en admettant que l'agrégat monétaire soit considéré comme un bon indicateur de l'évolution des prix il devient rationnel pour la BCE de choisir cet agrégat comme objectif intermédiaire. Mais en parallèle de cette méthode une autre est utilisée par la BCE, en effet c'est une stratégie visant directement l'objectif final de la stabilité des prix en se basant sur l'évolution par le suivi d'une large gamme d'indicateurs.

L'approche adoptée par la BCE pour l'organisation, l'évaluation et le recoupement des informations pertinentes pour l'analyse des risques pesant sur la stabilité des prix est fondée sur deux analyses : l'analyse économique qui s'articule autour des évolutions économiques et financières et l'analyse des risques qui peuvent en découler et porter atteinte à la stabilité des prix. Le lien existant entre la monnaie et l'inflation explique l'attention que la BCE y accorde d'où l'analyse monétaire approfondie qu'elle effectue. Toute une gamme

---

<sup>6</sup> L'agrégat monétaire m3 est composé de la monnaie fiduciaire des dépôts à vue, des dépôts à termes et les avoirs en devises

d'informations économiques et financières, quantitatives ou qualitatives, fait donc l'objet d'un suivi permettant au conseil des gouverneurs d'apprécier la situation économique de la zone euro. Cette connaissance de multiples déterminants de l'évolution des prix, ajoutée à celle de la variation de la masse monétaire, doit permettre de mener une politique monétaire appropriée à l'aide de divers instruments.<sup>7</sup>

Selon la banque centrale européenne, la pertinence de la bonne compréhension de la politique monétaires est indiscutable, car cette compréhension « constitue une condition indispensable à la mise en place d'une politique approprié, dans la mesure où elle permet de déterminer l'ampleur et le rythme des mesures de politiques monétaires nécessaire au maintien de la stabilité des prix.

Le mécanisme de la transmission mis en évidence par la banque centrale européenne comporte 2 phases :

- Dans un premier temps, les variations des taux directeurs entraînent des changements dans les Conditions prévalant sur les marchés des capitaux en l'occurrence les taux de marché, les prix des actifs, les taux de change et les conditions générales de liquidité et de crédit dans l'économie.

La structure économique de la zone euro s'est transformée en un grand marché des capitaux. En outre « la politique monétaire européenne est influencé par les autres décisions économique, par son environnement et par sa propre action et ces résultats ».

Il faut prendre en considération les délais assez long, variables et incertains en ce qui concerne les mécanismes de transmissions. Dans la première phase « le degré de la concurrence, la liquidité des marchés et les potentialités d'arbitrage entre les différents instruments financiers influenceront directement l'interconnexion entre les marche des capitaux et celui des actifs ».

- Dans la seconde phase, les changements induisent par conséquent, des modifications dans la dépense monétaire des ménages et des entreprises en biens et services. Dans le long terme ses modifications nominales n'ont pas d'impact sur l'économie réel, mais seulement sur le niveau général des prix. En revanche à court

---

<sup>7</sup> GILLES JACOB « L'EUROPE MONETAIRE » EDITION ARMAND COLLIN, paris janvier 2006, P 169

terme elles sont susceptibles d'affecter l'activité économique. Son ampleur dépend des rigidités nominales et en générale du niveau de flexibilité de l'économie. Toujours dans le cadre de la phase 2 les composantes de la dépense ne sont pas affectées de la même manière et au même moment pour motif des structures économiques et financières.

#### 1.2.4 Indépendance de la BCE

Cette indépendance est institutionnelle, financière et fonctionnelle, Le traité sur l'union européenne signé à Maastricht indique que la BCE doit être indépendante du pouvoir politique. Le principal argument de cette obligation tient au fait que la solidité de la monnaie unique dépendra largement de la capacité de la BCE de limiter l'inflation en Europe, notamment en fixant les taux d'intérêt sans subir de pression de la part du pouvoir politique.

La BCE doit ainsi pouvoir gérer la monnaie unique de manière indépendante<sup>8</sup>. L'indépendance institutionnelle réfère à l'article 107 du traité. Cet article établit l'autonomie de la banque par rapport aux gouvernements des Etats membres ainsi que des institutions et organes communautaires. En effet il prévoit que ni la banque centrale européenne, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décisions, dans l'exercice de leurs fonctions, ne peut solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des Etats membres, ou de tout autre organisme<sup>9</sup>). Selon le même article, les gouvernements et les autres organes communautaires sont tenus de respecter l'indépendance de la banque. Pour ainsi dire que la BCE ne reçoit d'instructions d'aucun pouvoir extérieur, mais aussi tous les membres de ses organes exercent leur fonction en toute indépendance. Aucun membre ne peut être relèvé de ses fonctions que pour faute grave et par décision de la cour de justice européenne.

L'indépendance financière signifie que la banque centrale européenne, dispose de son propre budget pour ses dépenses, quelle gère à partir de ces recettes. Cette indépendance financière a pour but de donner à la BCE la liberté d'orienter ses recettes à l'exécution de ces activités sans passer par une quelconque entité. Cela permet d'éviter les interférences entre la gestion de la BCE et celles des institutions communautaire.

La BCE dispose également d'une indépendance fonctionnelle pour la réalisation de son objectif principale qui est la maîtrise de l'inflation dans le cadre de sa politique monétaire

<sup>8</sup> .Gilles Jacoud, op.cit, p 61 à 62

<sup>9</sup> Francesco PAPADIA, Carlo SANTINI « La Banque Centrale Européenne » paris, février 1999, p 36 à 37

comme définie dans l'article 105. Cet article identifie parmi les tâches assignées à la BCE la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire de la communauté.

## Section2 : Causes et manifestations de la crise de la dette souveraine

Dans cette partie nous tenterons d'exposer la crise des obligations d'Etat (dette souveraine au sein de la zone euro). Eclaté à partir de 2009 lié aux répercussions de la crise des « *subprimes* » partie des Etats-Unis entre 2008 et 2009, cette crise a aussi d'autres causes dont nous ferons état avant de faire une description de ses manifestations à travers la zone euro.

### 2.1 Les causes de la crise souveraine

Les causes de la crise souveraine sont multiples. Parmi celles-ci nous allons essayer d'expliquer les principales qui sont les déséquilibres économiques et la crise des *subprimes*

#### 2.1.1 Les déséquilibres économiques

L'adoption d'une monnaie et d'une politique monétaire uniques empêche les pays de la zone euro de dévaluer ou de laisser se déprécier les cours de change (stimuler les exportations) ou de modifier les conditions de financement de l'économie en agissant sur les taux directeurs. Pour amortir un choc économique défavorable, les pays membres de la zone euro disposent de deux choix : soit laisser jouer les mécanismes de marché (baisse des prix et des salaires, mobilité des facteurs de production) soit faire recours à la politique budgétaire, pour autant que la situation des finances publiques le permette.

Là également, deux problèmes se posent<sup>10</sup> : la baisse des prix et des salaires entraînerait des conséquences sociales négatives et le manque d'un budget fédéral européen constitue une limite à l'intervention budgétaire. En outre, les disparités conjoncturelles et structurelles au sein de la zone euro font que la politique monétaire unique de la BCE ne peut pas convenir à tout le monde. En effet, sur le plan conjoncturel, pour les pays qui avaient des taux d'inflation plus élevés, l'adhésion à la zone s'est traduite, dans les années 1990, par une forte diminution des taux d'intérêt nominaux et réels, contribuant à un fort accroissement de la demande interne et des tensions inflationnistes (Irlande, Espagne, Grèce notamment).

Ajoutons que les divergences économiques entre les pays membres ne sont pas totalement imputables à la politique monétaire unique, mais également aux politiques

---

<sup>10</sup> F huart ,op.cit, p 243

budgétaires nationales, aux réformes structurelles, aux processus de rattrapage économique, aux facteurs qui influencent la compétitivité des économies, et surtout des facteurs traditionnels expliquant la croissance du revenu par habitant et la croissance du PIB. L'union monétaire n'a pas réduit les divergences économiques réelles des pays, pour autant elle n'est pas à l'origine des faiblesses structurelles des pays dont la croissance économique est devenue faible (Portugal).

Ensuite « la dispersion des taux d'inflation des pays de la zone euro (écart par rapport à la moyenne) a fortement diminué depuis 1990 » ; elle est passée de 3% à 0,7% entre 1999 et 2007 (après l'entrée en vigueur de la zone et avant la crise financière de 2008-2009), le taux d'inflation moyen est le plus faible en Allemagne et elle subi les taux d'intérêt réels les plus élevés alors que le contraire se produit en Irlande, en Espagne, en Grèce et au Portugal à la même période.

En Irlande les taux d'intérêt réels ont été négatifs et nuls en Espagne. Il est donc compréhensible que dans ces pays l'endettement public ait beaucoup augmenté. Les conditions monétaires favorables ont permis à ces pays d'enregistrer les taux de croissance les plus élevés de la zone euro (sauf le Portugal) contrairement à l'Allemagne et à l'Italie où les taux de croissance sont les plus faibles.

En Allemagne c'est parce qu'il a fallu du temps à l'économie pour ressentir les effets des réformes structurelles sur la compétitivité après que le modèle de croissance a été remis en cause suite à la réunification.

Il existait également des déficits extérieurs (déséquilibres extérieurs) dans certains pays membres de la zone euro qui peuvent s'expliquer par :

- une perte de compétitivité prix due à une forte demande globale (canal des taux d'intérêt réels supra) ou à des difficultés du côté de l'offre de biens (coût de production élevé),
- un besoin de financement de la nation qui découle du secteur privé (l'épargne des ménages n'est pas suffisante pour financer l'investissement privé) ou du secteur public (déficit public)

On peut justifier ces éléments dans un premier temps par la croissance des coûts salariaux nominaux plus élevée que celle la productivité du travail en Irlande, en Espagne, au

Portugal et en Grèce sur la période 1999-2007 .En termes réels, les coûts salariaux unitaires ont baissé, mais moins dans ces pays que le reste de la zone euro (sauf en Espagne). « On remarque qu'en Allemagne les coûts salariaux unitaires ont baissé en termes nominaux et encore plus en termes réels<sup>11</sup>.»

La compétitivité prix d'un pays est le rapport des prix relatifs de ce pays vis-à-vis de ses principaux partenaires commerciaux (taux de change réel effectif). Au sein de la zone monétaire c'est simplement le rapport entre les pays membres étant donné qu'ils ont une monnaie unique. Dans ce cas la perte de compétitivité prix est à la fois une fonction de croissante du rapport des prix relatifs et du taux de change nominal de l'euro contre les devises étrangères. En effet de 1999 à 2009, l'Italie l'Espagne et la Grèce ont été confrontées à des pertes de compétitivité de l'ordre de 28%, 18% et 16% vis-à-vis des autres pays de la zone euro (parmi les 12) .L'appréciation est encore plus forte à un groupe de 36 pays(41% , 30% et 25% respectivement) partiellement en raison d'une appréciation nominale effective de l'euro .

Notons que la perte compétitivité prix d'un pays peut être contrôlée grâce à la stratégie des exportateurs de biens et services réduisant leurs marges de profit, ce qui à terme réduit la capacité à investir. Il paraît que l'Irlande n'a pas subi de perte de compétitivité sur cette période malgré le mécanisme de taux d'intérêt réel supra .C'est parce que la compétitivité par rapport à des pays ayant des évolutions de prix et de coûts plus désavantageuses que celles de l'Irlande, parce que les taux de change réels se mesurent par des indices de prix (du PIB ou à la consommation), donc il y a une perte de compétitivité.

D'autre part, les facteurs des déficits extérieurs peuvent perçus être en utilisant des identités en économie ouverte dont les principales sont :

$$Y = C + I + G + X - IM \quad (1)$$

$$R = Y + RnRdm \quad (2)$$

$$Y = C + S + T \quad (3)$$

Avec Y le PIB, IM les importations, la consommation des ménages I l'investissement ; dépenses publiques ;X les exportations de biens et services ;R le PNB ;RnRdm les revenus nets reçus du reste du monde ;T les impôts (nets des prestations sociales reçues) et S l'épargne L'équation (1) est l'identité ressources – emplois :l'offre. De biens et services domestiques (Y) et importés (IM) sert à la demande de biens et services (C + I + G + X).

<sup>11</sup> F HUART, op.cit, p 254

L'équation (2) représente le revenu national en économie ouverte : le PNB est égal à la somme du PIB et des revenus des facteurs de production qui sont utilisés à l'étranger et qui sont rapatriés (moins les revenus des facteurs versés au reste du monde).

L'équation (3) est l'utilisation du revenu disponible (Y-T) entre la consommation et l'épargne.

En combinant les équations (1) et (2) nous obtenons

$$R = \underbrace{C+I+G}_A + \underbrace{X-IM+RnRdm}_{BTC}$$

$$R-A = BTC$$

Si  $BTC < 0$  c'est-à-dire  $R < A$  signifie que le pays dépense plus qu'il ne gagne donc il emprunte au reste du monde (un déficit extérieur).

Si  $BTC > 0$  c'est-à-dire  $R > A$  (un excédent) le pays dépense moins qu'il ne gagne donc il prête au reste du monde.

La combinaison des équations (1) et (3) donne

$$C+S+T=C+I+G+X-IM$$

$$(S-I)+(T-G)=X-IM \quad (5)$$

Le déficit extérieur d'un pays peut s'expliquer par plusieurs raisons :

- un besoin de financement du secteur privé consécutif à une diminution de l'épargne S ou à une augmentation de l'investissement I (conditions de financement plus favorables en zone euro) et ce besoin n'est pas absorbé par un excédent du secteur public ( $T-G > 0$ )
- un besoin de financement du secteur public ( $T-G < 0$ ) non compensé par un excédent du secteur privé ( $S-I > 0$ )
- les deux secteurs ont un besoin de financement ( $S-I < 0$  et  $T-G < 0$ ).

L'application de cette analyse sur la période 1999-2007 à l'Espagne montre qu'elle eut un déficit de la BTC croissant malgré ses excédents publics, ce parce que le taux de l'épargne privé a diminué et le taux d'investissement privé a augmenté. Les déficits de la BTC sont supérieurs à 10% du PIB en Grèce depuis 2000 et au Portugal depuis 2005. Cette situation se

traduirait par une forte inflation importée et par des difficultés à contracter des prêts en euros depuis 1999. En Grèce les déficits publics ont augmenté suite à l'accroissement des déficits de la BTC à l'inverse de l'Allemagne qui a eu des excédents de la BTC entre 1999 et 2007 en raison d'une augmentation du taux d'épargne et d'une diminution du taux d'investissement privé.

A l'instar des déficits publics qui accroissent la dette publique les déficits de la BTC entraînent un endettement croissant vis-à-vis du reste du monde. En effet la position financière internationale nette est négative en Grèce, en Espagne et au Portugal : la dette extérieure nette est même supérieure à 100% du PIB<sup>12</sup>.

Une étude de la commission européenne montre un endettement extérieur net de 58% du PIB en Irlande en 2008.

