

Chronique de politique monétaire

RÉFLEXIONS SUR L'HYPERTROPHIE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONDUITE PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Introduction : « Les politiques monétaires actuelles me plongent dans un abîme de doutes »

C'est en ces termes, qu'en mai 2016, Jacques de Larosière traduisait le trouble suscité par l'évolution récente des politiques monétaires.

Réaction inquiétante d'un expert ayant assumé de lourdes responsabilités dans l'ordre monétaire international et européen¹. D'autant que ce trouble est assez largement ressenti et, souvent, exprimé en termes beaucoup moins nuancés. Certains n'hésitent pas, en effet, à dénoncer une folie collective des banques centrales [Artus et Virard 2016]. Les banquiers centraux, hier technocrates inconnus, seraient devenus les nouveaux maîtres du monde. On compterait, aujourd'hui, sur leurs interventions pour faire repartir la croissance, combattre la déflation, résoudre les problèmes d'endettement des États, empêcher l'éclatement de la zone euro. Depuis 2008, ces banquiers centraux auraient cherché à éviter un dé-

sastre pire que celui de 1929 en injectant des milliers de milliards d'euros dans l'économie. Mais, en inondant de liquidités l'économie mondiale, ils l'auraient plongée dans une crise financière géante où chaque secousse serait suivie de répliques toujours plus désastreuses.

La Banque centrale européenne (BCE) est-elle atteinte par cette folie des banques centrales ? Sa politique nous conduit-elle vers l'abîme de doutes évoqué par Jacques de Larosière ?

Il faut, tout d'abord, noter que la BCE n'a jamais rencontré un consensus général. Certains ont même prédit que les dérives acceptées par l'institution ne pourraient que conduire à la catastrophe. Ainsi, en Allemagne, la *Bundesbank* n'a pas hésité, à de multiples reprises, à marquer ses réserves, voire sa totale opposition, sur certaines options retenues par la BCE. Dans le pays le plus important de la zone euro, les conservateurs et certains milieux financiers ont affiché une véritable aversion vis-à-vis de la politique monétaire de la BCE. Le nouveau parti politique *Alternativ für Deutschland*, lancé il y a 4 ans par un quarteron de professeurs d'économie de la prestigieuse université de Tübingen, qui est devenu très rapidement la troisième force politique allemande avec 15% environ de l'électorat, n'avait,

¹ Jacques de Larosière, Directeur général du Fonds monétaire international (1978-1987), Gouverneur de la Banque de France (1987-1993), Président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (1993-1998), auteur d'un rapport remarqué sur la supervision financière européenne en 2009.

à l'origine, pour tout programme que la sortie de la zone euro, concrétisant par là le rejet définitif de la politique monétaire conduite par la BCE. Cette défiance s'est propagée dans nombre d'autres États de la zone euro. À cet égard, la France n'a pas manqué de Cassandra pour dénoncer l'impossible défi auquel la BCE était confrontée. Dès 2009, certains n'hésitaient pas à proclamer la fin de l'euro [Saint-Étienne 2009]. À l'automne 2011, Jacques Attali pronostiquait que l'euro avait une chance sur deux de disparaître avant la Saint-Sylvestre !

Nous n'entendons pas, ici, reprendre les multiples controverses sur la viabilité de l'euro mais, plus précisément, soumettre à la réflexion un constat : c'est par une politique monétaire spécifique que la BCE, depuis plusieurs années, entend relever les défis de la zone euro. Dans un contexte mondial éruptif (crise économique et financière mondiale depuis 2008), confrontée à une architecture incomplète de la zone euro, la BCE engage sa politique monétaire sur la voie de l'hypertrophie (augmentation importante du volume d'un organe avec ou sans altération anatomique). Elle organise, dans ce but, une triple démarche :

- élargissement des objectifs de la politique monétaire,
- développement d'une panoplie extensive des interventions,
- utilisation intensive et systématique de tous les instruments de la politique monétaire.

