



Banque Centrale Européenne

Economie Descriptive

Alexis Aubert, Jérémy Duron, Gabriel Watkinson et Dalil Youcefi
sous la direction de Pierre-Antoine Robert
17 Décembre 2019

Introduction

La récente nomination de Christine Lagarde, ancienne directrice du FMI, à la tête de la Banque Centrale Européenne (BCE) pour succéder à Mario Draghi ravive les débats sur la politique monétaire à suivre. Elle a choisi de ne pas se positionner par rapport aux partisans d'une rigueur budgétaire d'une part, et aux partisans d'un soutien à la croissance d'autre part. Sa prise de fonction s'effectue donc dans une période étrange d'entrée en crise pour certains ou de lente sortie de crise pour d'autre, avec un taux de croissance légèrement supérieur à 1% à l'échelle de l'Union Européenne. Les politiques adoptées par Mario Draghi reflètent ces difficultés avec des mesures exceptionnelles qui durent, comme le rachat massif de créances publiques ou privées à un rythme de 20 milliards par mois depuis Novembre.

La BCE fait face à des critiques sur son interprétation du mandat qui lui à été confié par le Traité de Maastricht. Celui-ci établit clairement un objectif principal : maintenir l'inflation en dessous de 2%, alors que la BCE montre désormais un intérêt à la croissance ou à la stabilité du système financier. La diversité des pays européens impactés par la politique de la BCE complique encore la mission de celle-ci. Ses objectifs initiaux, fixés en 1992, n'ont pas réellement évolués malgré un changement structurel conséquent de l'Union Européenne avec l'adoption de l'euro par une dizaine de pays depuis 1999. L'Europe a également été frappée par une crise économique mondiale majeure : celle de 2008. Face à cette crise, les mesures classiquement utilisées ont été suppléées par d'autres dites exceptionnelles, que certains états membres de l'Union Européenne ont jugés contraire au cadre légal.[1]

Dans cette période d'incertitudes, nous proposons de s'arrêter et d'observer ce qui a été fait par la BCE, de s'interroger si elle a réalisé son mandat et quels outils ont été employés ? Ainsi nous rappellerons d'abord quels objectifs ont été fixés à la BCE avant de détailler les outils à sa disposition. Nous observerons ensuite longuement la réponse de la BCE face à la crise de 2008 avant de constater les difficultés actuelles.

Chapitre 1

Structure de la zone Euro

Avant de détailler le fonctionnement de la banque centrale européenne, d'étudier ses outils et d'envisager son avenir, nous allons brièvement s'attarder sur sa création et son cadre légal. L'intégrer dans un contexte historique permet d'apprécier les enjeux de l'époque et donc de comprendre certains partis pris lors de sa création.

1.1 Mandats, structures, réglementation

Dès 1988, une volonté politique de libre circulation des capitaux dans l'Europe introduit le besoin d'une banque centrale européenne. Ce n'est qu'en 1993 que le *Protocole sur les statuts du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne* [2] évoque la création de la Banque centrale Européenne. Ce protocole, bien qu'assez court, comporte tous les éléments nécessaires au fonctionnement de l'institution. L'établissement de la BCE s'effectue en 1988.

1.1.1 Mandats

Le protocole de 1993 définit donc le mandat et les objectifs de la Banque centrale européenne. L'article 2 est explicite : "*[...] L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté. [...] Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte à la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources. [...]* ".

L'objectif principal de la banque centrale européenne est donc la stabilité des prix. L'article offre la possibilité de soutenir les "*politiques générales*" sans réellement définir ou imposer de réglementation à ce propos. Dans les faits les *politiques économiques générales* européennes se focalisent sur la croissance et l'emploi.[3], bien que le lien entre les deux ne soit pas clairement établi. Dès lors la BCE peut soutenir la croissance en aidant les politiques générales européenne et en respectant pleinement son mandat. Enfin le règlement (UE) N 1024/2013 du 15 octobre 2013 [4] confie une mission de contrôle d'une partie du système financier. L'article premier insiste cependant sur les limites de cette surveillance :