Enfin il est important de noter que plusieurs pays sont entrés dans la zone euro avec des déficits et des dettes publiques proches des références de Maastricht et du PSC, et depuis le ralentissement de 2001-2003 certains ont connu des déficits publics excessifs. Pour cause d'une augmentation des dépenses publiques en Grèce et d'une faiblesse de la croissance économique potentielle au Portugal, ces deux pays avaient des positions budgétaires déjà fragiles avant la crise financière. La situation des finances a été fragilisée en Espagne et en Irlande en raison des plans de relance budgétaires et des soutiens au secteur bancaire. Il convient de signaler que les déficits budgétaires concernent aussi les ménages, dans certains pays, ont eu un endettement croissant dans les années 2000. Par exemple de 1999 en 2009 l'endettement des ménages a quintuplé en Grèce et doublé en Italie, en Espagne et en Irlande

### 2.1.2 La crise des « *subprimes* »

De façon chronologique la crise des « *subprimes* » aux États-Unis s'est répercutée sur le marché interbancaire de la zone euro dès l'été 2007. Le manque de sauvetage de la banque d'investissement *Lehmann Brothers*<sup>13</sup> ayant entraîné sa faillite a donné de l'ampleur à cette crise. La méfiance s'est généralisée quant à la qualité des bilans bancaires. Le crédit bancaire est extrêmement réduit en conséquence des difficultés de l'emprunt sur le marché interbancaire. Ainsi la crise financière a muté en crise économique, la réduction du crédit ayant conduit à une baisse de l'activité économique. Les interdépendances économiques, financières et monétaires internationales ont rendu la crise mondiale. Les banques centrales ont

<sup>12</sup> F HUART, op.cit, p257

<sup>13</sup> Banque américaine ayant fait faillite lors de la crise des subprimes

réagi en réduisant leur taux directeur à des niveaux très bas (1% dans la zone euro et 0,25% aux Etats-Unis) en prêtant aux banques les liquidités nécessaires à leurs activités. La BCE a également soutenu les gouvernements dans leurs interventions en achetant des obligations d'Etat sur le marché secondaire. Cette pratique n'est ni plus ni moins qu'une subtilisation du principe <sup>14</sup>« pas de monétisation de la dette publique ». En outre, en 2008, 27% du PIB mondial auraient été injectés pour sauver le système financier international, ce qui accroît excessivement les dépenses de l'Etat.

Ces interventions gouvernementales sont effectuées dans les politiques budgétaires à travers des plans de relance ou les garanties au profit du secteur bancaire. Cela a creusé un déficit excessif dans le budget de la plupart des pays notamment ceux de la zone euro.

La crise de la dette souveraine peut être définie par deux étapes :

« Une augmentation des coûts de refinancement d'un état : le poids de la dette s'alourdi et la soutenabilité de l'endettement diminue.» L'augmentation de la dette publique entraîne un accroissement du service de la dette (intérêt à verser).

« Le refus de prêt des marchés financiers à un Etat ; ce qui engendre l'insolvabilité de cet Etat et son incapacité à honorer ses échéances de remboursement. »

## **2.2 La manifestation de la crise souveraine**

### **2.3.1 Eclatement de la crise**

La crise de la dette de la zone euro éclate à l'automne 2009 quand s'annonce pour la deuxième reprise la falsification des comptes publics en Grèce après l'épisode de 2004. La crise de la dette publique grecque entraîne, à cause des hésitations des pays membres à reconnaître le défaut de paiement de la Grèce et de leur intervention tardive pour la renflouer. Un climat sceptique vis-à-vis de la zone euro s'installe.

Ainsi en 2010 la dette publique brute de la Grèce est évaluée à 329 milliards €. Fin avril 2010, elle demande officiellement une aide de 30 milliards €. En 2011, les difficultés s'aggravent, car les tentatives de réduction des déficits publics de la Grèce et ses engagements à honorer ses échéances sont considérés comme insuffisantes. Par conséquent, la zone euro et le FMI tardent à verser une nouvelle tranche du prêt de 110 milliards € (constitué de 30 milliards du FMI et des prêts bilatéraux de chaque pays membre de la zone euro) convenu

<sup>14</sup> André grebine « La dette publique et comment s'en débarrasser » ; presse universitaire de France ; paris ; 2015 ; p89 à 90.

sur trois ans en plusieurs tranches. Il faut noter qu'en 2010 la croissance a repris dans la zone euro excepté certains pays membres en situation économique aggravé

### 2.3.2 Réformes PSC

Le PSC a rencontré certaines difficultés lié à son application : soit jugé de manque de souplesse pour permettre une stabilisation de politique budgétaire soit les critères des finances publics sont arbitraires, soit l'attention se concentre sur le déficit public au détriment d'une analyse exhaustive de l'endettement public.

Partant de là, Florence HUART <sup>15</sup> affirme l'inefficacité du PSC à cause de son manque de flexibilité et de crédibilité en faisant allusion à la déclaration du président de la commission européenne Romano PRODI, « le PSC est une instrument imparfait et manquant de flexibilité et stupide comme toute les décisions qui sont rigides ». Cette argumentation s'appuie sur l'entrée de plusieurs pays dans la zone euro avec des déficits publics un peu au-dessous de la valeur de référence. Par la suite, certains pays ont même adopté des « comportement déviants » : manipulation des statistiques des comptes publics, recours à des mesures temporaire ou exceptionnelles faisant apparaître de bons chiffres ou la présentation des programmes de stabilité avec des objectif budgétaire fondé sur des prévisions de croissance économique manifestement trop optimistes.

En effet les recours temporaires et exceptionnelles peuvent s'expliquer par l'appel aux expédients comptables : à partir de la fin des années 1990 et dans les pays de l'union européenne l'optimisation comptable fut pratiquer à travers les expédients comptable varié contestable parfois, mais non frauduleux (sauf en Grèce). A titre d'exemple on a comme expédients <sup>16</sup>:

Les soultes qui « sont des sommes verser par une entreprise public a l'Etat (à un ODAC en France) en compensation de la décision de rattacher le régime de retraite des salariés de l'entreprise au régime du droit commun (dans la perspective d'une privatisation de l'entreprise) ». En d'autres termes l'Etat verse désormais aux retraités de l'entreprise leurs pensions. C'est une recette à court terme réduisant le déficit public mais elle représente des dépenses publiques futures.

---

<sup>15</sup> F huart, op.cit, p 201-202

<sup>16</sup> Idem, P243

Soulttes France télécom en 1997 (0,45%) du PIB et soulttes EDF-GDF en 2005 (0,49% du PIB) en France, soulttes BELGACOM (1,2% du PIB) en 2003 en Belgique.

Cette opération ne peut être considérée comme une bonne gestion des comptes publics si le taux d'actualisation sous-estime le montant des pensions futures.

Ventes d'or, impôt remboursable (eurotaxe) et titrisation des revenus futures en Italie. L'Etat italien serait allé jusqu'à titriser les recettes futures d'impôt sur le revenu. Ce qui implique moins de recettes fiscales plus tard puisque l'état les versera à ces créanciers, une mauvaise situation future de finances publiques.

Vente de licence de téléphonie mobile UMTS (technologie de 3ème génération) dans plusieurs pays de l'union européenne : en 2000 en Allemagne (2,5% du PIB) au royaume unis (2,4% du PIB) AU Luxembourg (2%) EN Italie (1,2%) au pays bas (0,7%), en Autriche (0,4%) au Portugal (0,3%) et en Espagne (0,1%) ; en 2001 en Grèce (0,4%), en Belgique (0,2%) au Danemark (0,2%), en France (0,1%) ; en 2002 en Irlande le déficit public en soit importe peu pour le bon fonctionnement de l'union monétaire, mais plutôt l'évolution de la dette publique.<sup>17</sup> Il est donc primordial de savoir si le déficit est conjoncturel ou issue de politiques discrétionnaires des gouvernements.

Enfin, la procédure relative aux déficits excessifs n'a pas été crédible. L'interprétation du déficit relevant d'une décision politique, le conseil ECOFIN décide à courte majorité le 25 novembre 2003 de suspendre la procédure à l'encontre de l'Allemagne et de la France et donc de ne pas les sanctionner.

Suite à ces disfonctionnements, le conseil européen a dû adopter une réforme du PSC en 2005 pour améliorer sa mise en œuvre. Pour le volet préventif tout en maintenant les critères budgétaires de Maastricht, les Etats membres doivent respecter de nouveau engagement tel que diminue les soldes budgétaires structurels hors mesures temporaires et exceptionnelles au minimum de 0,5% du PIB, une amélioration plus forte pendant les bonnes périodes, l'objectif budgétaire à moyen terme dépend d'une marge de sécurité calculée pour diminuer le risque que le déficit dépasse 3% du PIB que la dette publique n'atteint pas les 60% du PIB et de la croissance du PIB potentiel.

Pour le volet dissuasif une redéfinition des circonstances exceptionnelles tient compte d'un ralentissement économique prolongé. L'évaluation d'un déficit excessif doit être globale

---

<sup>17</sup> F huart, op.cit,P152 ET 153

et inclure des éléments pertinents tels que : croissance potentiel, conditions cycliques, réformes structurels, contribution au budget européen etc. Une année supplémentaire est accordé aux états pour corrigés les déficits publics excessifs.

En 2011, des amendements ont été apportés aux textes du PSC dont les aspects sont précisés par la commission européenne. Pour le volet préventif deux piliers déterminent la poursuite de l'objectif budgétaire à moyen terme spécifique à chaque Etat membre le premier pilier reste la réduction du déficit publics structurels de 0,5% du PIB par an. LE second pilier indique que la croissance des dépenses primaires devrait rester inférieur à la croissance du PIB potentiel à moyen terme.

La principale nouveauté du volet dissuasif est que la baisse de l'excédent de la dette publique au-dessus de la valeur de référence (dette public / PIB inférieur ou égale à 60%) sera jugé suffisante si elle atteint au minimum 5% pendant les 3 dernières années « pourvu que le déficit soit à un niveau compatible (3% du PIB) avec une stabilité de ce ratio 60%.

### **2.3.3 Cessation de paiement de l'Etat grecque :**

Au cours du sommet Deauville en octobre 2010, l'insolvabilité de la Grèce était devenue une évidence pour les pays membres de la zone. Mais par crainte de voir la stabilité du système troublé la BCE ne l'acceptait pas. En mai 2010 la Grèce bénéficie d'une aide de 110 milliards d'euro (80 milliards fournis par le FMI et 30 milliards fournis par la BCE) pour son premier plan de sauvetage cette aide est accompagnées de mesures drastiques (hausse des taxes, libéralisation de l'économie, réformes de retraites etc....).

La situation économique de la Grèce se détériore, la dette continue d'augmenter et le pays est plongé dans une grande récession. Les européens se rendent compte que la Grèce ne pourra pas passer par les marchés financiers pour se financer, en mi-juin les taux à dix ans atteignent 15%, après que l'agence de notation standard and poor's a dégradé encore une fois la note grecque lui donnant un CCC. Le pays se retrouve enfoncé dans la crise et de nombreux suicides et violences éclatent un peu partout à travers la Grèce. Le bilan grecque est alarmant, en fin 2011 le taux de chômage atteint 19%, le PIB connaît un recul de 6% et les taux à dix ans sont en septembre 2011 à 25%, les titres étatiques étaient vendus aux plus offrant et l'austérité ne cesse de grandir.

Les recettes fiscales réduites ont freiné la résorption du déficit budgétaire et élevé les ratios d'endettement. Pour soutenir les plans d'ajustements structurels, l'Etat grec lance un

programme d'ajustement structurel de 50 milliards d'euro. La récession s'aggrave en Grèce et la maîtrise de la dette devient de plus en plus difficile à cause de l'évasion fiscale, les retards dans le programme de privatisation.

En janvier 2012 alors que les taux à dix atteignaient 35% et les mesures drastiques ayant étouffé l'économie de creuser de nombreux sociaux, poussant la Grèce à faire appel à un nouveau plan de sauvetage. Ce plan va mobiliser 130 milliards d'euro fournis par les gouvernements européens et un effacement de la dette de 107 milliards d'euro de la dette privée soit une perte de 53,5% sur les obligations.<sup>18</sup> Le 9 mars la Grèce est devenue depuis la seconde guerre mondiale le premier pays développée à faire défaut sur la dette publique. La dette de la Grèce est devenue une priorité pour la BCE, l'Allemagne a exigé que le service de la dette Grèce ait une priorité sur toute autre dépense de l'Etat grec. Les plans de sauvetage qui avaient pour objectif de réduire l'endettement du pays ont enfoncé la Grèce encore une fois en 2015, la Grèce est en incapacité de rembourser le FMI. La Grèce fait un deuxième défaut.

En France fin 2010, la dette publique brute atteint 1591 milliards € soit 82% du PIB<sup>19</sup>, ce qui dépasse largement la référence du traité de Maastricht et du PSC.

### 2.3.4 Le rôle aggravant des agences de notations

Il est reproché aux agences de notations d'avoir subitement dégradé en 2011 la note des obligations d'Etats de la plupart des pays de la zone euro provoquant ainsi une panique générale dans l'ensemble du système monétaire européen. A titre d'exemple la standard & Poor's sur la perte du triple A français le 10 novembre 2011 et encore baisse le 5 décembre 2011. A peine quelques heures du sommet franco-allemand au sujet de résolution de la crises standard & Poor's plaçait la note de 15 pays de la zone euro sous surveillance négative.

Le 13 janvier 2012, la diminution de la note de 9 pays de la zone euro par standard & Poor's a également illustré un problème de certaines agences concernant la révision de leurs notes. D'une part, la dégradation de la note de la France est survenue quand le marché obligataire paraissait s'être stabilisé depuis début 2012. D'autre part, celle de l'Italie et de l'Espagne semble ne pas avoir tenu compte des efforts de consolidation fournies par celles-ci

<sup>18</sup>J ADDA « la mondialisation de l'économie », collection grand repère paris, mai 2012, p 304.

<sup>19</sup>F HUART ,op.cit p 208

depuis l'été 2011 et des placements plutôt réussis des titres d'Etats italien et espagnol le 12 janvier 2012 soit la veille de cette dégradation<sup>20</sup>.

### 2.3.5 La BCE a l'heure de la crise :

Emmanuel FOURNIAL déclare que « 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 »<sup>21</sup>. En effet, la BCE étant une institution supranationale, avec un pouvoir assez étendu, elle profite de la scène politique européenne. En augmentant son pouvoir et son champ d'action, la BCE rend les Etats membres faibles. Ceci car depuis sa création, les Etats ne peuvent plus utiliser la politique monétaire comme levier et réduire leur endettement. De plus avec la création du mécanisme de supervision unique qui lui donne la responsabilité de supervision des 126 plus grosses banques de la zone euro à l'exception de celles de l'Allemagne.

*« Le double mouvement de la politique consiste en une volonté de la BCE d'extension de ses compétences et de son influence au-delà de la sphère politique monétaire tout en protégeant son image originale d'organisation orthodoxe »*<sup>22</sup>. Les compétences de la BCE ont en effet beaucoup augmenté au court de cette crise. Mais elle a rempli une fonction qui lui est propre celle de prêteur en dernier ressort et de stabilisateur des marchés comme nous le verrons dans le chapitre suivant qui explique les politiques monétaires de la BCE lors de la crise.

Désormais les décisions de la BCE sont attendues avec impatience même si de nombreuses critiques lui sont adressées quant à sa réaction face à la crise. La principale critique adressée à la BCE reste sa politique budgétaire restrictive et le taux de change fort de l'euro sur les marchés de change. En effet les pays n'ayant pas les mêmes situations économiques à l'adhésion à la zone euro, l'atteinte du déficit budgétaire imposée peut être compliquée pour certains pays. L'euro réduirait la compétitivité des pays à travers son taux de change, pour une économie grande exportatrice, perte de compétitivité signifie réduction de recettes, sous-investissement, baisse de la croissance.