Les interactions entre ces trois éléments débouchent sur une hypertrophie comportant de multiples conséquences. On peut discerner, sur l'une des faces de cette hypertrophie, les apports de la nouvelle stratégie (1), alors que, sur l'autre face de l'hypertrophie, s'insistent les risques d'une telle aventure (2).

1. Les apports de la politique monétaire hypertrophiée conduite par la BCE

La zone euro recèle dans ses structures et son fonctionnement un certain nombre de paradoxes (Bourrinet et Vigneron 2010). Parmi ces paradoxes, la double solitude que connaît la BCE au sein de l'Union économique et monétaire (solitude institutionnelle prolongée par une solitude opérationnelle) pose un problème majeur.

Face à une BCE totalement indépendante, disposant de toutes les prérogatives en matière de politique monétaire, on trouve un Eurogroupe, simple réunion des ministres des finances des États membres de la zone euro, qui doit assurer, à défaut d'une politique économique unifiée dans cette zone, la coordination des politiques économiques nationales. Cette impérative obligation de coordination des politiques nationales est précisée, dès l'origine, par l'article 104 du Traité instituant la Communauté européenne (1957). Elle est reprise dans le premier mémorandum de la Commission européenne sur l'Union économique et monétaire (1968). Elle est chiffrée, à la décimale près, par le Pacte de stabilité et de croissance (1997). Elle est, enfin, ressassée en permanence depuis plus d'un demi siècle par toutes les institutions européennes : Commission, Conseil des ministres, Conseil européen, multiples « sommets européens » etc. En dépit de ces constants rappels, la réalisation effective de la coordination des politiques économiques n'a pas dépassé le stade embryonnaire en raison du faible engagement des États membres de la zone euro et du laxisme des institutions européennes dans l'application des sanctions prévues par le Pacte de stabilité et de croissance en cas de non-respect des engagements pris pour la coordination

des politiques économiques nationales. Les améliorations apportées par rapport à cet objectif par les textes européens les plus récents et par le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (2013), notamment sur le contrôle des budgets nationaux, ne suffisent pas pour garantir une convergence effective des politiques économiques nationales dans la zone euro. Les recommandations aux États membres de la Commission européenne dans le cadre de la nouvelle procédure pour déséquilibres macroéconomiques sont peu suivies en pratique. Elles sont à la fois mal reliées au diagnostic global sur la zone euro et dispersées sur des enjeux très divers.

Faute d'une politique économique unifiée ou coordonnée dans la zone euro, le *policy mix* s'avère inaccessible et contraint la BCE à une solitude opérationnelle qui, bon gré mal gré, va dériver vers une hypertrophie de la politique monétaire européenne. Lorsque les menaces se précisent contre l'euro, le Président de la BCE (notamment dans sa déclaration du 10 juillet 2012 à Londres) affirme solennellement qu'il utilisera tous les moyens de la politique monétaire et que ces moyens seront suffisants. C'est un engagement explicite vers une hypertrophie de la politique monétaire impliquant une mobilisation de tous les instruments d'intervention tant conventionnels que non conventionnels.

Mobilisation des instruments conventionnels

C'est essentiellement par le jeu des taux directeurs que la politique monétaire européenne va être orientée. La baisse continue des taux de refinancement auprès de la BCE et des taux de dépôt démarre en 2008. Le taux directeur de refinancement de 3,5% à cette date tombe brutalement à 1% en 2009 et à 0% depuis 2012. Le taux de dépôt

consenti par la BCE aux banques commerciales suit une évolution parallèle, mais tombe dans la catégorie des taux négatifs à compter de 2014.