"Le champ d'application des missions de surveillance de la BCE est limité à la surveillance prudentielle des établissements de crédit en application du présent règlement." La BCE dispose donc d'une capacité d'enquête et de sanctions notamment financières jusqu'à 10% du chiffre d'affaire de l'établissement visé. Ainsi la BCE suit un triple mandat :

- Stabilité des prix
- Soutient aux politiques européennes.
- Contrôle prudentiel des établissements de crédit

L'objectif de stabilité des prix est prioritaire, et la BCE s'emploie à maintenir un taux d'inflation constant égal à 2% . Si l'intérêt de limiter l'inflation semble évident en pensant à la crise Allemande de 1929, le choix de 2 % d'inflation peut sembler a priori arbitraire. Plusieurs raisons expliquent ce choix, la principale étant que la BCE souhaite éviter la déflation. En cela 2% offre une marge de sécurité en cas d'erreur de mesures, et cela permet d'éviter aux pays européens avec les taux d'inflation les plus faibles une déflation. [5]

1.1.2 Structures

Le protocole de 1993 évoqué au début de cette partie précise le fonctionnement de la BCE, il est cependant modifiable en partie sous réserve de l'accord du Parlement Européen : *"Article 41 : Procédure de révision simplifiée 41.1. Conformément à l'article 107, paragraphe 5, du traité, les articles 5.1, 5.2, 5.3, 17, 18, 19.1, 22, 23, 24, 26, 32.2, 32.3, 32.4 et 32.6, l'article 33.1, point a), et l'article 36 des présents statuts peuvent être révisés par le Conseil, statuant soit à la majorité qualifiée sur recommandation de la BCE, après consultation de la Commission, soit à l'unanimité sur proposition de la Commission et après consultation de la BCE. Dans les deux cas, l'avis conforme du Parlement européen est requis "* La BCE est dirigée par le directoire, nommé par les chefs d'États ou de gouvernement européens. Ce directoire est complété en conseil des gouverneurs avec les gouverneurs des banques centrales Nationales. C'est cette organe qui prend les décisions les plus importantes pour la BCE, comme la fixation des taux directeurs. La présidente du directoire depuis le 1^{er} novembre 2019 est Christine Lagarde.

1.1.3 Réglementations

L'indépendance de la BCE semble être une priorité, pour le protocole de 1993. Pour cela les membres du directoire ont des mandats long, 8 ans, et non révocable par le pouvoir politique. D'ailleurs les états membres s'engagent à ne pas tenter d'influencer les décisions de la BCE. Elle dispose en plus d'une large indépendance juridique, elle est compétente pour instruire et juger dans certains domaines financiers, et elle choisit son fonctionnement interne. Son indépendance financière est quasi-totale, puisqu'elle s'auto-finance et décide de la distribution des plus values.

1.1.4 Eurosysteme

Le traité de 1993 donne des objectifs au Système européen des banques centrales (SEBC), composé des banques centrales nationales de chaque pays membre de l'union européenne et de la BCE. L'eurosysteme, lui, ne regroupe que

les banques centrales des pays ayant adoptés l'euro comme monnaie, et la banque centrale européenne. L'euro est une des singularités de l'Union Européenne : des pays ont, sans guerre, choisis d'abandonner leur droit à frapper monnaie. Cette abandon se fait au profit d'un marché commun bien supérieur au marché national. La zone euro est en effet un marché de 350 millions d'habitants [6] pour un produit intérieur brut de près de 12 000 milliards d'euro.

1.2 Comparer FED et BCE

La banque centrale américaine, federal reserve système (FED), servira de comparatif dans la suite du mémoire, notamment dans la partie consacrée à la réponse des banques centrales face à la crise de 2008. Nous profitons donc d'avoir décrit la BCE pour introduire la FED et mener une courte comparaison sur la constitution même de ces banques centrales.