Au côté de la BCE une autre grande puissance est apparue, ce n'est autre que l'Allemagne. Considérée comme une naine politique auparavant, l'Allemagne est devenue

<sup>20</sup> Banque de France, documents et débats « Le rôle des agences de notation dans la crise de l'endettement souverain », p 37

<sup>21</sup> Emmanuel Fournial « la politique monétaire de la BCE pendant la crise ». P19

<sup>22</sup> Clément FONTAN « Une institution politique à l'épreuve de la crise : la banque centrale européenne dans l'union économique et monétaire (aout 2007-janvier 2012) », thèse de doctorat, université de Grenoble p18

l'un des pays les plus importants en matière de décision dans la zone euro. Tout d'abord, il faut savoir que la stratégie économique de la zone euro est d'inspiration allemande car la désinflation et surtout la rigueur budgétaire sont les principes de gestion allemande.

Et aujourd'hui grâce à sa relative prospérité, l'Allemagne est devenue le modèle à suivre puisque sa performance est meilleure que celle des autres pays. Le pouvoir de l'Allemagne dans les décisions de la BCE fait l'objet de nombreux débats d'ailleurs, car certains affirment que ce sont les pays comme l'Allemagne ou la France qui exercent un pouvoir sur la BCE. Cette question a d'ailleurs lieu d'être ; puisque l'Allemagne a réussi à faire échapper ces banques aux contrôles de la MSU en avançant l'argument de l'intérêt du commun est prioritaire à l'individuel en ce sens que les autres ont plus de difficulté par rapport à elle. Cependant, les dernières décisions prises par la BCE ne sont plus partagée par l'Allemagne

**Conclusion :**

Lorsque survient la crise de la dette souveraine, nulle n'était capable de s'imaginer quelle persisterait jusqu'à nos jours. Les pays de la zone euro après s'être endettés lourdement pour le sauvetage des banques au cours de la crise des *subprimes* ont vu leurs notes se faire abaissés par les agences de notation. Ce qui a poussé les spéculateurs à spéculer contre les pays de la zone, ces derniers perdant ainsi leur crédibilité sur les marchés financiers et surtout ne trouvant plus d'acheteurs pour leurs titres parce que désormais considérés comme risqués. C'est la mutation de la crise des *subprimes* en crise des dettes souveraines. En parallèle, il existe des déséquilibres économiques un peu partout en zone euro.

La crise révèle une faille dans la politique monétaire de la BCE qui est considérée comme rigide mais surtout qui ne tient pas compte des réalités différentes des économies. Certains pays comme la Grèce ou l'Italie ne bénéficient pas de la diversification car leur économie axée sur un seul pôle.

La réduction du déficit à tout prix passant par les restrictions budgétaire, c'est ce qui a plongé la zone dans une récession énorme. Le chômage augmente, l'impôt aussi, l'âge des retraites rallongé, la croissance stagne, la déflation s'installe, il s'en suit des troubles sociaux profonds. La Grèce fut un cas spécial avec deux défauts de paiement en seulement trois ans.

Pour, les économistes, un géant comme la BCE est devenue la puissance incontournable de la zone. La crise a effectivement permis à la BCE d'étendre sa popularité et surtout d'imposer les idées qu'elle a toujours défendues. La BCE dont les décisions ne font pas forcément l'unanimité met néanmoins tout en œuvre pour sortir ces pays membres de la crise. Nous allons voir dans le chapitre qui suit quelle a été la politique monétaire de la BCE pendant la crise.

# **Chapitre III**

**La Politique Monétaire De La BCE Pendant  
La Crise**

### Introduction :

Depuis la crise des *subprimes*, l'économie mondiale a connu de profondes récessions. Cependant l'économie de la zone euro fut la plus touchée et connaît la crise de la dette souveraine provoquant déflation, chômage, sous-investissement, quasi-nulle et même défaut de paiement (la Grèce), mais aussi de profonds troubles sociaux sont provoqués par l'austérité et les restrictions budgétaires. La base de la politique monétaire de la BCE étant la stabilité des prix, une déflation est considérée comme le nouveau problème à résoudre, par ricochet les stratégies de désendettement des agents économiques au sein de la zone. Il a fallu à la BCE d'agir sur d'autres indicateurs monétaires pour faire face à la réduction de ses marges de manœuvre du côté des taux directeurs étant déjà à des niveaux très bas. En plus, elle va s'appuyer également sur son bilan par l'achat de titres publics et privés sur les marchés secondaires et changer de façon drastique sa stratégie de communication en rendant sa politique plus lisible.

Pour réduire le dysfonctionnement des principaux mécanismes de transmission de taux ; la BCE va mettre en œuvre un certain nombre de stratégies

Comment la BCE a renouvelé et adopté la conduite de sa politique pour faire face à la crise de la dette souveraine?

La politique monétaire conduite par la BCE pendant la crise de la dette souveraine a-t-elle été efficace ?

Dans ce chapitre nous allons examiner les points suivants : la baisse des taux directeurs de la BCE liée à l'offre de monnaie, le *forward guidance*, le *quantitative easing*, ainsi qu'une analyse de l'efficacité des différentes modifications sur l'économie de la zone.

## Section 1 : La remise en cause de la politique monétaire de la BCE et les taux d'intérêt directeurs

Les taux d'intérêts d'une économie sont traditionnellement guidés par les taux directeurs de la banque centrale. Elle les relève dans le cadre de la lutte contre l'inflation et les baisses pour soutenir l'activité économique et les prix. Or, l'aversion d'une déflation infernale s'est énormément intensifiée ces dernières années. En effet, depuis 2013, le taux d'inflation a fortement diminué en zone Euro et se situe à des niveaux proches de 0% en combinaison de taux de chômage et de chute du prix du pétrole. Alors, pour lutter contre une baisse durable des prix poussant les agents économiques à reporter leurs dépenses de consommation et d'investissement. Compte tenu des fondamentaux économiques, le taux de refinancement de la BCE devrait être négatif depuis 2013. Mais du fait qu'elle n'est pas censée financer les banques commerciales à taux négatif la BCE s'est dotée d'une panoplie d'investissements de politique monétaire dont :

### 1.1 Remise en cause la doctrine monétaire de la BCE

Il est nécessaire que les banques centrales soient pragmatiques dans leur mission qui a des directives antagoniques (*double bind*). Face à cette crise redoutable du capitalisme leurs décisions sont prises à la hâte tout en essayant de limiter les pertes successives dans les systèmes bancaires en se chargeant dans ce contexte de crise de rétablir la stabilité générale de systèmes financiers<sup>1</sup>.

Le monétarisme est « fondé sur l'affirmation de la neutralité de la monnaie vis-à-vis de l'ensemble des prix relatifs, prix des actifs financiers et non financiers inclus ». L'unique préoccupation de la politique monétaire reste la valeur de la monnaie (ou de son inverse, le niveau général de prix). C'est le premier commandement de la religion monétaire : « un objectif (la cible d'inflation), un instrument (le taux d'intérêt) ». Ce dogme est complété par un second, celui de l'efficacité économique de la finance aboutissant à une seconde neutralité : l'allocation optimale de l'épargne est indépendante des structures financières, elle dépend uniquement des prix relatifs des actifs financiers. Ces deux neutralités hypothétiques conduisent de concert à la convention de la politique monétaire : maintenir la valeur de la monnaie, donc impérativement respecter une cible d'inflation<sup>2</sup>, définie sur un indice statique des prix qui, en effet, est véritablement conventionnel puisqu'il omet sommairement tous les actifs.

<sup>1</sup> Michel AGLIETTE, Thomas BRAND, op.cit, p175 à 179.

<sup>2</sup> - Philippe d'ARVISENET « les politiques monétaires dans la tempête » pour plus de précision.

A partir des années 1980 cette doctrine est introduite dans les milieux politiques et financiers à tel point d'être majoritairement influentes sur le plan institutionnel. Si la monnaie est neutre, la norme d'inflation basse à respecter est distincte de tout autre objectif de politique économique. La banque centrale est une institution complément indépendante. C'est ainsi que la « rationalité économique » a justifié le statut de la BCE dans le traité de Maastricht : une institution fédérale dans un univers politique sans souveraineté fédérale ! Cette idéologie s'oppose point par point « à la conception d'un lien organique entre la monnaie et la dette sociale donc entre la banque centrale et l'état ». De ce fait, il est évident que l'Euro est une monnaie étrangère à tous les pays membres de l'union monétaire.

De *facto* on a pu constater depuis la crise que :

- La stabilité des prix définie par la convention usuelle n'est en aucun cas la garantie de la stabilité financière. Ainsi la stabilité ayant mené à la crise de 2007-2008 réfute ainsi les enseignements de la macroéconomie néo-keynésienne, selon lesquels seules les rigidités de prix et des salaires peuvent perturber la stabilité macroéconomique. Ce courant s'oppose en ce sens au monétarisme en approuvant l'efficacité de la politique monétaire pour influencer l'emploi, mais du point de vue des rigidités nominales.
- La crise ayant balayé l'illusion de l'efficacité des marchés du point de vue de l'efficacité de l'allocation de l'épargne, les banques centrales doivent déployer toute une panoplie d'instruments bien au-delà du taux d'intérêt, parce que la séparation des fonctions monétaires et prudentielles mène à de sérieuses déconvenues. Il n'y a pas de stabilité financière sans politique macro prudentielle qui ne peut être séparée de la régulation monétaire. Il s'ensuit que la stabilité financière doit être un objectif essentiel des banques centrales et qu'il n'est pas contenu dans l'objectif de stabilité du niveau général des prix tel qu'habituellement défini.
- Fondamentalement la tangibilité de la frontière entre la politique monétaire et la politique budgétaire ne peut tenir en raison du lien étroit entre la monnaie et la dette sociale. A l'exemple de la Grèce, du Portugal et de l'Espagne, les obstacles liés au financement de la dette sociale mettent en question la cohésion sociale. La remise en cause de la soutenabilité future de la dette publique tend à dissuader le financement des marchés de capitaux et entraîne des anticipations auto-réalisatrices de crise systémique liées aux finances publiques qui se répercutent sur la solvabilité des banques. La convention monétaire ne peut pas encadrer le risque systémique et les coûts sociaux énormes

qu'engendre sa réalisation. L'une des missions de la banque centrale dans ce scénario est de monétiser la dette publique ainsi brisant le cercle vicieux entre budget et banques.

Les banques centrales doivent acquérir des titres souverains en quantité potentiellement illimitée et assurer la liquidité à long terme et à très grande échelle. Ces opérations hors marché sont dans l'intérêt de l'économie de marché. Ce faisant, le bilan de la banque centrale a un impact sur les finances publiques puisqu'il reflète ses efforts pour abaisser le coût du financement de l'Etat.

- Dans la zone Euro l'affirmation qu'« une politique monétaire unique pour tous » est l'optimum est véritablement inadmissible comme on le constate sur l'écart entre l'Allemagne et l'Espagne. Le groupe Padoa-Schioppa explique l'impossibilité à laquelle se heurte la BCE à mener une politique que puisse aider les ajustements macroéconomiques dans les pays de la zone Euro.
- L'idée que le flottement des taux monétaire de maintenir la stabilité interne des prix est « continuellement niée par les faits », le taux d'échanges à l'instar des prix de matière premières font partie des variables qui véhiculent l'instabilité financière.

Il est impératif pour les banques centrales de reconnaître que les crises financières se répercutent sur le long terme à travers leurs conséquences et qu'ainsi la politique monétaire inclut à part entière la stabilité financière. « Le contenu de leur indépendance doit être repensé au sein d'une doctrine qui admette que la banque centrale est partie prenante dans la maîtrise des risques souverains ». L'autonomie des banques centrales doit être protégée dans un système institutionnel sous dominance du fait budgétaire. Cela permet de faire distinction entre indépendance de moyens et indépendance d'objectifs.

Les critiques liées aux modifications exceptionnelles dans leur ligne de conduite figée n'ont pas de consistance. Il faut rappeler que « le FMI a calculé que le désendettement nécessaire du système bancaire devrait être de 2000 milliards d'Euros. En dépit, les banques centrales sont encore soumises à l'influence intellectuelle de la doctrine monétariste des années 1980 qui est caduque face à l'évolution de la finance et devenue inadéquate dans la crise financière. La schizophrénie des banques les fait appeler « non conventionnelles » les stratégies adéquates manœuvrées depuis le début de la crise.

## 1.2 Les taux directeurs de la BCE

### 1.2.1 Le taux de refinancement

La mise en place de facilités de refinancement pour les banques jusqu'à 4 ans au lieu d'un jour au taux de refinancement en vigueur (0% actuellement). Ce programme appelé TLTRO (Targeted longer-term refinancing opérations) est accessible aux banques commerciales, qui à leur tour, l'octroient sous forme de crédits aux ménages (Hormis l'immobilier) et aux entreprises. Ce qui facilite le financement de l'économie.

### 1.2.2 Le taux de la facilité permanente de dépôt

C'est le taux qui rémunère les réserves excédentaires des banques sur leurs comptes à la BCE. En toute logique ce taux est inférieur au taux de refinancement de la BCE.

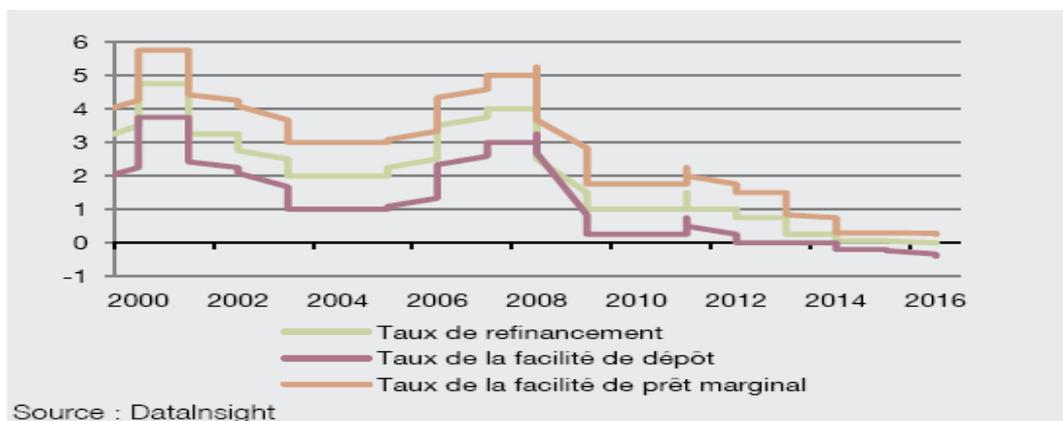
Le 5 mai 2014 la BCE fixe taux négatif pour la facilité permanente de dépôt à -0,3% ensuite à -0,4% en mars 2016. Cela permet de décourager les banques à déposer leurs excédents auprès de la BCE afin de faciliter le financement des agents économiques et les banques dans le besoins.

### 1.2.3 Le taux de la facilité de prêt marginal

C'est le coût supporté par les banques qui souhaitent obtenir des liquidités supplémentaires à celles disponibles au taux de refinancement. Il a été amené de 0,3% à 0,25% en mars 2016.

Ces interventions augmentent l'offre de liquidité disponible sur le marché monétaire, réduisant ainsi les taux d'intérêts courts de marché et les amène même en dessous de zéro. Le graphique suivant illustre cette partie.