Cette évolution des taux directeurs entend favoriser l'investissement et la consommation par une baisse significative du coût du crédit sur le moyen et le long terme et stimuler l'ensemble de l'économie. Fondamentalement, la baisse des taux et les taux négatifs se traduisent par une taxe sur l'épargne et une redistribution vers la consommation et l'investissement. Pour les États lourdement endettés, ce qui est le cas de la plupart des membres de la zone euro, la baisse des taux d'emprunt liée à l'évolution des taux directeurs de la BCE constitue une véritable aubaine, allégeant considérablement la charge de la dette. Ainsi, la France, pays lourdement endetté à un niveau proche de 2 200 milliards d'euros, qui empruntait en 2007 à un taux proche de 4%, peut se refinancer sur les emprunts à 10 ans, en 2016, au taux de 0,14% et même bénéficier de taux négatifs pour les emprunts à moins de 5 ans. Dans un contexte de faible croissance, la baisse des taux constitue également une arme contre le risque de déflation. La rapidité et l'ampleur de la baisse des taux directeurs de la BCE témoignent d'une mobilisation totale des instruments conventionnels dans le cadre de la politique monétaire hypertrophiée. Il faut cependant noter que l'efficacité de la baisse des taux directeurs s'épuise au fil du temps pour disparaître lorsque le taux zéro est atteint (situation du taux directeur de la BCE depuis 2012). L'épuisement des effets attendus des instruments conventionnels dans le cadre d'une politique monétaire hypertrophiée conduit donc la BCE vers la recherche de nouveaux instruments non conventionnels.

Mobilisation des instruments non conventionnels

Ces nouveaux moyens d'intervention de la BCE concernent principalement le rachat par la Banque centrale de dettes publiques et privées et l'octroi de facilités de crédit accordées aux établissements bancaires par la BCE pour aboutir à une politique de création monétaire accélérée dénommée le plus souvent « *quantitative easing* » ou « assouplissement quantitatif ». Cette politique, qui injecte directement dans l'économie des liquidités importantes, a été pratiquée dans plusieurs pays, notamment au Japon depuis l'an 2000 puis, à la suite de la crise financière de 2007, au Royaume-Uni de 2009 à 2013 et aux États-Unis de 2010 à 2014.

Rappelons les principales modalités de la création monétaire accélérée développées par la BCE en 4 étapes.

a) En mai 2010, l'Eurosystème adopte un programme d'acquisition de titres de dettes souveraines sur le marché secondaire. À la fin de 2011, ce programme appelé *Securities Market Programme* (SMP) avait permis d'acquérir plus de 200 milliards d'euros de titres publics essentiellement espagnols, grecs, irlandais, italiens et portugais. Ces achats ont permis de soutenir les cours de ces titres et de réduire le taux de rendement des nouvelles émissions de ces pays. Ces achats ont également dissuadé les spéculateurs prenant pour cible les États du sud de la zone euro considérés comme vulnérables.

b) À la fin de l'année 2011, l'Eurosystème a lancé un programme de prêts pour les établissements bancaires, sur 3 ans, à un taux de 1%. Baptisé *Long Term Refinancing Operations* (LTRO), ce programme, plusieurs fois prolongé, qui a dépassé, au total, la somme de 1000 milliards d'euros, avait pour but d'éviter que certaines banques ayant des difficultés à se refinancer soient contraintes à vendre des actifs à prix cassé. Cette facilité, comme les autres prêts

consentis ultérieurement au système bancaire par la BCE, a permis de constituer des réserves de liquidités pour les établissements bancaires les plus fragiles, mais s'est avérée insuffisante pour réamorcer globalement la pompe à crédit.

c) À l'automne 2012, l'Eurosystème a lancé un nouveau programme d'achat de titres souverains baptisé *Outright Monetary Transactions* (OMT). Ce programme non quantifié mais conditionnel vise les titres à maturité courte des États membres de la zone euro sous assistance du Mécanisme européen de stabilité. Le programme OMT n'a pas été mis en œuvre, mais le seul fait de sa création a provoqué un effet d'annonce important pour marquer l'engagement irréversible de la BCE dans la voie d'une politique monétaire hypertrophiée. Cette annonce a eu également des effets sur les taux d'intérêt concernant les emprunts souverains dans la zone euro en réduisant la spéculation sur les titres les plus vulnérables, provoquant une baisse sensible des taux d'emprunt (les taux des pays du sud de la zone euro qui empruntaient souvent à 13-15% ont été ramenés à une marge de 3-4%).