Comme la BCE, la FED suit un mandat avec plusieurs objectifs. Le federal reserve act (révisé en 1979) institue la FED et décrit ces objectifs :

- Stabilité des prix
- Plein emploi
- Contrôle des marchés financier
- Taux d'intérêts à long terme modérés

Comme pour la BCE l'objectif principal reste celui de la limite du taux d'inflation. Cependant les objectifs de plein emploi ou de contrôle des marchés sont plus explicites pour la FED que pour la BCE. En effet, ces objectifs sont inscrits dans le federal reserve act alors que la BCE doit *"sans atteinte à son objectif principal de contrôle de l'inflation" apporter son soutien au "politiques économiques générales"*. C'est à ce titre qu'elle peut apporter son soutien à des politiques de croissance, sans atteinte à son objectif principal de stabilité des prix. Les mandats des deux banques centrales comportent tous deux l'objectif de stabilité des prix. S'il est unique pour la BCE, la FED, elle, suit de multiples objectifs. Les comparaisons futurs des deux banques s'expliquent donc en partie par ces objectifs commun.

Si les objectifs sont similaires, il n'est pas sans intérêt de relever des différences de fonctionnement. D'abord le FED est détenue en partie par des banques commerciales, au travers des banques fédérales régionales dans lesquelles les banques commerciales sont obligées d'être membre. Cette singularité s'explique par l'envie de concilier intérêts privés et publiques. Elle est cependant soumise au contrôle du congrès, et le président des Etats-Unis nomme les membres du conseil des gouverneurs, organe de direction de la FED. Comme pour la BCE, la FED se veut indépendante du pouvoir exécutif et la supervision du congrès entre dans l'esprit très Américain de Check and Balance. Ensuite la FED doit, comme la BCE, rendre compte de son action et produire des rapports.

Chapitre 2

Les principaux outils de la BCE

Dans cette partie nous allons nous concentrer sur les principaux outils de la BCE utilisés pour maintenir ses objectifs. Les outils étudiés ont été utilisés dans le cadre de politique conventionnelle entre 1998 et 2008.

2.1 Le contrôle de la masse monétaire comme outil pour respecter le mandat

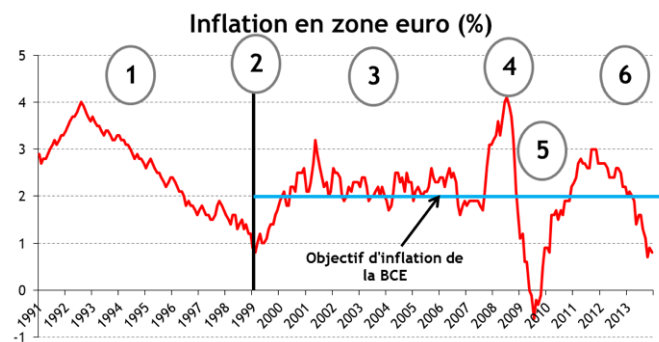


FIGURE 2.1 – leconomist.eu, 2014

La banque centrale a le contrôle de la monnaie puisqu'elle peut en créer ou en détruire à sa guise. La masse monétaire peut être mesurée de plusieurs manières à l'aide de variables comme M1 qui regroupe les pièces, les billets et les dépôts en compte-chèques ; M2 qui regroupe M1 et les livrets et comptes des ménages et M3 qui regroupe M2 et certains placements à court-termes (SICAV). Le fait que la BCE soit un organisme indépendant des états européens est essentiel pour que ce contrôle soit utilisé uniquement dans le contexte de son mandat et non pour monétiser la dette publique par exemple. Afin de déterminer comment la BCE peut respecter son mandat nous allons considérer l'équation quantitative

de la monnaie :

$$MV = PY$$

Cette relation révèle le lien entre la masse monétaire M, le prix d'un panier de biens P, le PIB réel Y et la vitesse de circulation de la monnaie V c'est-à-dire la masse monétaire qui a circulé. La vitesse de circulation V est la variable la moins facile à exprimer. Si la monnaie circule et que peu d'individus épargnent (ce qui implique une perte de liquidités), la vitesse de circulation est élevée, toutefois si l'épargne est très importante, la vitesse sera faible. Si on applique la fonction log et que l'on différencie cette relation en considérant que le taux de croissance de la vitesse reste nul, on obtient :

$$m = g + \pi$$

Où m est le taux de création monétaire, g le taux de croissance et π le taux d'inflation. D'après le FMI, la croissance en PIB de la zone euro sera de 1.4% en 2020, si on ajoute à cela le taux d'inflation maximum autorisé par le mandat de 2%, le taux de création monétaire devrait être de 3.4% en 2020. Néanmoins, la BCE a pratiqué pour un taux de croissance du PIB similaire un taux de croissance de la masse monétaire de 4.1% en 2018, cette valeur plus élevée peut être expliquée par une diminution de la vélocité de la monnaie due au ralentissement économique que traverse la zone euro. Néanmoins, une autre interprétation possible est que malgré une inflation faible, la masse monétaire augmente de manière inquiétante (cf. quantitative easing, Chapitre 3).