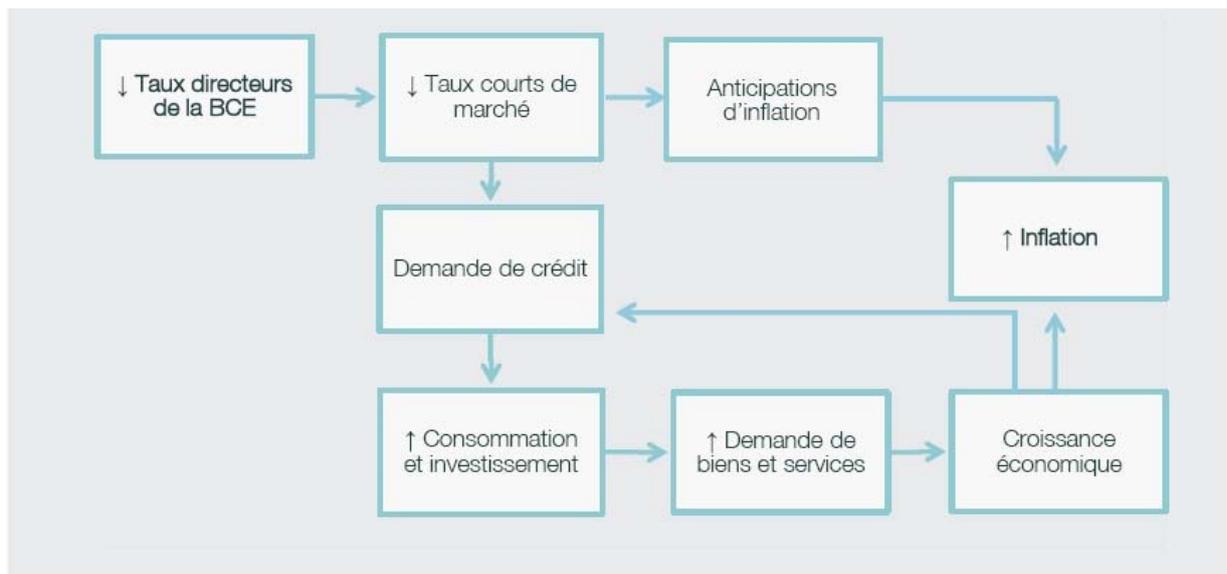
**Graphique N°03 : Evolution des taux directeurs de la BCE (%)**



On constate sur le graphique, entre 2000 et mi 2003 les taux directeurs sont à des niveaux assez élevée soit entre 4% et 6%. Ensuite une baisse progressive jusqu'à 2007 (la veille) de la crise immobilière. Entre 2007 et 2010 on remarque une flambée importante, passant de 3% à 5%. La première opération de baisse remarquable se situe entre fin 2009 et début 2011. Moment où la liquidité du secteur est établie après la secousse des *subprimes*, pour se stabiliser entre 2010 et 2012. Ils continueront à baisser progressivement depuis. En mars 2014, les interventions non conventionnelles de la BCE vont amener les taux directeurs à des niveaux historiquement faibles. Pour atteindre le planché en mai 2015 (0%). Le taux de la facilité de dépôt rentre dans la zone négative à partir de cette date. Ces actions ont un impact direct sur les taux du marché monétaire dont nous verrons les détails à la 3<sup>ème</sup> section.

Ainsi les actions menées sur les taux directeurs se reflètent à l'économie comme nous pouvons l'observer sur la figure ci-après

**Figure N°04 : Schéma théorique de l'influence des taux directeurs sur les prix des biens et services.**



Sources : BCE et Bloomberg.

Note : Les dernières observations se rapportent au 30 décembre 2016.

Le schéma montre la sensibilité des différents indicateurs économiques aux variations des taux directeurs. La baisse des taux directeurs se répercute sur les taux monétaires ; cela stimule la demande de crédit qui va contribuer à augmenter la consommation et l'investissement donc la croissance économique. Cette croissance va rehausser encore un fois la demande de crédit et augmenter l'inflation qui est par ailleurs issue des anticipations fondées sur les taux courts du marché.

## Section 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles

Les principaux taux directeurs de la BCE se situent à des niveaux très bas voire négatifs. Depuis 2015, le taux de refinancement des banques commerciales auprès de la BCE est de 0% alors qu'il était de plus de 4% en 2008. Le taux de facilité de dépôt de la BCE est négatif. Les Etats eux-mêmes s'endettent à taux négatifs à court terme. Ce qui signifie que les acheteurs de titres monétaires et de dettes de court terme payent pour prêter leur argent. Cette situation particulière résulte des crises passées et de la lutte actuelle de la BCE contre la déflation.

Pour accompagner les assouplissements des taux directeurs, la BCE a ajouté des nouvelles stratégies à sa politique monétaire. Ces mesures dites non conventionnelles se résument essentiellement au *quantitative easing* (facilité de liquidité) et au *forward guidance* ou guidage prospectif.

### 2.1 Le « *quantitative easing* »

Vu que le financement de la zone euro est encore principalement bancaire, la BCE a mis en œuvre un ensemble de disposition visant à augmenter sa contribution à assurer la liquidité des marchés. Cela consiste à améliorer les conditions de financements possibles des établissements de crédit. Ainsi, pour les opérations de financement elle opte pour la pleine allocation des ressources et à taux fixe (*full allotment and fixed rate*), l'allongement de l'échéance moyenne des opérations et l'élargissement de la liste des collatéraux admis en garantie et la fourniture des liquidités en devises étrangères. Entre juillet 2009 et juin 2010, la BCE met au point un programme d'achats d'actifs sécurisés au prêts des banques (*covered bonds purchase programme - CBPP*) d'une somme de 60 milliards d'euros. En plus de ces mesures, la BCE dans le contexte de la crise souveraine a dû mettre en œuvre le programme de rachats d'obligations d'états (*Securities market program- SMP*) en mai 2010 et un programme de rachat d'ABS<sup>3</sup> entre 2014 et 2015.

<sup>3</sup> ASSET BACKED SECURITIES( ABS) on de latéraux e crédit ou d'obligation regroupe au tour des catégories suivantes :

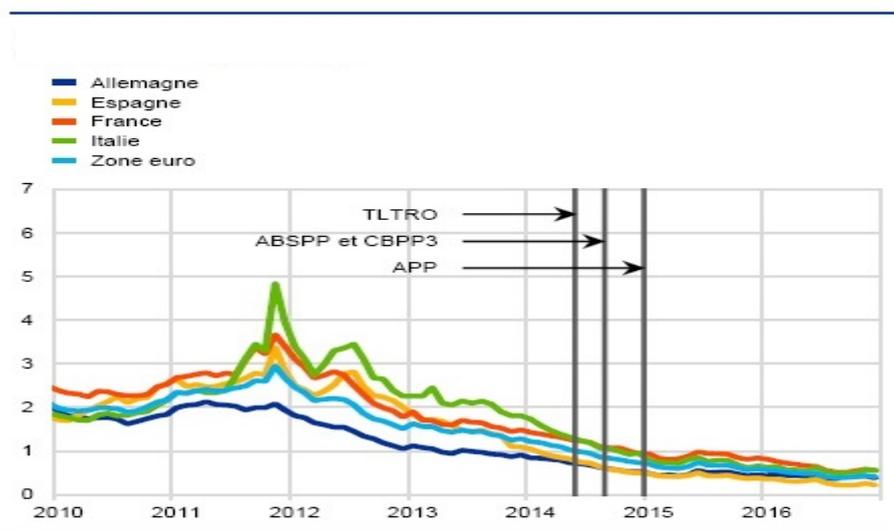
- les comptes à recevoir sur cartes de crédit ;
- les différentes formes de crédit à la consommation ;
- les créances commerciales ;
- les prêts étudiants (spécifiquement aux États-Unis) ;
- l'immobilier commercial et professionnel ;

Une catégorie spécifique d'ABS EST constituée par les CBO et les CLO( collateralized bond obligations, collateralized loan obligation ). Ce sont des programmes qui, à travers des SPV (spéciale purpose vehicul), permettant de refinancé un portefeuille d'obligation ou un portefeuille de prêts bancaires en émettant plusieurs tranches de titres dont le rendement dépend de la notation (de la performance) des obligations ou prêt sous-jacent.

En janvier 2015, à l'instar de la Fed pendant la crise immobilière, la BCE a engagé un programme de quantitative easing lui permettant d'acquérir massivement des titres de dettes publiques et privée. En effet entre janvier 2015 et septembre 2016, elle devrait être en mesure de racheter 1140 milliards d'euro de dette, soit prêt de 10% de l'ensemble de la masse monétaire en circulation pour l'année 2015<sup>4</sup>.

« Devant la réduction spontané de l'excédent de liquidité dans le système bancaire, et face à la faiblesse de l'inflation, nous avons logiquement pris l'incitative d'injecter directement de la liquidité par les opérations de rachats d'actifs en plein : ce fut le lancement du quantitative easing en mars 2015. Ce sont aujourd'hui 600 milliards d'euros qui ont été directement injecté dans le système ».<sup>5</sup>

**Graphique N° 04 : Coût composite du financement par endettement des banques (coût composite du financement par les dépôts et du financement de marché non sécurisé : pourcentages annuels).**



Sources : BCE, Merrill Lynch Global Index et calculs de la BCE.

On observe que les coûts de financements des banques ont considérablement diminué à partir de mars 2014, sur l'ensemble des quatre pays ainsi que la moyenne de la zone euro. Les courbes subissent une légère hausse en mi-2015 pour se rabaisser en 2016. Avec l'entrée en vigueur des nouvelles mesures d'assouplissement.

<sup>4</sup> « Emmanuel Fournil, op.cit, page 29 à 32 .

<sup>5</sup> Robert OPHELE, sous gouverneur de la banque de France, lors d'un entretien réalisé en novembre 2015, par François MIGUET, institut messine, « taux d'intérêt négatifs : douze regards » Site <http://institutmeessine.fr/wp-content/uploads/2016/02/institut-messine-janvier-2016-les-taux-intérêt-négatifs-douze-regards.compressed.PDF>.

La répartition des achats de dettes par pays se fera en fonction de la proportion de chaque pays au capital de la BCE. 92% des actifs seront rachetés par les banques centrales nationales des 19 pays de la zone euro.

- La Deutsche Bundesbank (banque centrale allemande) y voyant un moyen de partage de risques (sûre de la crédibilité de sa signature) s'oppose à cette mesure et a réussi ainsi à limiter ce partage.

En effet 80% des titres achetés par une banque centrale seront des titres nationaux et les 20% restants seront d'autres pays.

Cependant il faut souligner que ce dispositif est renforcé par l'abandon de la stérilisation qui consiste d'une part à émettre des titres de bonne qualité de la part de la BCE et d'autre part à absorber une portion des disponibilités à partir de compte rémunéré à une semaine notamment (*fixed term deposit*) : les taux négatifs de la facilité de dépôts, taux de prêt marginal à 0%. Voir section 1.2.3.

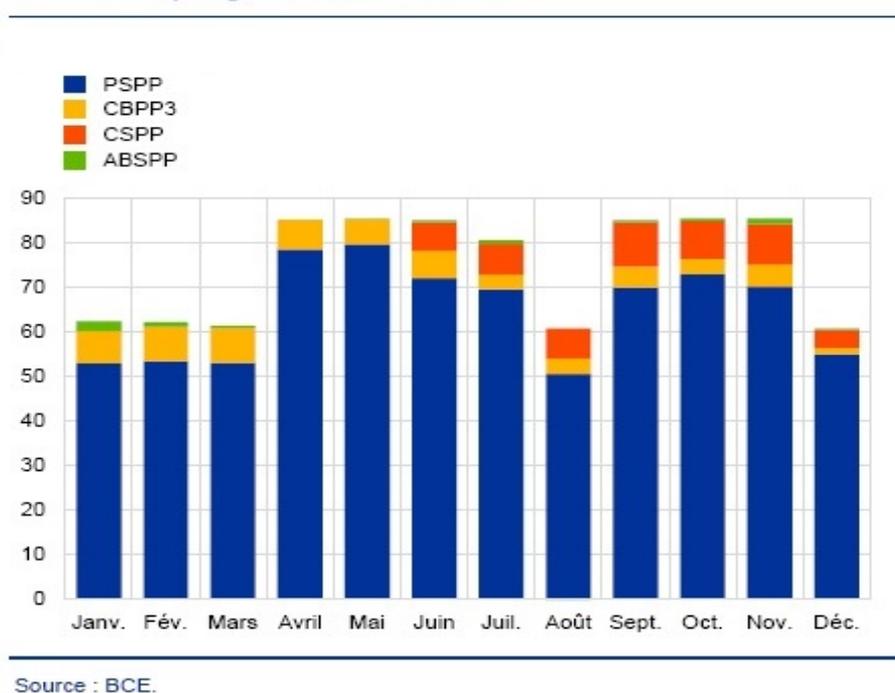
- Craignant les perspectives moroses consécutives à la détérioration des conditions économiques financières de la zone euro, en mars 2016, le conseil des gouverneurs a décidé :

De reporter les achats mensuels d'actifs à 80 milliards d'euros dans le cadre de l'APP<sup>6</sup> à compter d'avril 2016 et de relever les limites des parts assignées aux émetteurs et aux émissions pour les achats des certaines catégories de titres ; d'inclure un nouveau programme d'achats de titres de secteur des entreprises ou des obligations libellées en euro, émises par des sociétés non bancaires installées en zone euro étant réaffirmé que les achats devraient continuer jusqu'en mars 2017 ou au-delà si il y a nécessité, en toute évidence, jusqu'au rétablissement d'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Asset purchase program .

<sup>7</sup> Banque centrale européenne : rapport annuel 2016. SITE : [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).

**Graphique N° 06 : Achats mensuels réalisés en 2016 dans le cadre des différents programmes de l'APP (en milliards d'Euros)**



La figure montre que la part de actifs publics PSPP recouvre plus de 80% des achats de l'euro système ( la BCE et les BCN).et que les limites sont légèrement dépassées pour tout les mois exceptée les mois d'août et de décembre ou les achats se situent à 20 milliards d'euro en dessous de la limite. Ce qui peut s'expliquer par les vacances des gouvernements pour le mois d'août qui fait diminuer les dépenses ; pour décembre comme on la souligner plus haut cela est lié aux évolutions des perspectives mondiales avec la montée de l'incertitude.

## 2.2 La stratégie de communication de la BCE : le « *forward guidance* »

Le concept du *forward guidance* a fait l'écho dans les médias Européens à partir de la conférence de presse à la fin de la réunion de juillet 2013 lors de laquelle Mario Draghi avait déclaré « the governing council expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time ».

Par définition de *forward guidance* consiste pour la banque centrale à communiquer sur l'orientation futur de sa politique monétaire (la trajectoire des taux directeurs). Elle est tout de même conditionnée aux perspectives économiques faisant référence à certains indicateurs macroéconomique notamment le taux d'inflation.

Cette stratégie de communication a deux objectifs principaux : premièrement, conforter la politique monétaire accommodante quand les taux sont proches de zéro dans les circonstances exceptionnelles en assurant les investisseurs, que les taux resteront à ce niveau pendant une durée supérieure à leurs attentes et secundo, réduire la volatilité de marché. L'importance de la communication de la banque centrale, est mise en avant du fait de la triptyque indépendance – transparence- responsabilité étant primordial, à sa crédibilité. En période de crise, le *forward guidance* vient en complément des instruments classiques de la politique monétaire (plus les taux directeurs) dont l'influence est limitée à court terme.

La courbe des taux à moyen et long terme dépend fortement des anticipations de marché concernant les décisions futures de la banque centrale et l'évolution de l'inflation.

En effet, la question de l'ancrage des anticipations en matière d'inflation est essentiellement à maintenir à un niveau compatible avec l'objectif de stabilité des prix.

Selon l'article de la BCE il y a quatre catégories de *forward guidance* :

- Une approche « qualitative pure », la plus souple car « inconditionnelle », selon laquelle la banque centrale s'engage à poursuivre une politique donnée pendant une période prolongée sans pour autant préciser – la date de fin ni l'indicateur explicite ;
- Une approche « qualitative conditionnelle » expliquant les conditions macroéconomiques sous lesquels la politique sera poursuivie.
- Une approche « Calendaire » indiquant la fin de l'orientation à une date donnée ;
- Une approche en fonction des « résultats », dans ce cas l'orientation de la politique monétaire est fonction directe des indicateurs macroéconomiques (niveau de chômage, inflation...).