d) L'engagement de la BCE dans le rachat de dettes publiques et privées demeurant une nécessité pour garantir la stabilité de la zone euro, un nouveau programme d'achat de titres est annoncé en mars 2015 et baptisé *Expanded Asset Purchase Programme* (APP). Ce programme était prévu pour 2 ans avec possibilité de prolongement. Il prévoyait des sommes considérables de rachat (60 milliards d'euros mensuels rapidement portés à 80 milliards mensuels). Il devrait au total aboutir à un rachat dépassant 2 000 milliards d'euros, engageant la BCE dans la voie d'une assurance illimitée des dettes souveraines et de certaines dettes privées. Le 8 décembre 2016, la BCE a annoncé que ce programme d'achats, dans le cadre d'une gestion pragmatique et flexible, serait

prolongé jusqu'à fin 2017 et même au-delà si nécessaire, le montant des rachats mensuels étant ramené de 80 à 60 milliards d'euros. Cependant, cette nouvelle flexibilité affichée est perçue par certains comme un risque sérieux : s'engager à maintenir ces mesures accommodantes sur une aussi longue période alors que l'économie européenne semble en meilleure situation constituerait une inquiétante fuite en avant. Les marchés pourraient considérer qu'il y a un engagement vers un *quantitative easing* indéfini et la BCE se trouverait piégée par l'obligation de prolonger son programme d'achats sur une très longue période. La sortie d'une politique monétaire hypertrophiée serait-elle plus délicate à gérer que son déclenchement ?

Au total, par ces différents instruments non conventionnels, **la BCE substitue, de sa propre autorité, la stabilité financière à la stabilité des prix comme objectif principal de sa politique.** Par ailleurs, l'injection massive de liquidités dans l'économie a facilité le maintien de taux bas sur le moyen et le long terme et contribué à la baisse de l'euro au niveau international. Autant d'aides précieuses pour les États de la zone euro les plus vulnérables. Pour contrer le risque de déflation, la BCE a été conduite à développer sans cesse l'arsenal des moyens non conventionnels visant à soutenir la consommation et l'investissement face à une croissance tendancielle qui s'affaiblissait de plus en plus dans la zone euro. Cette fuite en avant, à travers l'hypertrophie de la politique monétaire, est toujours possible car il n'y a aucune limite technique à l'augmentation des bilans des banques centrales. Une banque centrale peut toujours créer de la monnaie pour racheter des actifs. Cependant, l'accroissement excessif des bilans (celui de la FED américaine a été multiplié par 6 depuis 2007 atteignant 4 200 milliards d'euros en 2016) peut susciter des inquiétudes et sur le volume

global et sur la qualité des actifs acquis. C'est une des préoccupations permanentes de la *Bundesbank* allemande concernant l'évolution du bilan de la BCE suite à l'utilisation importante des instruments non conventionnels. De ce point de vue, l'hypertrophie de la politique monétaire ne semble pas sans risques.

2. Les risques liés à l'hypertrophie de la politique monétaire conduite par la BCE

Lorsque l'argent ne coûte rien on ne fait que des bêtises.

S'il convient, à l'évidence, de relativiser cette perception populaire des conséquences de l'hypertrophie de la politique monétaire, nous devons constater que les velléités de propulser la politique monétaire au rang de remède universel viennent se fracasser sur les bases de l'économie réelle en générant différentes perturbations de court et de long terme. Ces perturbations ont un impact sur le fonctionnement des structures et sur le comportement des agents. Elles pourraient constituer, au final, une menace potentielle pesant sur la stabilité financière.

Les risques de court terme

Les principaux risques d'une politique monétaire hypertrophiée dans le court terme concernent le laminage de la rentabilité du système bancaire et des revenus de l'épargne. Les taux négatifs ont un effet déstabilisateur sur les structures financières et s'avèrent peu compatibles avec le fonctionnement d'une économie de marché.