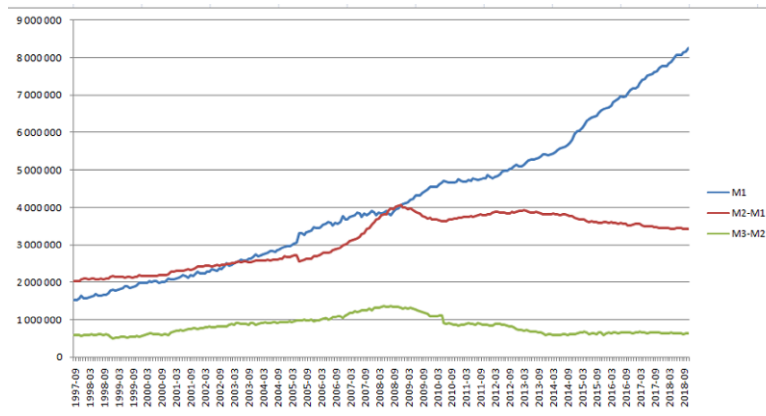


FIGURE 2.2 – Masse monétaire en zone euro. data.oecd.org

Ainsi, la BCE utilise la masse monétaire afin d'avoir un contrôle sur l'inflation, toutefois, cette relation révèle que la BCE ne peut pas soutenir la croissance tout en luttant contre l'inflation, car en augmentant la masse monétaire, la BCE pourrait soutenir celle-ci, mais son action augmenterait l'inflation au-delà de son mandat.

Cette approche de la BCE suit la théorie de Friedmann qui stipule que l'augmentation de la masse monétaire n'aura un impact que sur l'inflation. Toutefois, tous les économistes ne s'accordent pas sur ce point et critiquent l'équation utilisée précédemment. Ainsi, pour Keynes, l'augmentation de la masse monétaire par la diminution du taux d'intérêt directeur favorise l'investissement et relance la croissance favorisant ainsi l'emploi (objectif de la FED).

2.2 Comment la BCE contrôle-elle la masse monétaire ?

La BCE dispose de plusieurs outils pour augmenter la masse monétaire. Tout d'abord, il ne faut pas se méprendre, la BCE ne crée pas directement la monnaie, ce sont les banques qui jouent ce rôle. Ainsi, lorsqu'une banque octroie un prêt à un ménage ou une entreprise, elle crée de la monnaie. Et lorsqu'elle reçoit un dépôt, elle en détruit. La banque centrale procède de même, elle octroie des prêts aux banques (en tant que prêteur en dernier recours) et cette même banque dispose d'un « dépôt » appelé réserve obligatoire. Une banque classique ne peut pas prêter si elle ne dispose pas des fonds nécessaires toutefois, les fonds non utilisés des banques ne circulent pas dans l'économie et donc nous pouvons considérer que ces dépôts sont de la monnaie « détruite ». Ainsi, la monnaie effectivement en circulation est appelée masse monétaire et celle créée par la banque centrale base monétaire.

Ainsi, la BCE aura beau prêter massivement aux banques afin d'augmenter la base monétaire, si ces mêmes banques ne l'investissent pas, il n'y aura pas de création monétaire, donc la BCE doit créer effectivement ces fonds, mais doit aussi inciter les banques à les utiliser.

Le premier outil dont dispose la BCE est le taux directeur, c'est-à-dire le taux d'intérêt que la BCE utilise pour ses prêts aux autres banques. Si la BCE diminue son taux directeur, les prêts avec la BCE deviennent plus intéressants et donc la masse monétaire va augmenter, au contraire une diminution du taux directeur entraîne une diminution de la masse monétaire. Ce même taux directeur permet à la banque centrale d'avoir un impact sur l'économie réelle. En effet, grâce à la concurrence, les banques ne peuvent pas appliquer des taux d'intérêts supérieurs au taux directeur.