Jusqu'à là la BCE s'est notamment basée sur la 2<sup>ème</sup> approche plus souple que les deux dernières tout en étant plus restrictive que la première réservée à des situations de tension.

En revanche, la réserve fédérale (de la fin de 2012 jusqu'à mars 2014) et la banque d'Angleterre (depuis août 2013) ont choisi une stratégie reposant sur des indicateurs précis (par exemple le taux de chômage)

### Section 3 : L'analyse de l'efficacité des politiques non conventionnelles et les propositions de sortie de crise

La politique accommodante de la BCE a quelque peu permis de redynamiser la situation des agents économique moyennement au sein de la zone euro. Ces améliorations se situent dans un premier au niveau des taux d'intérêt du marché monétaire, ensuite sur les disponibilités dans le système financier, la facilitation de la liquidation des titres souverains et privés. Ces mesures non conventionnelles ont également favorisé la relance de la croissance et de l'inflation en 2016 même si l'évolution de ces variables reste encore timide et insatisfaisante. Dans cette section, nous allons nous attarder sur ses éléments pour davantage analyser le problème.

#### 3.1 Les taux du marché monétaire négatifs

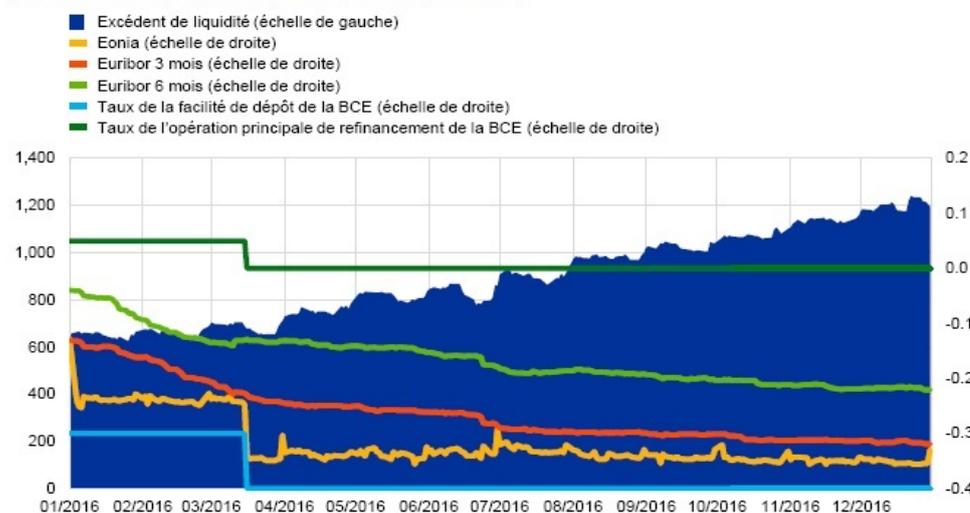
La baisse des taux du marché monétaire est renforcée par un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE. La baisse du taux de la facilité de dépôt s'est rapidement et essentiellement transmise à l'EONIA qui s'est ensuite stabilisé autour de -0.35%.

Conformément à son profil historique, l'EONIA a augmenté momentanément lors des fins de mois. Toutefois ces hausses ont été moins prononcées que celles observées en 2015 avant que la mise en œuvre du programme d'achat d'actifs n'augmente fortement l'excédent de liquidité.

#### Graphique n° 07 :

Taux du marché monétaire et excédent de liquidité

(en milliards d'euros ; en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Bloomberg.

Note : Les dernières observations se rapportent au 30 décembre 2016.

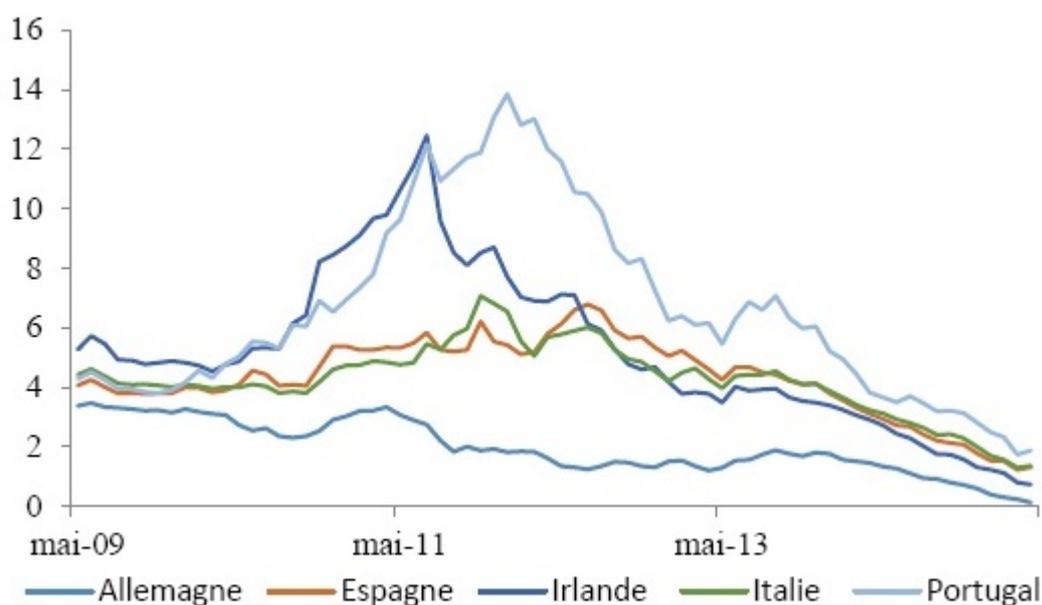
On constate qu'en mars 2016 le taux de refinancement est abaissé à 0%, l'euribor 6 mois a progressivement diminué pour finir un peu en dessous de -0,2% à la fin de l'année ; l'euribor 3 mois a subi le même processus pour s'afficher à -0,3% en fin d'année ; enfin du début à la fin de 2016 l'excédent de liquidité de la zone euro est passé de 600 milliards à 1200 milliards d'euros.

### 3.2 Réduction de la volatilité des cours

« Il est évident que des Etats ont aujourd'hui une occasion historique avec un cout de l'endettement aussi bas pour restaurer un équilibre financier a un bon compte » c'est ce qu'affirme robert OPHELE (banque de France). Il continue en ajoutant « si aujourd'hui les états s'endettent pour mener des reformes et non pour financer des transferts stériles à moyen terme, alors il est possible d'envisager une sortie de crise. Si les marchés ont confiance dans la reprise de l'activité et que les reformes menés sont crédible, il est probable que les couts de financement des états resteront bas. Cela aidera à sortir des politiques monétaires non conventionnelles ».

Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, sur l'ensemble 5 des pays (Allemagne, Espagne, Irlande, Italie et Portugal) les taux des obligations d'états à 10 ans connaissent une baisse très significative depuis 2014, date à laquelle la BCE a pris un ensemble de mesures non conventionnelles dans le cadre de lutte contre la crise souveraine.

**Graphique N°08: évolution des taux des obligations d'Etats taux 10 ans**



Source : Emanuell Fournial : « La politique monétaire de la BCE pendant la crise » mémoire HEC, 2015, p34

Fin 2014, la courbe de l'Allemagne pénètre dans la zone, ce qui veut dire que l'Etat vous paie seulement une partie du montant que vous lui prêtez dont l'échéance peut aller jusqu'à 10 ans. Les quatre autres pays qui ont été gravement touchés par la crise bénéficient également des conditions d'émission très favorable des obligations.

Il faut noter qu'à la même période les conditions se durcissent en Grèce. Le nouvel assouplissement a continué d'influencer les marchés financiers de la zone euro en 2016. Cela a permis une diminution progressive des rendements des emprunts d'Etats pendant les trois premiers semestres de l'année 2016, quoique vers la fin, des facteurs mondiaux aient permis aux titres publics de récupérer une partie de la baisse enregistrée plus tôt dans l'année.

Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont été globalement plus faibles en 2016 qu'en 2015, ce qui traduit la persistance du soutien de la BCE. Les rendements des obligations souverains à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis ont connu un ajustement significatif en raison des évolutions mondiales. En effet, le *brexit* a encore réduit les rendements avant que les perspectives plus optimistes au niveau mondial et les résultats de l'élection présidentielle américaine n'entraînent une augmentation simultanée aux Etats-Unis et dans la zone euro a baissé de 0,3% environ en 2016, s'établissant autour de 0,9% à la fin de l'année. Les évolutions des écarts de rendement des emprunts publics au sein de la zone euro ont été relativement modérées, mais font apparaître une certaine hétérogénéité entre les pays<sup>8</sup>.

**Graphique N°09 : Rendement des emprunts souverains à dix ans, en pourcentage annuel (données quotidiennes).**



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Les données de la zone euro se rapportent à la moyenne pondérée par le PIB des rendements des obligations souveraines à dix ans. La dernière observation se rapporte au 30 décembre 2016.

<sup>8</sup> Voir l'évolution en chiffre sur l'annexe n°3.

Le rendement des emprunts souverain à 10 ans aux États-Unis et en zone euro. Il faut noter que malgré l'enthousiasme de certains d'autres experts ont des réserves à propos des effets à long terme des politiques monétaires non conventionnelles. A ce propos Hervé HANNOUN<sup>9</sup> dit « chacun accepte l'idée que la politique monétaire varie en fonction de la situation économique. Ce qui est sans précédent, c'est l'apparition, seulement en Europe continentale, de taux d'intérêt nominaux négatifs. C'est une anomalie fondamentale. Près de deux trillions d'euros de titres souverains ont actuellement des taux nominaux négatifs. cette anomalie ne résulte pas spontanément des mécanismes de l'économie de marché, mais de l'intervention des banques centrales de cette région du monde ».il ajoute plus loin « la distorsion des prix d'actifs par le quantitative *easing* est un élément d'instabilité financière qui pourrait ne pas être favorable à la croissance de l'économie : après le « *boom* » de la stimulation des prix d'actifs vient le *bust* lorsque le stimulus est retiré. La balance des effets positifs et négatifs des politiques monétaires non conventionnelles n'a pas encore été étudiée de façon exhaustive ».

Par ailleurs le ratio dette publique / PIB a continué de baisser progressivement par rapport à son niveau pic de 2014. Selon les projections macro-économiques de décembre 2016 établie par les services de l'euro système, ce ratio a diminué revenant de 90,4% à 89,% entre 2015 et 2016. Cette amélioration est imputable à trois facteurs : les évolutions favorables du différentiel taux d'internet /taux de croissance, dans le cadre de bas niveaux de taux d'intérêt et de reprise économique ; de légers excédents primaires ; et des ajustements négatifs déficit/ dette public.

Mais l'endettement publics est encore élevé et même en augmentation dans quelques pays. Cet état de fait est d'autant plus préoccupant qu'un poids élevé de la dette publique rend l'économie plus vulnérable aux chocs macro-économiques et à l'instabilité sur les marchés financiers et limite la possibilité pour la politique budgétaire d'agir comme amortisseur de chocs. La maîtrise des risques pesant sur la soutenabilité de la dette est également essentielle dans une perspective à plus long terme, compte tenu du vieillissement démographique qui accroît les retraites et les couts de soin de longue durée<sup>10</sup>.

### 3.3 Reprise nette de l'inflation et la croissance

#### 3.3.1 La croissance : demande, production et emploi

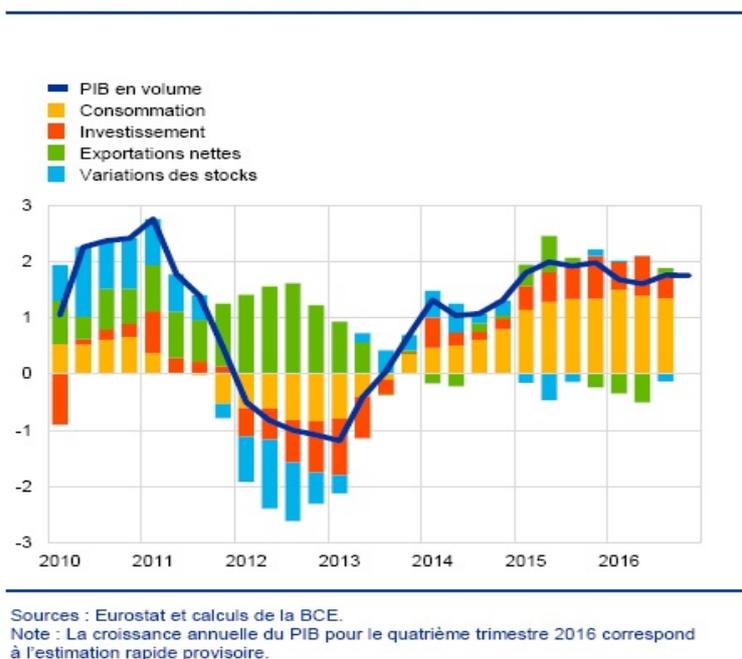
La reprise tirée par la demande intérieure, qui s'était amorcée en 2013 s'est poursuivie en 2016. En ce qui concerne les facteurs moteur de l'activité économique, la dynamique de la croissance actuelle affiche une plus grande résistance. Étant donné que la croissance de la demande intérieure est soumise au renforcement de l'incertitude au niveau mondial. La croissance annuelle moyenne s'est établie à 1,7% en 2016. On constate un léger recul par rapport à 2015 (2%).ce qui s'explique par le fait qu'en 2015 la croissance du PIB irlandais a

<sup>9</sup>François MIGUET, op.cit, p 75 à 76

<sup>10</sup> RAPPORT ANNUEL BCE 2016, op.cit, page 38 et 39.

été particulièrement forte dopant la croissance de la zone. La consommation privée a augmentée à un niveau comparable à celui de 2015 dû à la hausse du revenu disponible. Par contre l'investissement privé connaît une légère baisse par rapport à l'année 2015, quoique le secteur de la construction se soit redressé. Pour ce qui est de la consommation public, on constate un accroissement plus soutenu qu'en 2015 contribuant ainsi à la croissance économique. La reprise économique a été relativement généralisée dans les pays de la zone euro.

**Graphique N°10: PIB en volume de la zone Euro (Variation annuelle en pourcentage : contributions annuelle en points de pourcentage).**



Le graphique montre qu'à partir de 2013 la reprise de l'ensemble des facteurs de la croissance, mis à part les exportations nettes qui sont en train de prendre un sens négatif pendant le premier semestre 2014 pour légèrement reprendre à partir de juin. La consommation connaît une variation quasiment constante depuis janvier 2015 (1,2% en moyenne). Au troisième trimestre 2011 est légèrement en dessous de 0%. L'investissement qui qu'il soit positif reste à un niveau faible. Donc l'orientation de la politique monétaire très accommodante de la BCE a continué à se transmettre à l'économie réelle et soutenir la demande intérieure. L'amélioration de la rentabilité des entreprises et des conditions de financement très favorables ont de nouveau stimulé un redressement de l'investissement.

La poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles, à continuer d'apporter un soutien à la reprise.

Les achats d'actifs de l'euro système et de l'environnement de faible taux d'intérêt ont contribué à la forte baisse des taux d'intérêt sur le marché monétaire et des rendements des obligations souveraine depuis mi-2014. La politique monétaire de la BCE a également permis de protéger en partie les conditions du marché obligataire de la zone euro face à la hausse des rendements des emprunts publics aux États-Unis fin 2016. Ces mesures ont aussi contribué à l'amélioration des conditions de financement des banques.