La rentabilité du secteur bancaire repose, dans une large mesure, sur l'existence d'un différentiel entre les taux d'intérêt à long terme et les taux à court terme. La baisse

systématique des taux d'intérêt dans le cadre d'une politique monétaire hypertrophiée entraîne mécaniquement une baisse du montant de ce différentiel. C'est une perte de revenus pour les banques commerciales. On a pu constater que la marge bénéficiaire des 13 principales banques européennes avait baissé de 2,5% au premier trimestre 2016 entraînant une chute de 20% de leurs profits. De plus, dans un cadre concurrentiel renforcé, la plupart des banques rechignent à répercuter sur leurs clients les conséquences de la baisse des taux et de l'avènement des taux négatifs. Il y a là une autre cause de l'érosion des profits. La fin de la rémunération des dépôts effectués par les banques auprès de la BCE et l'instauration d'un taux négatif (-0,4%) depuis 2014 sont une autre cause de la baisse des revenus du système bancaire. En 2015, au Japon, le coût des taux négatifs pour les 3 principales banques a été évalué à 3 milliards d'euros. La chute des revenus des banques européennes devient une source de préoccupation majeure pour beaucoup d'établissements qui sont, aujourd'hui, contraints par l'alourdissement des normes prudentielles, les nouvelles règles de la supervision bancaire européenne, les tests de résistance. En outre, les incertitudes sur le montant des créances douteuses détenues par les banques de la zone euro posent problème. Ce montant est évalué à près de 1000 milliards d'euros dont 350 en Italie. Les banques espagnoles, grecques, portugaises, irlandaises sont considérées comme fragiles. En Allemagne même, la situation du principal établissement bancaire, la *Deutsche Bank*, se caractérise par une inquiétante opacité. Le renforcement des fonds propres et des ratios de solvabilité, indispensables pour améliorer la situation de nombreuses banques, est compromis par la chute des revenus du secteur bancaire consécutive à la politique des taux d'intérêt conduite par la BCE.

La baisse systématique des taux directeurs et l'avènement des taux négatifs déstabilisent les structures financières qui investissent dans les titres et obligations d'État dont les taux sont en chute libre suite à la politique conduite par la BCE. Ainsi, le *Bund* allemand, titre de référence, était en 2016 émis avec un taux d'intérêt de 0,01%. Le rapport des titres d'État s'est donc effondré. Fonds de pension, caisses de retraite, compagnies d'assurance qui investissent largement dans ces catégories d'actifs sont contraints de répercuter cette évolution au grand dam de leurs clients et de tous les épargnants.

Le problème de la répercussion des taux négatifs aux différents stades du système bancaire se trouve posé. Les banques coopératives allemandes qui comptent 30 millions de clients et représentent environ 1/3 de l'activité bancaire vivent principalement de l'activité liée aux taux d'intérêt. Elles sont donc particulièrement touchées par les conséquences de la politique monétaire de la BCE, au point que certaines d'entre elles ont décidé de répercuter sur leurs clients les taux négatifs que leur impose la Banque centrale européenne. Dès 2014, la *Skatbank* avait décidé de taxer les dépôts supérieurs à 500 000 euros. Une autre banque coopérative bavaroise, la *Raiffeisenbank*, taxe depuis 2016, à hauteur de 0,4% les dépôts de ses clients supérieurs à 100 000 euros, répercutant, ainsi, intégralement les taux de dépôt négatifs que lui impose la Banque centrale européenne. Ces décisions restent très exceptionnelles, la forte concurrence qui règne dans le secteur bancaire allemand empêchant toute généralisation à court terme.

Aboutirait-on, avec une généralisation des taux négatifs, à une « monnaie fondante » ? On sait que l'économiste allemand, Silvio Gesell, préconisait, pendant la crise de 1929, d'appliquer des taux négatifs aux

dépôts pour stimuler la croissance. Une monnaie frappée par les taux négatifs voit sa valeur diminuer au cours du temps, et perdre son attractivité en tant qu'instrument de réserve de valeurs et devrait donc circuler plus rapidement. Il y aurait donc un moyen de réduction de la « trappe à liquidités » lié à la thésaurisation. Cette évolution, qui reste incertaine, ne peut occulter la lourde pénalisation de l'épargne qui résulte, dans le court terme, d'une politique de taux négatifs pour les particuliers et les institutions financières.