Le second outil est la réserve obligatoire. Les banques doivent placer une partie de leur fonds dans une réserve à la BCE. Si la Banque centrale souhaite augmenter la masse monétaire effectivement en circulation, il lui suffit de diminuer la quantité de fonds de la réserve obligatoire afin de forcer les banques à utiliser la différence pour investir. De même, l'augmentation de la réserve aura pour effet de diminuer la masse monétaire. Les banques sont libres de placer davantage d'argent sur ces réserves qui sont rémunérés par la BCE.

Le dernier outil conventionnel de la BCE sont les opérations d'open market qui consiste en l'achat ou la vente d'actif financier. Il s'agit le plus souvent d'actifs sûrs, à faible risque, assez liquides comme les bons du trésor. Parmi les opérations d'open market on considère aussi les prêts MRO, ceux-ci sont des prêts octroyés par la BCE avec un collatéral (l'actif sûr).

Ils existent d'autres politiques dites « non conventionnelles », le quantitative easing par exemple qui fut pratiqué en 2008 consiste en un achat massif d'actif

Les mécanismes de transmission de la politique monétaire

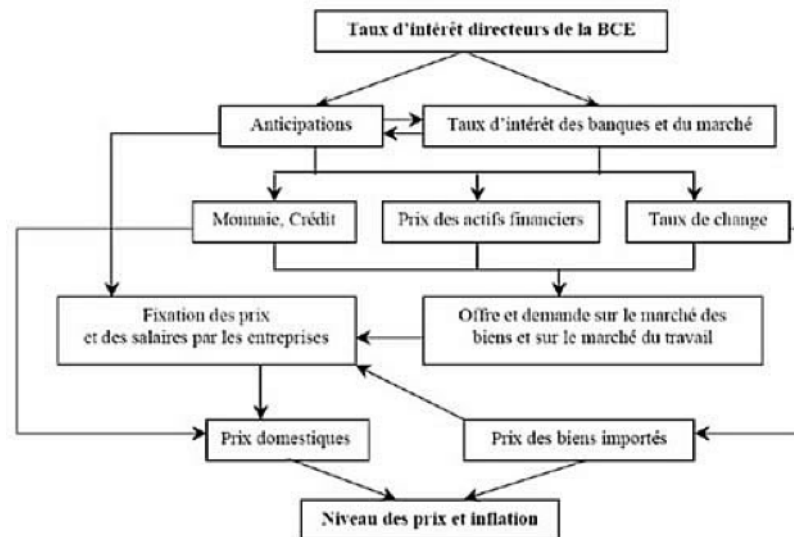


FIGURE 2.3 –

financier sur une longue durée dont les prêts LTRO (alors que les opérations d'open market sont courtes et sur de petits volumes). Il existe aussi une politique appelée la monnaie hélicoptère consistant à créer de la monnaie et de la redistribuer directement par exemple en monétisant la dette et en augmentant les dépenses de l'état, néanmoins, cette politique ne fut jamais pratiquée.

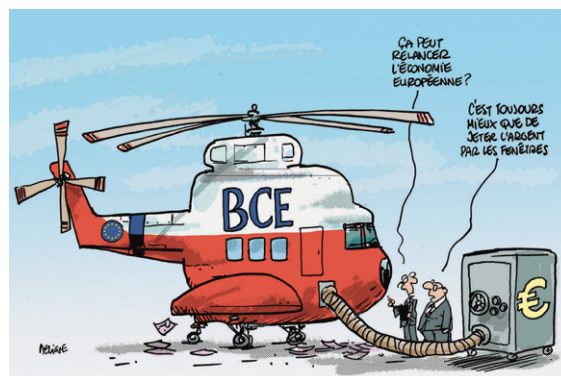


FIGURE 2.4 –

La BCE doit aussi veiller à la santé du système bancaire et peut utiliser les outils présentés précédemment pour y parvenir. Les banques commerciales quand elle nécessite davantage de liquidité s'empruntent mutuellement (on parle de prêt interbancaire), toutefois le taux d'intérêt associé a ces emprunts peut être en partie contrôler par la banque centrale. Ainsi, ce taux ne sera pas supérieur au

taux directeur, car dans ce cas, les banques ne s'adresseraient qu'à la BCE. De même, ce taux ne peut être inférieur au taux de rémunération des dépôts de la BCE puisque sinon le prêt n'a pas d'intérêt pour le prêteur.