D'une part les instruments de financement des banques ont enregistré une baisse substantielle de leurs rendements à moyen et long terme. Cela a été stimulé par les effets de rééquilibrage de portefeuille issus des achats d'actifs de l'euro système et par des effets de rareté liés aux faibles émissions des obligations des banques. Celles-ci privilégient plutôt des emprunts dans le cadre de (TLTRO). D'autre part, les banques ont continué de substituer au financement du marché à terme, plus onéreux, le financement via les TLTRO. Sur les quatre opérations TLTRO2 : trois processus ont conduites en 2016, la quatrième prévue pour mars 2017. Le montant total des tirages jusqu'à fin 2016, était de 506,7 milliards d'euro soit 43% de l'emprunt de la zone euro pour les banques en ce qui concerne les TLTRO.<sup>11</sup> Selon le rapport annuel de la BCE en 2016, sans ces mesures les évolutions de la croissance et de l'inflation auront été beaucoup plus modérées en 2016.<sup>12</sup>

### 3.3.2 L'inflation : l'indice des prix à la consommation harmonisé

Les mesures de la BCE ont pris part à écarter la menace de la déflation. En effet, la baisse des taux directeurs en mars 2016 est la réponse à une inflation négative. (-0,2% sur un an) et une prévision d'inflation très modérée jusqu'au moins 2018<sup>13</sup>. En 2016, le profil d'évolution de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisée (IPCH) a reflété principalement l'influence des prix de l'énergie. Cette influence explique le niveau bas, voire négatif, des taux d'inflation au cours des premiers mois de 2016 aussi que la tendance haussière observée par la suite, au fur et à mesure la diminution des contributions négative des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente mesurée par la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires n'a montré aucun signe de tendance à la hausse, oscillant entre 0,7% et 1% durant l'année 2016.

En 2016, la hausse de l'IPCH total dans la zone euro s'est établie à 0,2%, en moyenne contre 0,0% EN 2015. L'inflation totale a été négative au printemps, mais elle s'est progressivement accrue par la suite. En décembre, elle avait enregistré une hausse de plus de 1,25% par rapport au point bas observé en avril. En revanche plusieurs alternatives de l'inflation sous-jacent ne donnent plus d'indication nette d'une tendance haussière. L'absence d'une dynamique haussière de l'inflation est en partie due, aux effets baissiers indirects exercés par les fortes baisses antérieures des prix du pétrole et des matières premières, qui font sentir avec un décalage. Plus fondamentalement, les tensions d'origines internes sur les coûts sont également restées modérées.<sup>14</sup>

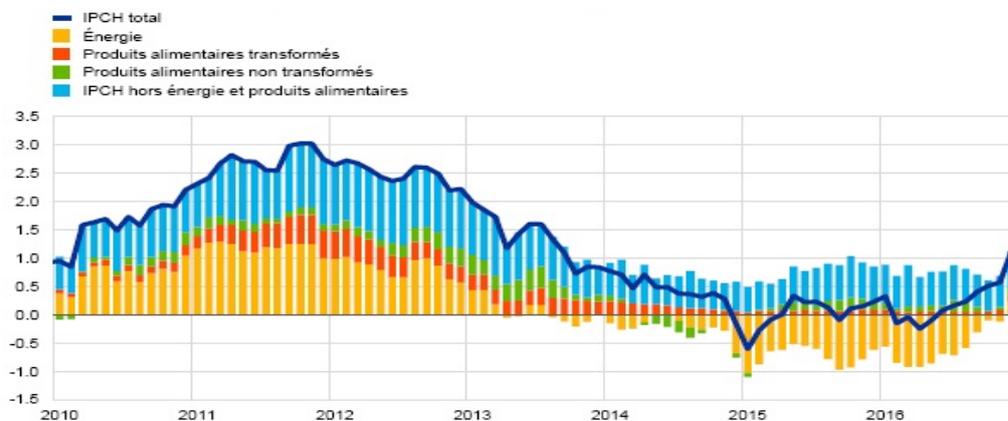
<sup>11</sup> Rapport annuel de la BCE 2016, op.cit, p, 61,

<sup>12</sup> Target long term rate offered (TLTRO)

<sup>13</sup> Sylvain BAILLE HACHE, Stéphanie KARAM « conjoncture, taux et politique monétaire négatifs », septembre 2016, p 3

<sup>14</sup> Rapport annuel BCE 2016, op.cit page 26 et 27.

**Graphique N°11: Variation de l'IPCH et contributions par composantes (variation annuelle en pourcentage et contributions en points de pourcentages).**



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Ce graphique affiche que depuis 2013, l'IPCH a subi une baisse en continue jusqu'en janvier 2015 date à laquelle il devient négatifs (-0,7%). L'intervention de la BCE permet de rehausser progressivement la courbe de l'inflation, en mai 2015 elle atteint la zone positive fin 2016 l'inflation atteint 1% mais ce niveau reste encore insuffisant compte tenu de l'objectif (proche mais inférieur à 2%). On constate que la part des produits énergétiques a fortement contribué à la baisse de l'IPCH et la variation des prix des produits alimentaires est quasiment neutre depuis fin 2014. L'inflation sous-jacente hors énergie et produits alimentaires est relativement stable depuis 2010 jusqu'en 2016. Voir projections macroéconomiques sur les annexes n°5 et 6.

**Graphique N°11: Evolution du marché du travail (variation trimestrielle en pourcentage (emploi), pourcentage (chômage))**



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2016 (emploi) et à décembre 2016 (taux de chômage).

Les marchés du travail ont poursuivi leur redressement. Au troisième trimestre 2016, le nombre des personnes ayant un emploi dans la zone euro s'est établie à 1,2% au-dessous de 2015 ou plus de 3% ou plus de trois de 3% au-dessus dernier point bas enregistré au deuxième trimestre 2013. Toute fois l'emploi s'est établi à 0,5% au-dessous de son point d'avant la crise enregistré au premier trimestre 2008. Le taux de chômage s'est établi à 10% en moyenne, contre 10,9% en 2015 et 11,6% en 2014. On remarque que le taux de chômage a poursuivi sa baisse en s'inscrivant en décembre 2016 à 9,6%, soit le plus faible depuis 2009<sup>15</sup>.

Toutefois, les mesures élargies des capacités inutilisées sur le marché du travail restent élevées.

### 3.4 Propositions de sortie de crise et réformes :

La sortie de crise de la zone rend désormais perplexe le monde des économistes et suscite de nombreux débats autant sur internet, lors des interviews et même des écrits y sont consacrés désormais. Nous ne pourrions cependant faire un résumé sur ce thème sans avoir recours aux avis du prix Nobel de 2001 (Joseph STIGLITZ). Nous avons repris les propositions que le journal a recueillies auprès d'éminent économistes européennes tel qu'Erick BERGLOF, Paul de GAUVE et autres. La modeste proposition aussi a énoncée des solutions très intéressantes. Ce ne sont pas seulement que les solutions de sorties de crise qui sont proposée mais également des réformes à la construction même de la zone euro.

#### 3.4.1 La proposition de Joseph STIGLITZ

Dans son ouvrage « l'euro une monnaie qui menace le futur de l'Europe » j.stiglitz préconise essentiellement deux solutions pour la sortie de crise et permettre à l'Europe et surtout à la zone euro d'assurer sa pérennité.

Arrêtez l'austérité et relancez l'économie. Il fait allusion de recourir au multiplicateur budgétaires dans une logique keynésienne.

Restructuration des dettes pour redonner l'air à l'économie, étaler les remboursements et ou réduire l'endettement. Il faut transformer des titres publics existants afin de pouvoir indexer leur rythme de remboursement aux taux de croissance du pays débiteur.<sup>16</sup>

#### 3.4.2 La modeste proposition :

La zone connaît un triple crise, dont les éléments sont étroitement liés les uns aux autres<sup>17</sup>. Ce fut d'abord une crise bancaire en Europe car ce sont-elles qui ont été très touchées par la crise des *subprimes* par de très grande perte, les Etats ayant déjà des niveaux d'endettement très élevé se sont rabattus sur les marchés financiers pour sauver leurs banques et éviter une crise économique. C'est ce qui a conduit à la crise des dettes souveraines provoquant à son tour, ralentissement de la consommation, déflation et pour devenir une zone de sous-investissement et de troubles régionaux.

<sup>15</sup> Voir annexe 2 pour plus de détails

<sup>16</sup> Michel Dévoluy « un regard intransigeant sur l'Europe » résumé du livre de Joseph Stiglitz, 2016, p48

<sup>17</sup> [WWW.multitudes.net](http://WWW.multitudes.net), une modeste proposition pour résoudre la crise, 2016

La zone euro doit devenir une zone bancaire unifiée dotée d'une autorité unique supervisant directement toute l'activité des banques

- La création d'un secteur bancaire européen unifié permettra de sortir les pertes des banques des dettes souveraines et de mener à bien la recapitalisation des banques de manière ordonnée et rationnelle<sup>18</sup>.
- Le montage de dette s'amenuiserait grâce au processus de conversion la dette compatibles des Etats membres mené par la BCE et les FESF/ MES.
- La banque européenne de l'investissement (BEI) et le FEI recycleront conjointement l'épargne des européens et les surplus mondiaux, permettant la relance de l'activité et accroissant le potentiel de cohésions et de convergence entre régions européennes.

### 3.4.3 Les économistes du journal échos

A travers les travaux de 17 économistes des solutions de sorties de crise sont proposées dans cette partie. Concernés par le problème de crise, ces économistes sont tous des européens. Jean Paul Fitoussi, Patrick Artus, Paul de GAUVE Erick BERGLOF et leurs collaborateurs proposent Les cinq reformes suivantes.

Mettre la politique monétaire au niveau supranationale tout en mettant maintenant la politique budgétaire et la supervision bancaire au niveau bancaire au niveau national ne peut que créer des distorsions encourageant le surendettement public.<sup>19</sup>

Une union bancaire et une supervision de cet établissement au niveau européen, et la création d'une agence de résolution faillite.

Une réforme du système financier destiné à mieux servir les intérêts de l'économie réelle.

Les contrôles budgétaires sont indispensables, il doit y avoir un des interventions contra-cyclique et l'institution chargé de la surveillance budgétaire devrait être responsable devant le parlement européen.

La BCE doit être le prêteur en dernier ressort, le MES peut avoir une licence bancaire et mettre en place un régime de restriction de la dette publique pour les pays qui ne seraient pas éligibles au financement du MES et un mécanisme de sortie des pays qui violent le traite budgétaires

La création de ce qu'ils appellent des actifs « actifs sans risque commune » non lié ou émis par un pays spécifique. Pour éviter l'arbitrage.

<sup>18</sup> une modeste proposition pour résoudre la crise, 2016 .

<sup>19</sup> WWW.iesechos.fr, crise de l'euro : les solutions préconisée par 17 économistes européen, publié le 24, 07,2017 à 00H 00.

### 3.4.4 Reformes

Pour y avoir consacré un livre, l'économiste américain Joseph STIGLITZ a aussi adressé une réflexion sur la question de reformes et il voit pour ce fait trois solutions différentes pour la zone euro.

« Une refonte de l'euro », « un divorce à l'amiable » et ou « un euro flexible »

#### ❖ Une refonte de l'euro :

Selon Michel Dévoluy « il est très rapide sur ce thème pour aller à l'essentiel »<sup>20</sup>, son projet ressemble beaucoup à un retour au SME. La nouveauté est ici de reprendre l'idée des coupons (*trade chits*) afin d'empêcher la formation des déséquilibres extérieures structurelles entre les états de la zone.

#### ❖ Le divorce à l'amiable :

Avec 4 solutions, pour ce fait l'auteur pense qu'il serait préférable que certains pays du nord de l'Europe tel que l'Allemagne quitte la zone euro, il avance l'idée que cela éviterait aux pays faibles (donc restant) de supporter les effets de la séparation. Selon lui, une modernisation du système bancaire serait une solution très avantageuse en ce sens qu'il réduirait les créations de billets et pièces de monnaie et cela aura pour deux avantages le contrôle des mouvements des capitaux. Il faudrait restaurer les dettes et enfin éviter les déséquilibres extérieures en utilisant, les coupons (*trade chits*) pour effectuer les importations.

Pour le prix Nobel, la solution la mieux adaptée à la situation européenne est celle qui suit.

#### ❖ Un euro plus flexible :

Une union bancaire avec un système de garantie au niveau de toute la zone.

Une mutualisation des dettes publiques nationales grâce notamment à la création des bons européens.

Un mécanisme commun de stabilisation des économies plus souple et plus efficace. Dans le sens modernisation.

Un autre point est d'éviter les déséquilibres budgétaires à travers, la convergence des économies réelles.

Elargir les objectifs de la BCE de telle sorte à ce qu'elles soutiennent l'économie et encourage la croissance à travers des politiques macro-économiques.

L'auteur pense que la politique industrielle et environnementale pourrait relancer la croissance et le plein emploi. Mais, il évoque l'élargissement du pouvoir des entreprises aussi et surtout une loi pour les entreprises défaillantes de prendre un nouveau départ.

La dernière réforme qu'il propose c'est d'éviter la concurrence en matière fiscale (le plus ou moins cotisants fiscale) et partager la prospérité.

---

<sup>20</sup> MICHEL DEVOLUY, op.cit, p49

### Conclusion:

L'analyse des politiques monétaires de la BCE nous a révélé l'ampleur de la crise de la dette souveraine, puisque le changement de politique est radical même si l'objectif de la BCE reste inchangé. En effet le constat le plus marquant est la baisse des taux d'intérêt à un seuil jamais atteint auparavant (même aux Etats-Unis).

La BCE utilise désormais des politiques monétaires non conventionnelles, tout d'abord elle utilise des instruments conventionnelles mais de façon non conventionnelle (taux de refinancement, taux de facilité permanent de dépôt et de prêt marginal). Elle a aussi procédé à des achats massifs d'obligations étatique pour augmenter la liquidité des banques et leur faire supporter moins de risque mais aussi et surtout pour augmenter la capacité d'emprunt des banques et ainsi relancer l'économie à travers la consommation et la croissance. Le pouvoir des mots a été prouvé aux Etats-Unis quand la Fed a annoncé maintenir ses taux sur une période donnée, la BCE a eu recours également à cette technique qu'est le *forward guidance*.

L'efficacité de ces politiques reste mitigée puisque malgré tout la crise perdure et menace la stabilité de la zone. En tout cas c'est ce qu'affirme le prix Nobel de la paix de 2001 dans son livre consacré à l'euro, il n'est d'ailleurs pas le seul ; grand nombre d'économistes ont consacré leur pensée sur le sujet. Joseph Stiglitz propose deux solutions pour la sortie de crise mais en parallèle un ensemble de réformes (sept). Les économistes considèrent la crise comme un ensemble de crise (bancaire, dettes souveraines et une crise de sous investissement et des déséquilibres régionaux).

La BCE continuera-t-elle avec ses mesures dites non conventionnelles pour sortir de la crise ? Va-t-elle avoir recours à de nouvelles politiques ? Les réformes tant prônées par les économistes seront-elles utiles pour sortir la zone euro de la crise ?

Ce sont-là des questions qui nous viennent, et qui méritent d'être développées par d'autres travaux.

# **Conclusion Générale**

En définitive, on peut affirmer que l'endettement public existe depuis le jeune âge de l'histoire de l'Homme ; des royaumes aux républiques cela a toujours eu un lien direct avec la gestion collective de la société quelle qu'en soit la terminologie employée. Mais les excès de l'individualisme et de l'économie capitaliste ont donné une avidité sans limite à l'homme. L'endettement public à ses origines était non rémunéré. Par la suite certains fortunes fournissent des financements aux empires antiques en échange des privilèges sociaux et des noblesses, parfois même dans la cité pouvait décider de ne pas s'en acquitter. Ce qui était le cas de la Grèce antique après des guerres et des crises graves mettant l'avenir de la cité en jeu.