Les risques de long terme

La poursuite d'une politique monétaire hypertrophiée sur le long terme génère des risques spécifiques. Cette politique perd, en effet, une partie de sa lisibilité par la moindre efficacité, au fil du temps, d'un certain nombre des instruments utilisés (évolution des taux d'intérêt vers le niveau zéro). Certaines orientations de la politique monétaire hypertrophiée peuvent, d'autre part, s'avérer contre-productives dans la mesure où le prolongement de cette politique encourage les États et les agents économiques à considérer que cette pérennité leur permet de s'affranchir de certaines contraintes dans la gestion publique et privée. La déconnexion prolongée entre création de monnaie et création de richesse fait peser, à terme, une menace spécifique sur la stabilité financière.

Le maintien d'une politique monétaire hypertrophiée permet donc le laxisme dans la gestion des finances publiques puisque cette orientation, comme nous l'avons déjà montré, aboutit à une réassurance illimitée des dettes souveraines et conduit à l'instauration de taux d'intérêt très faibles ce qui réduit le coût de la gestion publique et de l'endettement qui deviennent pratiquement indolores. Il y a là directement ou indirectement une incitation à s'affranchir

des normes de gestion posées par le Pacte de stabilité en 1997. La soutenabilité de l'endettement public, souvent considérée comme problématique au-delà de 100% du PIB, ne paraît plus être une contrainte majeure puisque les nouveaux emprunts sont garantis par la BCE et leurs taux sensiblement réduits. Un pays lourdement endetté comme la France peut donc ajouter année après année un déficit budgétaire de l'ordre de 80 à 100 milliards d'euros. Il en est de même pour tous les États de la zone euro. Déficit budgétaires et endettements publics massifs sont devenus parfaitement supportables par la « magie » d'une politique monétaire hypertrophiée ! On peut également différer les réformes de structures et reporter sur l'endettement les déséquilibres des comptes publics. Une approche réaliste ne peut, cependant, se limiter à prendre en compte les seules facilités découlant de la politique monétaire hypertrophiée. La BCE, elle-même, dans son rapport semestriel sur la stabilité financière (novembre 2016), note qu'un risque de correction sur le marché mondial des actifs résulte des incertitudes politiques et des changements de politique attendus aux États-Unis. Dans le même document, la BCE exprime des réserves sur la soutenabilité de l'endettement des États et des entreprises face à une croissance qui demeure faible en Europe. N'y aurait-il pas, dans ce cadre, une épée de Damoclès liée à tout resserrement de la politique monétaire ? La menace paraît sérieuse pour tout pays lourdement endetté. En France, la charge de la dette (42 milliards d'euros par an) constitue le deuxième poste budgétaire derrière l'éducation nationale (65 milliards d'euros). Le relèvement de 100 points de base du taux directeur de la BCE, conduisant ce taux de 0% à 1%, aurait de lourdes répercussions sur l'ensemble des maturités de la dette française : coût global de 40 milliards d'euros en cumulé à un

horizon de 5 ans. Si le taux directeur de la BCE revenait à son niveau de 2008 (3,5%), l'accroissement de charges serait alors de l'ordre de 130 milliards d'euros. Dans ces conditions, on comprend la pointilleuse attention de tous les acteurs publics et privés au moindre changement de cap d'une politique monétaire accommodante de la BCE. On comprend, également, le jugement sévère porté par les tenants de l'orthodoxie financière sur la politique monétaire qui facilite le laxisme dans la gestion des finances publiques. Christian Noyer, gouverneur honoraire de la Banque de France, souligne un autre risque lié à l'expansion du bilan de la BCE : la détention et la gestion active d'un portefeuille de titres de dettes publiques se traduit par des « responsabilités quasi-budgétaires, ce qui doit être évité » [Noyer 2016, p. 33].