Chapitre 3

2008-2015 : La réaction de la BCE face à la crise

La crise de 2008 a touché gravement la zone euro et ses acteurs comme les États membres ou les banques commerciales. La BCE face à cela a du modifié grandement sa politique et ses modes opératoires. Dans ces deux dernières parties nous allons revoir dans une perspective historique la politique de la BCE depuis 2008 tout en analysant si par ces changements elle a réussi à respecter son mandat.

3.1 Les conséquences de la crise sur le marché financier européens et la réaction de la BCE

3.1.1 Une crise qui a impacté le marché interbancaire

La crise de 2008, comme nous le savons, a touché gravement l'entière du système bancaire international. Nous allons revoir les effets de la crise des subprimes pour mieux comprendre les politiques effectuées par la BCE. Les banques ont connu deux types de crises : de solvabilité et de liquidité. La crise de solvabilité est le fait que les banques ne disposent plus des fonds nécessaires pour régler leur créancier (ex : Leman Brothers). La faillite d'une banque comme Leman Brothers a remis en cause toute la confiance régnant sur le marché interbancaire. Or le marché interbancaire est le principal moyen pour les banques de se refinancer. Ce manque de confiance a eu pour conséquence une hausse drastique du taux de refinancement sur le marché interbancaire. En effet, en présence d'une asymétrie de l'information concernant la solvabilité des banques, et en anticipant un ralentissement économique, ce qui favoriserait l'insolvabilité des banques, les banques avec des excédants de fonds ont préféré augmenter les taux pour limiter les pertes et déposer ces excédants sur leur compte à la banque centrale. Or cela conduit les banques à être en manque de liquidité, i.e. elles ne sont pas en mesure de réunir rapidement les fonds nécessaires pour payer leurs créanciers. Cette crise de liquidité des banques peut donc conduire à l'insolvabilité de ces dernières.

Les banques par peur de manquer de liquidité sont moins enclines à accorder des prêts à des ménages et à des entreprises. Elles exigent donc des taux d'intérêts

plus élevés et un collatéral de meilleure qualité. Cette baisse du nombre de crédits accordés favorise donc un ralentissement économique, voire une récession. C'est effectivement ce qui s'est passé en Union Européenne (UE) qui est entrée en récession en 2008 et a connu un pic de décroissance en 2009. Cette période correspond bien à un phénomène de préférence de liquidité comme décrit par Keynes.

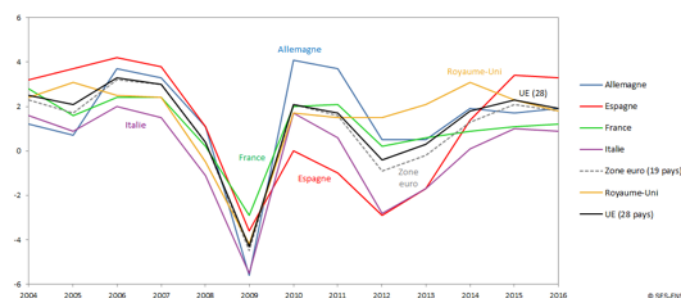


FIGURE 3.1 – Taux de croissance en zone euro Source : ENS Lyon

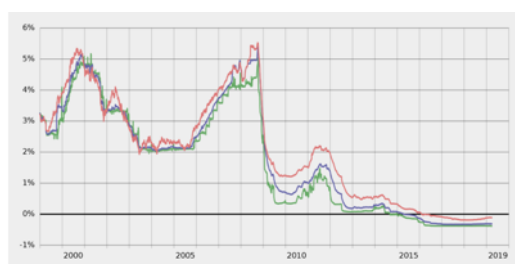


FIGURE 3.2 – Taux Euribor : 1 semaine (vert), 3 mois (bleu) et 1 an (rouge) Source : Wikipedia

Or la récession conduisant à la déflation. La BCE se doit d'intervenir pour recréer de l'inflation. Depuis 2008 elle a pris plusieurs mesures pour tenter de relancer cette dernière. Nous allons passer en revue ces différentes mesures et discuter de leurs impacts.