Par ailleurs dans les cités romaines elles étaient sous forme d'avance tant en nature que sous forme de prêt d'argent généralement sans intérêt. L'endettement à long terme fut justifié pour la première fois par le moine THOMAS de MARLBOROUGH en évoquant que le couvent est immortel non l'évêque au début du treizième siècle. Pour financer un procès intenté à l'évêque Worcester, d'où l'institutionnalisation de la dette publique. Depuis le douzième siècle, les services de la dette (intérêt) sont de plus en plus élevés. Au 12<sup>ème</sup> siècle, saint Louis roi de France fait appel à l'endettement public au 17<sup>e</sup> siècle, dette de la monarchie française s'accroît ainsi que celle de la grande Bretagne.

Les causes de la généralisation de l'endettement public s'expliquent par les guerres, les crises, les marchés financiers et le système de sécurité sociale. Au cours des deux derniers siècles la dette publique a atteint des niveaux astronomiques notamment dans les pays développés. Les économistes ont depuis longtemps mené un débat sans fin sur la dette publique et politique monétaire en ce qui concerne le domaine de la politique économique. En effet, selon les classiques la monnaie n'est qu'un moyen d'échange. Elle n'a aucun effet sur l'activité économique. Pour eux, mettre un plancher aux salaires nominaux ne fait qu'accroître les coûts de production réduisant ainsi l'offre de biens et de services. Le budget de l'état ne doit pas servir de stimulus à la demande. Cette conception classique est catégoriquement niée par la macroéconomie keynésienne. Selon elle, en situation de récession la politique budgétaire est un plier qui permet de relancer la demande de consommation, d'investissement et donc de relever la croissance de la production. La priorité pour les néolibéraux, c'est la stabilité des prix.

C'est dans ce paradigme que la BCE inscrit le cadre de sa mission. En effet, selon son statut, la BCE est indépendante de toute influence d'une quelconque institution politique ou

étatique. Son objectif ultime est de défendre la stabilité des prix. Le concept du *no bail out* qui stipule que la banque ne doit ni acheter ni garantir la vente des titres de dette d'un Etat ou d'une banque quelconque sans que la garantie requise ne soit fournie est l'un des principes fondamentaux de la BCE ainsi que des BCN de la zone euro. Cela signifie que ni la BCE ni les BCN ne doivent intervenir pour renflouer les trésors excessivement endettés au point de ne pas pouvoir lever de font sur les marchés financiers pour faire face à ses dépenses.

La crise de la dette publique (notamment la dette souveraine) apparait en Europe, à la suite de la crise des *subprimes* qui a éclaté aux états unis et s'est entendue sur l'économie mondiale. La crise des *subprimes* est la première cause de la crise des dettes souveraines car c'est au cours de cette crise qui a affaibli les banques européennes que les Etats ont été poussés à s'endetter lourdement pour soutenir le secteur des banques. Cet endettement lui-même trouvant sa source dans les marchés financiers qui offrent une très grande liquidité pour les titres souverains est ainsi devenu une source de financement par excellence. Puisque ces liquidités n'ont pas été injectées dans l'économie réelle il va de soi qu'une crise s'en suit.

Cependant, la crise une fois déclenchée, les agences de notation ont été accusées elles aussi d'avoir aggravé la crise en abaissant les notes de presque tous les pays de la zone euro. Les marchés se sont alors mis à spéculer contre l'euro et surtout contre certains titres souverains. Les pays de la zone ne pouvant plus profiter du levier de la politique monétaire sont handicapés et ne peuvent utiliser non plus la monnaie unique pour relancer leur compétitivité car celle si est considéré comme trop forte. La volonté absolue de la BCE de vouloir maintenir la stabilité des prix empêche les Etats de relancer l'économie à cause des restrictions budgétaires énormes.

La crise de la dette publique (souveraine) se manifeste de plusieurs manières, on voit en premier lieu les plans de relances engagés encore une fois avec des reformes profonds qui n'ont d'ailleurs servies qu'à aggraver l'endettement des pays comme la Grèce. Cette crise se manifeste également à travers la montée en puissance de la BCE. En effet, cette dernière est considérée comme la seule à avoir profité de la crise pour mettre en avant sa doctrine et surtout pour accroître sa popularité et pas qu'à travers l'Europe. Les décisions de la BCE sont désormais attendues par le grand public.

Mais la crise ayant atteint un point culminant avec en plus une inflation négative en fin 2014 la BCE a complètement changé de tactique en adoptant une politique monétaire plus

accommodante et plus lisible même si elle s'était engagée dans cette voie antérieurement. Depuis 2014 ces mesures non conventionnelles s'étendent sur plusieurs volets.

Tout d'abord, en 2014, le taux des principales opérations de refinancement est fixé à zéro (0%). Pour accompagner mesure de l'effet escompté (assurer la fourniture de liquidités à l'économie), elle abaisse le taux de la facilité de dépôt à -0,15% à la même date, puis à -0,35% en mai 2015 et à -0,4% en mars 2016. Le taux de la facilité de prêt marginal est également fixé à 0% depuis mars 2014.

La BCE a également mis en place une suite de programme visant à faciliter la liquidité des actifs publics. Cette action est concrétisée par le programme d'achat de titres sécurisée au marché secondaire (*securities market programme* – SMP), en mai 2010. De 2014 à 2015 ce programme va s'étendre au niveau des ABS notamment les CDO et les CLO suite à la recrudescence des inquiétudes du marché à cause de la déflation (-0,2%). Le montant mensuel des opérations réalisées par la BCE est de 60 milliards d'euro depuis 2014. En avril 2016 ce montant est placé jusqu'à 80 milliard d'euro par mois jusqu'à la fin de l'année dans le cadre de L'APP. En 2014 également, les délais des opérations de refinancement ont été allongés jusqu'à 4 ans, alors qu'avant, ces échéances allaient d'une semaine à un an seulement. Ce programme appelé TLTRO est suivi de deux autres programmes : ABSPP, CBPP et de l'APP en 2016. Pour le programme de l'APP plus de 80% des achats sont consacrés aux actifs publics (PSPP) et le reste est réparti entre le CBPP, les ABSPP et particulièrement les CSPP (*corporate sector purchase programme*) mis en œuvre en juin 2016 au nom du secteur des entreprises. Il faut noter que pour les entreprises publiques, les achats du CSPP se font uniquement sur les marchés secondaires, pour les entreprises privées cela se fait aussi sur les marchés primaires par la BCE.

L'ensemble de ces mesures ont abouties à un certain nombre d'éléments qui caractérisent leur efficacité. En premier lieu, le taux de la facilité de dépôt négatif s'étend sur les taux du marché monétaire ; l'EONIA, l'*euribor* 3 mois et l'*euribor* 6 mois qui passe à leur tour en zone négative.

Ensuite, les cours d'obligation d'Etats à 10 ans ont bénéficié d'une baisse notable dans bon nombre des pays de la zone euro. En 2016, les mesures non conventionnelles ont permis de réduire également la volatilité des cours liées aux anticipations du marché. Selon les autorités de la BCE cela a permis de réduire les difficultés de l'accès aux financements des marchés tant pour le public que le privé. Ces mesures ont permis d'injecter directement 600

milliards d'euro dans le circuit en 2015. Par ailleurs la réduction de coûts de financement et largement palpable grâce à la baisse des taux directeurs.

En outre, le déficit budgétaire a continué de baisser en 2016 passant de 2,1% du PIB en 2015 à 1,8% en moyenne. Le ratio dette public/ PIB a également diminué de plus de 90% en 2015 à environ 85%.

En plus, les indicateurs économiques fondamentaux se sont améliorés en général dans la zone euro. En effet, la croissance s'est établie à 2% en 2015 (moyenne annuelle). Puis à 1,7% en 2016.

En dépit des exploits des mesures non conventionnelles de la BCE, les résultats ne sont pas satisfaisants. Car la cible de l'inflation proche de 2% n'est toujours pas atteinte. La croissance est également moins dynamique par rapport aux attentes et la situation générale de l'endettement public reste encore élevée en 2016 selon les critères de Maastricht. C'est pour toutes ces raisons que le débat reste ouvert sur l'endettement public au sein de la zone euro. Certains experts soupçonnent ces mesures de semer les graines d'une crise encore plus alarmante, puisque ces accommodations encouragent davantage l'endettement qui continue d'accroître dans certains pays membres. Des propositions alternatives sont faites à la majorité des échelles de la politique économique. Certains prônent la mise en place d'un trésor commun, d'autres suggèrent la mutualisation de la portion soutenable des dettes publiques, c'est-à-dire les 60% du PIB et d'autres la partie supplémentaire à cette proportions. Quoiqu'il soit la controverse demeure à la une sur ce sujet en cette fin de 2016.

Au cours de cette recherche, nous avons rencontré certaines difficultés dont le recueil d'informations pertinentes et actualisées du côté des ouvrages au sein de la bibliothèque. Même si ces informations sont disponibles sur internet, la fiabilité reste encore une difficulté majeure vue la délicatesse du sujet. Cependant, les limites de ce sujet se situent au niveau de la recherche scientifique, même si des travaux ont été initiés à ce propos.

D'autres limites sont encore à souligner comme l'histoire même de la crise souveraine qui, à ce jour n'a pas atteint sa propre limite. Enfin certaines questions suscitent la curiosité intellectuelle à ce propos telle que :

La politique accommodante suffira-t-elle pour la sortie de crise ?

Faudra-t-il encore que la BCE s'implique davantage ?

Quelles alternatives de la politique économique ou monétaire?

# **Bibliographie**

### **Bibliographie:**

#### **Ouvrages:**

- AGLIETTA Michel, Thomas BRAND « Un new deal pour l'Europe », édition Odile Jacob mars 2013.
  - d'ARVISENET Philippe « les politiques monétaires dans la tempête » ,édition economica, paris 2014
  - BAILY Jean-Luc "économie monétaire et financière", édition Bréal, paris 2006.
  - BENASSY Agnès " politique économie" édition Boeck, paris, 2004.
  - BIASUTTI Jean Pierre, BRAQUET Laurent « comprendre la dette publique »,édition bréal, paris 2012.
  - Gjrebine andré « la dette publique et comment s'en débarrasser » presses universitaire de France ; paris 2015
  - MOURGUES Michelle de, « macroéconomie monétaire »,economica, paris 2000.
  - DEPLACE Marie « monnaie et financement de l'économie»édition Dunod, paris, 2003.
  - HUART Florence, « économie des finances publiques », édition Dunod, paris, 2012.
  - JACOUD Gilles « L'Europe monétaire » édition Armand Collin,janvier , Paris, 2006.
  - JACQUES ADDA « La mondialisation de l'économie », Paris mai 2012, collection grand repère.
  - MANKIW GREGORY « macroéconomie » 5é édition ;nouveaux horizons ;paris ; septembre 2010
  - NARASSIGUIN Philippe « l'unification monétaire européenne », édition economica, paris,
  - PAPADIA Francesco,SANTINI Carlo, « la banque centrale européenne » , banque éditeur imprimerie Jouve, février 1999.
- VOISIN Michel «monnaie et politique monétaire » édition Bréal, Paris2006.

#### **Articles et revues :**

- DEVOLUY Michel « un regard intransigeant sur l'Europe » résumé du livre de Joseph STIGLITZ.
- FILLEULE Renaud «La crise de la dette souveraine en Europe». Université de LILLE 2012
- Journal le monde, publie le 3/ 7 / 2015.
- La politique monétaire de la BCE 2004.

- Les echos.fr, crise de l'euro : les solutions préconisées par 17 économistes européens, 24/07/2017.
- MIGUET François, « Taux d'intérêt négatifs : douze regards » Institut messine, article publié en janvier 2016
- Sylvain BAILLE HACHE, Stéphanie KARAM « conjoncture, taux et politique monétaire négatifs », septembre 2016.

### **Etudes et rapports :**

- Banque centrale européenne : rapport annuel 2016.
- Banque de France, documents-débats, « le rôle des agences de notation dans la crise de l'endettement souverain », PDF, mai 2012.

### **Mémoire et Thèse :**

- FONTAN Clément « Une institution politique à l'épreuve de la crise : la banque centrale européenne dans l'union économique et monétaire, (août 2007-janvier 2012) », thèse de doctorat dirigée par Sabine SAURUGGER, université de Grenoble.
- FOURNIAL Emmanuel « la politique monétaire de BCE pendant la crise », Mémoire HEC PARIS le 15/06/2015 responsable : Patrick LEGLAND
- KENKOUO Albert, soutenabilité de la dette publique des pays post PPTE de la zone franc, mémoire online 2008.

### **Site internet :**

- [Www. Prêts. Caisses des dépôts.fr](http://www.Prêts.Caisses.des.dépôts.fr)
- [www.l'entreprenariat.net](http://www.l'entreprenariat.net)
- [www.multitudes.net](http://www.multitudes.net)
- [www.toupie.org](http://www.toupie.org)
- [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
- [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)
- [www.memoireonline.com](http://www.memoireonline.com)
- [WWW.Leséchos.fr](http://WWW.Leséchos.fr)

# **Annexes**

**Annexe N°1****Tableau n°5** : composition de la dette publique des pays de l'union européenne en 2009 (en % du total)

	Par instrument	Par détenteurs	Par maturité	Par monnaie d'émission
	Titres*	Reste du monde	Echéance < 1 an	Devises étrangères
Belgique	89.3	57.0	85.1	0.2
Bulgarie	58.3	56.9	99.8	77.1
République tchèque	86.3	27.6	93.7	16.4
Danemark	79.0	:	95.8	:
Allemagne	74.1	50.2	90.3	1.5
Estonie	24.1	46.3	98.5	87.0
Irlande	87.5	59.8	76.0	0.0
Espagne	84.1	46.3	82.1	1.7
France	84.7	56.9	82.3	:
Italie	83.4	42.7	82.7	0.2
Lettonie	28.9	69.5	85.3	74.7
Lituanie	84.1	70.1	95.6	91.5
Luxemburg	36.2	2.6	92.7	0.0
Hongrie**	81.8	51.6	89.4	40.1
Malte	93.5	5.7	86.4	0.0
Pays-Bas	77.2	68.4	79.9	4.9
Autriche	86.9	78.5	94.5	:
Pologne	86.5	37.5	93.1	:
Portugal	83.0	74.5	73.7	1.6
Roumanie	50.7	29.2	77.2	60.5
Slovénie	90.9	:	93.2	0.2
Slovaquie	91.3	35.2	95.0	0.3
Finlande	81.8	79.1	81.3	:
Suède	77.1	27.5	74.7	:
Royaume-Uni**	17.4**	:	:	0.0

Source : Florence Huart : Economie des finances publiques, Dunod, Paris, 2012 ,p222.

: Non disponible. Les données de la Grèce et de Chypre ne sont pas disponibles.

\*part des titres autres que les actions et produits financiers dérivés. \*\*2008.