Le risque majeur d'une politique monétaire hypertrophiée concerne sur le long terme **l'émergence d'une déconnexion entre la création de monnaie et la création de richesse**. La capacité de création monétaire pour les banques centrales est illimitée. L'afflux de liquidités transmises à l'économie entraîne, souvent, une euphorie des marchés financiers. Cette euphorie, sur une longue période, risque de ne plus donner une valorisation correcte des actifs. L'excès de liquidités résultant des achats massifs de titres par la BCE conduit vers volatilité, vulnérabilité et dépendance des marchés. Cette évolution multiplie les opportunités de bulles spéculatives en incitant les investisseurs à prendre de plus en plus de risques, creusant ainsi un fossé entre l'économie réelle et la spéculation financière. La monnaie n'est plus, alors, au service de l'économie réelle et une vulnérabilité générale se développe. La menace d'un krach obligataire en cas de relèvement rapide des taux d'intérêt peut être considérée comme un risque systémique qui prend place parmi les doutes évoqués par Jacques

de Larosière sur l'évolution des politiques monétaires actuelles.

Conclusion

Résumons en trois points, pour conclure, notre réflexion sur l'évolution de la politique conduite par la BCE au cours de la dernière décennie.

1. La politique monétaire hypertrophiée de la BCE a certainement eu un impact positif sur le fonctionnement de la zone euro en créant tout d'abord une réassurance illimitée pour les dettes souveraines, en organisant un financement à faible coût pour les États, en apportant une masse de liquidités pour pallier le risque de déflation. Elle a, cependant, échoué sur le rétablissement d'un taux de croissance rapide ainsi que sur une diminution significative du chômage.

2. Cette politique ne peut, cependant, avoir qu'un caractère temporaire. Certains de ses instruments (réduction des taux d'intérêt notamment) perdent de leur efficacité sur une longue période et/ou finissent par être contre-productifs, les objectifs monétaires et non monétaires s'avérant contradictoires. La sortie de ce modèle de politique monétaire peut s'avérer plus délicate que son lancement et son développement. En témoignent les tâtonnements de la FED américaine depuis plusieurs semestres pour décider du calendrier de relèvement des taux directeurs. Dans une déclaration devant le Congrès américain, le 17 novembre 2016, la présidente de la banque centrale américaine, Janet Yellen, a précisé que le relèvement des taux ne pouvait être réalisé que de manière très graduelle en prenant soin de préparer les marchés à une telle évolution. Un mois plus tard (14 décembre 2016), la FED mettait en œuvre ces sages recommandations en relevant d'un quart de point ses taux directeurs et en programmant

trois hausses de ces même taux au cours de l'année 2017.

3. Enfin, la politique monétaire, fût-elle hypertrophiée, ne saurait prendre en charge l'ensemble de la gestion macro-économique. Il y a, aujourd'hui, sur ce constat essentiel, consensus pour rappeler la nécessaire alliance et complémentarité entre politique monétaire, politique budgétaire et politique structurelle. Ce consensus s'exprime à trois niveaux :

- **au niveau de la zone euro**, le président de la BCE, Mario Draghi, ne cesse de le répéter à chacune de ses conférences de presse ;
- **au niveau de la périphérie de la zone euro**, le gouverneur de la Banque d'Angleterre rappelait le 5 août 2016 que la croissance de l'économie à long terme ne relevait pas de la seule politique monétaire ;
- **au niveau mondial**, le Sommet du G-20, 5 septembre 2016 à Hangzhou (Chine), a rappelé que la politique monétaire, à elle seule, ne peut pas conduire à une croissance équilibrée.

Jacques BOURRINET
Professeur émérite,
Aix-Marseille Université

Bibliographie

Documents des institutions européennes

- Commission Européenne, « EMU@10: Successes and Challenges after 10 years of EMU », European Economy 2/2008, Communication de la Commission du 15.05.2008
- Banque Centrale Européenne (Bulletins mensuels) 05/08 Édition spéciale sur les 10 ans de la BCE 11/01 The economic policy framework in EMU 1/01 The ECB relations

with international organisations and fora 11/99 Legal instruments of the ECB.