3.1.2 L'échec des mesures conventionnelles

Face à la crise du marché interbancaire. La BCE a pris comme mesure d'injecter des liquidités dans le marché. Face à ces problèmes de liquidité, de manière « usuelle », les banques centrales mènent des opérations d'open market, c'est-à-dire des opérations effectuées dans les conditions actuelles du marché. Dans le cadre de l'injection de liquidité, il existe deux principaux types d'opérations : les MRO (Main Refinancing Operations) et les LTRO (Long Term Refinancing Operations). Les MRO et les LTRO consistent en des opérations de refinancement faites sur appels d'offres où les banques proposent un collatéral et un taux d'intérêt supérieur au taux refi de la BCE. Les banques mettent ensuite en pension les collatéraux acceptés pour ces opérations. La différence entre MRO et

LTRO est la maturité de l'opération : 1 semaine pour les MRO et de 3 mois à 6 mois pour les LTRO (dans le cadre d'une politique monétaire conventionnelle). Ces opérations permettent en échange d'un collatéral de qualité de donner de la liquidité aux banques.

Aux premiers jours de la crise, la BCE a injecté plus de 95 milliards d'euros le 9 août pour tenter de faire baisser le taux Euribor mais en vain. Jusqu'au 15 août elle diminue progressivement les sommes injectées au jour le jour. À partir de cette date, la BCE a préféré utiliser les LRO et les MRO pour réguler le marché des prêts interbancaires. En ce contexte de début de crise, les banques cherchaient à créer des réserves de liquidité face à l'incertitude grandissante concernant la crise. Ainsi, la BCE durant les opérations de LRO et MRO, a émis plus que son benchmark : la quantité de monnaie à émettre que la BCE juge nécessaire au bon fonctionnement du marché financier. De plus, face à cette incertitude, la BCE a privilégié les LTRO au MRO, alors que les MRO constituaient les opérations principales d'open market de la banque. Ainsi, elle a allongé la maturité de ses opérations ce qui se comprend dans cette période de début de crise. Elle a donné des liquidités sur une plus longue période, ce qui permettait aux banques commerciales de se constituer des réserves de liquidités. Ce besoin est d'autant plus nécessaire que ces opérations ont eu lieu au dernier trimestre de l'année (réserves). Toutefois la quantité de monnaie injectée par la BCE entre août et octobre 2008 n'a pas varié (restant proche de 400 milliards d'euros). Le résultat de ces opérations est mitigé : même si la BCE a réussi à maintenir le taux Euribor overnight proche du taux directeur de la BCE, le taux à 3 mois n'a pas diminué. Cela peut se justifier par le fait que ces opérations de refinancement se font sur un système d'appel d'offre semblable à des enchères. De plus à la vue de la crise, le taux directeur de la BCE n'a pas été revue à la baisse et a même augmenté en juillet. Cette volonté de ne pas baisser les taux directeurs peut s'expliquer par la politique de Trichet qui a fait une dichotomie entre injection de liquidité pour les crises financières et baisse du taux directeur pour les crises économiques. Les mesures de la BCE n'ont pas été en mesure de contenir la crise en cours.

Le 8 août 2008, les premières conséquences économiques de la crise se font voir, la majorité des grands pays sont en récession, suite à cela la BCE abaisse son taux directeur. Il passe de 2% à 1,50% ce jour-ci puis à 1% le 29 octobre. La raison de cet abaissement du taux est pour baisser les taux d'intérêts des crédits accordés aux entreprises et aux particuliers. En effet ces taux sont pour des opérations de faible maturité, en s'appuyant aussi sur le fait que la courbe des taux est généralement croissante, le taux directeur de la BCE sert de référence aux autres taux sur le marché financier. Ainsi faire baisser le taux directeur favorise la baisse des autres taux.