**ANNEXE N°2**

TABLEAU N° 6 : Le chômage (en pourcentage de la population active) :

	2009-2012	2013	2014	2015	2016
Belgique	8,1	8.4	8.5	8.5	8.0
Allemagne	5,8	5.2	5.0	4.6	4.1
Estonie	10,7	8.6	7.4	6.2	6.8
Irlande	12,7	13.1	11.3	9.4	7.9
Grèce	20,5	27.5	26.5	24.9	23.5
Espagne	22,4	26.1	24.5	22.1	19.6
France	9,8	10.3	10.3	10.4	10.0
Italie	10,3	12.1	12.7	11.9	11.7
Chypre	11,2	15.9	16.1	14.9	13.3
Lettonie	14,4	11.9	10.8	9.9	9.6
Lituanie	13,2	11.8	10.7	9.1	7.9
Luxembourg	5,4	5.9	6.0	6.5	6.3
Malte	6,3	6.4	5.8	5.4	4.8
Pays-Bas	6,0	7.3	7.4	6.9	6.0
Autriche	5,2	5.4	5.6	5.7	6.0
Portugal	13,5	16.4	14.1	12.6	11.2
Slovénie	8,4	10.1	9.7	9.0	7.9
Slovaquie	13,3	14.2	13.2	11.5	9.7
Finlande	8,3	8.2	8.7	9.4	8.8
Zone euro	10,8	12.0	11.6	10.9	10.0
Union Européenne	9,9	10.9	10.2	9.4	8.5
Etats-Unis	7,8	7.4	6.2	5.3	4.9
Japon	4,3	4.0	3.6	3.4	3.1

Adapté de rapport annuel de la bce année 2016 S24

**ANNEXE N°3**

Tableau n° 7 : Rendements des obligations d'état à long terme (taux annuel moyen) :

	2009-2012	2013	2014	2015	2016
Belgique	2.5	2.4	1.7	0.8	0.5
Allemagne	1.7	1.6	1.2	0.5	0.1
Estonie	/	/	/	/	/
Irlande	4.4	3.8	2.4	1.2	0.7
Grèce	11.0	10.1	6.9	9.7	8.4
Espagne	3.7	4.6	2.7	1.7	1.4
France	2.2	2.2	1.7	0.8	0.5
Italie	3.7	4.3	2.9	1.7	1.5
Chypre	5.3	6.5	6.0	4.5	3.8
Lettonie	5.1	3.3	2.5	1.0	0.5
Lituanie	4.8	3.8	2.8	1.4	0.9
Luxembourg	2.0	1.9	1.3	0.4	0.3
Malte	3.2	3.4	2.6	1.5	0.9
Pays-Bas	2.0	2.0	1.5	0.7	0.3
Autriche	2.2	2.0	1.5	0.7	0.4
Portugal	5.8	6.3	3.8	2.4	3.2
Slovénie	3.9	5.8	3.3	1.7	1.1
Slovaquie	3.0	3.2	2.1	0.9	0.5
Finlande	2.0	1.9	1.4	0.7	0.4
Zone euro	2.9	3.0	2.0	1.2	0.9
Union Européenne	2.9	3.0	2.2	1.4	1.1
Etats-Unis	2.5	2.3	2.5	2.1	1.8
Japon	0.8	0.7	0.6	0.4	0.0

Adapté du rapport annuel de la BCE 2016 s4

## ANNEXE N°4

Tableau n° 8 : La dette publique brute (en % du PIB) [2009-2015] dans la zone euro :

	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgique	103.3	104.1	105.4	106.5	105.6
Allemagne	76.5	79.9	77.5	74.9	71.2
Estonie	8.6	9.7	10.2	10.7	10.1
Irlande	97.2	119.5	119.5	105.9	78.6
Grèce	162.7	177.4	177.4	179.7	177.4
Espagne	80.5	95.4	95.4	100.4	99.8
France	88.5	92.3	92.3	95.3	96.2
Italie	123.0	129.0	129.0	131.9	132.3
Chypre	81.5	102.2	102.2	107.1	107.5
Lettonie	40.6	39.0	39.0	40.7	36.3
Lituanie	37.6	38.7	38.7	40.5	42.7
Luxembourg	20.7	23.5	23.5	22.7	22.1
Malte	67.5	68.4	68.4	67.0	64.0
Pays-Bas	63.6	67.7	67.7	67.9	65.1
Autriche	82.7	81.3	81.3	84.4	85.5
Portugal	115.1	129.0	129.00	130.6	129.0
Slovénie	58.4	71.0	71.0	80.9	83.2
Slovaquie	47.7	54.7	54.7	53.6	52.5
Finlande	53.1	56.5	56.5	60.2	63.6
<b>Zone euro</b>	<b>87.4</b>	<b>89.5</b>	<b>91.3</b>	<b>92.0</b>	<b>90.4</b>

Adapté de RAPPORT ANNUEL DE LA BCE 2016 S43

## ANNEXE N°5

Tableau n°9

Comparaison des prévisions relatives à la croissance du PIB en volume et à la progression de l'IPCH dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

	Date de publication	Croissance du PIB			Hausse de l'IPCH		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projections des services de la BCE	Mars 2016	1,4 [1,0-1,8]	1,7 [0,7-2,7]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [-0,2-0,4]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,8-2,4]
Commission européenne	Février 2016	1,7	1,9	-	0,5	1,5	-
OCDE	Fév. 2016/nov. 2015	1,4	1,7	-	0,9	1,3	-
Baromètre de la zone euro	Février 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Consensus économique	Février 2016	1,6	1,7	-	0,5	1,5	-
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Janvier 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
FMI	Janv. 2016/oct. 2015	1,7	1,7	-	1,0	1,3	-

Sources : Prévisions économiques européennes de la Commission européenne (hiver 2016) ; FMI, mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2016 (PIB) et Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2015 (hausse de l'IPCH) ; mise à jour des Perspectives économiques de l'OCDE, février 2016 (PIB) et Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2015 (hausse de l'IPCH) ; Consensus économique ; MJEconomics ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

Notes : les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE et les prévisions établies par l'OCDE indiquent des taux de croissance annuels corrigés du nombre de jours ouvrés, alors que la Commission européenne et le FMI annoncent des taux de croissance annuels non corrigés. Les autres prévisions ne précisent pas sur quelle base elles sont fondées.

Projections macroéconomique pour la zone euro établie par les services de la BCE mars 2016,p

## ANNEXE N°6

TABLEAU N° 10 : projections macroéconomiques pour la zone euro

	Mars 2016				Décembre 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
PIB en volume <sup>1)</sup>	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,6 - 3,0] <sup>2)</sup>	[1,4 - 1,6] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>2)</sup>
Consommation privée	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Consommation publique	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
FBCF	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Exportations <sup>3)</sup>	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Importations <sup>3)</sup>	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Emploi	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Taux de chômage (% de la population active)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
IPCH	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 - 0,4] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,4] <sup>2)</sup>	[0,1 - 0,1] <sup>2)</sup>	[0,5 - 1,5] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>2)</sup>
IPCH hors énergie	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
IPCH hors énergie et produits alimentaires	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Coûts unitaires de main-d'œuvre	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Rémunération par tête	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Productivité du travail	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Solde budgétaire structurel (% du PIB) <sup>5)</sup>	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Solde du compte courant (% du PIB)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

1) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

2) Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, décembre 2009, disponible sur son site Internet.

3) Y compris les échanges intra-zone euro.

4) Le sous-indice est basé sur des estimations de l'incidence réelle de la fiscalité indirecte. Il peut différer des données d'Eurostat, qui sont fondées sur une répercussion totale et immédiate des effets de la fiscalité sur l'IPCH.

5) Calculé comme le solde budgétaire net des effets transitoires du cycle économique et des mesures temporaires adoptées par les gouvernements (pour une description de l'approche du SEBC, cf. *document de travail*, n° 77, BCE, septembre 2001, et *document de travail*, n° 579, BCE, janvier 2007). La projection pour le solde structurel n'est pas établie à partir d'une mesure agrégée de l'écart de production. Dans le cadre de la méthodologie du SEBC, les composantes conjoncturelles sont calculées séparément pour les différents postes de dépenses et de recettes. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques* du Bulletin mensuel de la BCE de mars 2012 et l'encadré intitulé *Le solde budgétaire structurel considéré comme un indicateur de la situation budgétaire sous-jacente*, publié dans le Bulletin mensuel de la BCE de septembre 2014.

Projections macroéconomique pour la zone euro établie par les services de la BCE mars 2016,p10

# **Table des matières**

# Table des matières

## Remerciement

Dédicace

Dédicace

Résumé

Sommaire

**Introduction générale.....7**

## Chapitre I : Généralité sur la dette publique et la politique monétaire

**Introduction.....12**

**Section1 : Dette publique : cadre conceptuel et historique.....13**

1.1 Concepts liés à la dette publique.....13

1.1.1 Définition de la dette publique .....13

1.1.2 Notion de dette souveraine .....14

1.1.3 Dette de la nation .....14

1.1.4 Dette privée.....15

1.1.5 Notion de budget public.....15

1.2 la conception théorique de la dette publique .....15

1.2.1 la conception classique de la dette.....15

1.2.2 l'utilité de la dette publique pour Keynes.....16

1.3 Historique de la dette publique.....17

1.3.1 Apparition .....17

1.3.2 Causes de la dette publique.....18

1.3.2.1 Les guerres et les crises.....18

1.3.2.2 Les marchés financiers.....19

1.3.2.3 Les systèmes de sécurité sociale.....19

1.3 L'évolution de l'endettement dans le monde.....20

**Section2 : Définitions et théories de la politique monétaire.....22**

2.1 Définitions de la politique monétaire.....23

2.2 Théories de la politique monétaire.....23

2.2.1 Le modèle keynésien.....23

2.2.2 Etude néo-classique.....24

2.2.3 Synthèse keynésienne-néo-classique.....25

**Section3. Instruments et Canaux de transmission de la politique monétaire.....26**

3.1 Instruments de la politique monétaire.....26

3.1.1 Instruments indirects.....	26
3.1.1.1 Le taux de réescompte.....	26
3.1.1.2 <i>L'open market</i> .....	27
3.1.1.3 Les réserves obligatoires.....	28
3.1.2 Instruments directs.....	28
3.1.2.1 La sélectivité .....	29
3.1.2.2 l'encadrement du crédit.....	29
3.2 Canaux de transmission.....	30
3.2.1 Canal du taux d'intérêt.....	30
3.2.2 Canal du crédit .....	31
3.2.3 Canal du prix des autres actifs.....	31
3.2.3.1 le canal de taux de change.....	32
3.2.3.2 le canal du cours des actions .....	32
3.2.4 Le canal de l'information. ....	32
3.3 Lien entre la monnaie et la dette publique.....	33
<b>Conclusion.....</b>	<b>34</b>
<b>Chapitre II : La zone euro et la crise de la dette souveraine</b>	
<b>Introduction .....</b>	<b>36</b>
<b>Section 1. Fondements historiques et institutionnelles de la zone.....</b>	<b>37</b>
1.1 Historique de la création.....	37
1.1.1 Traité de Maastricht.....	37
1.1.2 Pacte de stabilité.....	38
1.2 Présentation de la zone euro et de la BCE.....	40
1.2.1 La composition de la zone.....	40
1.2.2 Organisation de la BCE.....	41
1.2.3 La politique monétaire de la BCE : .....	44
1.2.4 Indépendance de la BCE.....	46
<b>Section2 : Causes et manifestations de la crise de la dette souveraine.....</b>	<b>47</b>
2.1 Causes de la crise de la dette souveraine .....	47
2.1.1 Les déséquilibres économiques.....	47
2.1.2 La crise des « subprimes » .....	51
2.2 Manifestation de la crise souveraine.....	52
2.2.1 Eclatement de la crise.....	52
2.3.2 Réformes PSC.....	53

2.3.3 Cessation de paiement de l'Etat grecque.....	55
2.3.4 Le rôle aggravant des agences de notations .....	56
2.3.5 La BCE à l'heure de la crise : .....	57
<b>Conclusion.....</b>	<b>59</b>
<b>Chapitre III : La politique monétaire de la BCE pendant la crise</b>	
<b>Introduction.....</b>	<b>61</b>
<b>Section1 : La remise en cause de la politique monétaire de la BCE et les taux d'intérêt directeurs.....</b>	<b>62</b>
1.1 Remise en cause la doctrine monétaire de la BCE.....	62
1.2 Le taux directeurs de la BCE .....	65
1.2.1 Le taux de refinancement .....	65
1.2.2 Le taux de la facilité de dépôt.....	65
1.2.3 Le taux de la facilité de prêt marginal.....	65
<b>Section 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles.....</b>	<b>67</b>
2.1 Le « <i>quantitative easing</i> » .....	67
2.2 La stratégie de communication de la BCE : le « forward guidance » .....	70
<b>Section 3 : L'analyse de l'efficacité des politiques non conventionnelles et les propositions de sortie de crise.....</b>	<b>72</b>
3.1 Les taux du marché monétaire négatifs.....	72
3.2 Réduction de la volatilité des cours.....	73
3.3 Reprise nette de l'inflation et la croissance.....	75
3.3.1 La croissance : demande, production et emploi .....	75
3.3.2 L'inflation : l'indice des prix à la consommation harmonisé.....	77
3.4 Proposition de sortie de crise et réformes: .....	79
3.4.1 La proposition de Joseph Stiglitz.....	79
3.4.2 La modeste proposition.....	79
3.4.3 Les économistes du journal <i>Échos</i> .....	80
3.4.4 Réformes.....	81
<b>Conclusion .....</b>	<b>82</b>
<b>Conclusion Générale .....</b>	<b>84</b>
<b>Bibliographie.....</b>	<b>89</b>
<b>Annexes.....</b>	<b>92</b>
<b>Table des matières .....</b>	<b>98</b>



# Liste des tableaux

# Liste des tableaux et graphes

---

## Liste des Tableaux :

<b>Tableau N° 01</b> : Classement des 10 pays les plus endettés.....	20
<b>Tableau N° 02</b> : La dette publique en % du PIB.....	21
<b>Tableau N° 03</b> : représentation sommaire des différentes catégories d'objectifs.....	30
<b>Tableau N° 04</b> : Clé de répartition du capitale de la BCE.....	42
<b>Tableau N° 05</b> : composition de la dette publique des pays de l'union européenne en 2009 (en % du total).....	92
<b>Tableau N° 06</b> : Le chômage (en pourcentage de la population active).....	93
<b>Tableau N° 07</b> : Rendements des obligations d'état à long terme (taux annuel moyen).....	94
<b>Tableau N° 08</b> : La dette publique brute (en % du PIB) [2009-2015] dans la zone euro.....	95
<b>Tableau N° 09</b> : comparaison des prévisions relatives à la croissance du PIB en volume et en progression de l'IPC dans la zone euro.....	95
<b>Tableau N° 10</b> : projections macroéconomiques pour la zone euro.....	96

## Liste des Graphes :

<b>Graphe N° 01</b> : La carte géographique de la Zone euro.....	40
<b>Graphe N° 02</b> : Les organes de décisions de la BCE.....	43
<b>Graphe N° 03</b> : Evolution des taux directeurs de la BCE.....	65
<b>Graphe N° 04</b> : Schéma théorique de l'influence des taux directeurs sur les prix des biens et services.....	66
<b>Graphe N° 05</b> : Coût composite du financement par endettement des banques (coût composite du financement par les dépôts et du financement de marché non sécurisé : pourcentages annuels).....	68
<b>Graphe N° 06</b> : Achats mensuels réalisés en 2016 dans le cadre des différents programmes de l'a APP.....	70
<b>Graphe N° 07</b> : L'évaluation des taux du marché monétaire et l'excédant de liquidité en 2016.....	72

## Liste des tableaux et graphes

---

<b>Grappe N° 08:</b> Evolution des taux des obligations d'états à 10 ans.....	73
<b>Grappe N° 09 :</b> Rendement des emprunts souverains à dix ans, en pourcentage annuel (données quotidiennes).....	74
<b>Grappe N°10:</b> PIB en volume de la zone Euro.....	76
<b>Grappe N° 11:</b> Variation de l'IPCH et contributions par composantes.....	78
<b>Grappe N° 12:</b> Evolution du marché du travail (2008 à 2016).....	78.