- Banque Centrale Européenne (Rapports semestriels sur la stabilité financière)
- Conseil Européen, « Améliorer la mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance », rapport du Conseil au Conseil européen, Annexe II aux Conclusions de la présidence, Conseil européen de Bruxelles, mars 2005.

Ouvrages

- Aglietta, M., 2008, *Macroéconomie financière*, La Découverte, Paris.
- Artus, P., Viard, M.P., 2016, *La folie des banques centrales*, Fayard, Paris.
- Blyth, M., *Austerity, the History of a Dangerous Idea*, 2013, Oxford University Press.
- Bourguinat, H., 2008, *Les intégrismes économiques, essai sur la nouvelle donne planétaire*, Dalloz, Paris.
- Bourrinet, J., 2004, *Le pacte de stabilité et de croissance*, Presses universitaires de France, collection Que Sais-je, Paris.
- Bourrinet, J., Vigneron, P., 2010, *Les paradoxes de la zone euro*, Bruylant, Bruxelles.
- Devoluy, M., 2004, *Les politiques économiques européennes, enjeux et défis*, Le Seuil, Paris.
- Pisani-Ferry, J., 2011, *La crise de l'Euro et comment nous en sortir*, Paris, Fayard.
- Saint-Etienne, Ch., 2009, *La fin de l'euro*, Édition Bourin, Paris.
- Salais, R., 2013, *Le viol de l'Europe, enquête sur la disparition d'une idée*, Paris, PUF.
- Stiglitz, J., 2016, *Comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Les liens qui libèrent, Paris.

Ouvrages collectifs

- Garrigue, D., *L'Europe face à la crise financière*, 2008, Rapport d'information, N° 1291, Assemblée nationale, Commission chargée des affaires européennes, Paris.
- Louis, J.V., 2009, *L'Europe et sa monnaie*, Édition de l'Université libre de Bruxelles, Commentaire Mégret, Bruxelles.
- Pisani-Ferry, J. et al., 2008, *Coming of Age : Report on the Euro Area*, Centre Bruegel, Bruegel Blueprint 4, Bruxelles.

- Sapir, A et al., 2004, *An Agenda for a Growing Europe*, Oxford University Press, Oxford.
- Telo, M. et al., 2009, *The European Union and Global Governance*, Routledge-Garnet, London, New York.
- Colin, A., 2008 *Dictionnaire critique de l'Union européenne*.
- L'Euro en 2019, *Revue d'économie financière*, 2010, no. 96, Paris.
- Les défis d'une économie à taux bas*, 2016, *Revue d'économie financière*, no. 121, Paris, mars.
- Taux d'intérêt très bas : symptôme et opportunité*, 2016, Conseil d'analyse économique, note du 7 décembre.
- Articles**
- Bourrinet, J., 2005, *Reconnaissance et méconnaissance d'un principe. La nécessaire réforme du pacte de stabilité et de croissance (PSC)*, *Revue des Affaires Européennes*, Bruylant, Bruxelles, 2005-1.
- Commun, P., 2003, *L'ordo-libéralisme allemand : aux sources de l'économie sociale de marché*, CIRAC/CICL, Paris.
- Dyson, K. , 2008, *The Euro at Ten*, Oxford University Press, New York.
- Fledstein, M., 2000, *The European Central Bank and the Euro : The First Year*, Working Paper of the National Bureau of Economic Research, Cambridge, USA.
- Mac Kinnon, R., 1961, *Optimum Currency Areas*, *American Economic Review*, vol. 51.
- Wolf, M., 2010, *Berlin ou l'infortune de la vertu*, *Le Monde*, mars.
- Noyer, C., 2016. *Réflexions sur la borne zéro d'un taux d'intérêt en liaison avec la stabilité monétaire et financière*, *Revue d'économie financière*, mars, N° 121, p. 33.