La banque ne fait plus d'appel d'offre pour les opérations de refinancement. Tout le monde peut se voir accordé un prêt tant que le collatéral est validé par les critères de la BCE. Elle facilite aussi le dépôt d'excédent bancaire. Ces mesures font gonfler le bilan de la BCE de 1400 à 2000 milliards d'euros. La banque, toujours dans cette optique de facilité les prêts, revoit la qualité du collatéral requis, pour se voir accorder un prêt, à la baisse. Il passe de A- à BBB-. De plus des nouveaux titres de crédits deviennent éligibles ainsi que

des obligations émises dans d'autres monnaies (livre, dollar, yen) mais émis en Europe. Cette extension des éligibilités du collatéral favorise les banques commerciales à investir dans certains titres plus risqués et donc favorise certains investissements. Par ces mesures la BCE est au cœur d'un marché interbancaire totalement gelés. Néanmoins pour éviter une totale dépendance des banques vis-à-vis de la BCE, ces mesures ont pris fins en mars 2009. Néanmoins les taux du marché interbancaire restent toujours élevés (atteignant 5,5% pour les maturités de 3mois). Face à l'échec partiel de ces mesures « conventionnelles » des mesures « non-conventionnelles » vont être prises par la suite.

3.2 Les mesures non-conventionnelles

Une des premières mesures non conventionnelles qui a été prise par la BCE est l'allongement de la maturité des prêts accordés par la BCE. En 2009, la durée maximale des prêts accordés dans le cadre des opérations LTRO est passée de 6 mois à 1 ans. Finalement, au cours de l'année 2009, le taux interbancaire chute en dessous des 1%. Cela a eu aussi un effet positif sur les taux accordés aux agents non financier. Le taux des prêts immobiliers et ceux accordés aux entreprises non financières sont passés de 6% à 3% . A la fin de la l'année 2009, l'Europe quitte la récession et la croissance repart à 1% puis à 2% à la fin de 2010. Néanmoins même si cela peut être interprété comme une fin de crise, d'autres éléments « externes » ont été favorable à ce retour de la croissance comme la chute des prix des énergies fossiles, pour autant la crise n'a pas été endiguée. La BCE, face à cette anticipation de sortie de crise, semble avoir commencé à abandonner ces mesures non conventionnelles : elle a par exemple rehaussé son taux repo (1,5% début 2011).

3.2.1 La crise des dettes publiques

Or même si la crise entre 2007 et 2009 a eu surtout des conséquences sur les banques (de nombreuses banques, même si les mesures de la BCE ont pu contenir la crise, ont dû être placées sous contrôle ou ont fait faillite), elle a touché aussi les finances publiques des États. Les taux d'intérêts des bons du Trésor ont explosé depuis 2009 pour les États d'Europe du Sud.

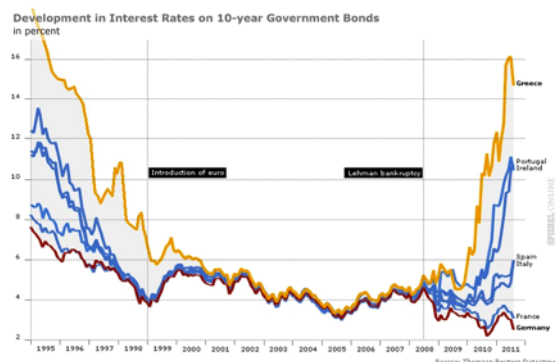


FIGURE 3.3 – Taux d'intérêts dans quelques pays de la zone euro de 1995 à 2011. Source : Spiegel

La baisse des crédits a fait entrer les pays en récession. De plus, la hausse des taux souverains a grandement fragilisé les finances publiques des États de la zone euro, surtout pour les pays dont les finances n'étaient déjà pas stables avant la crise (comme la Grèce). Ainsi, l'incertitude croît de plus en plus pour des pays comme la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne ou l'Italie. Il y a eu une totale perte de confiance du système financier envers ces pays : taux d'intérêts qui explosent à 16%, baisse des notations (La Grèce est le pays le moins bien noté au monde). Cela est d'autant plus problématique qu'on observe une divergence des taux d'intérêts dans la zone euro, symbolisant une fracture dans l'Union Européenne. L'union monétaire et l'Europe sont à cause de cela perçues comme une constellation d'États mais non comme un tout, ce qui fragilise l'idéal européen.

Ces crises de la dette créent un risque de récession donc de déflation. Face à cela, la BCE a lancé le programme SMP (Securities Market Program). Le 10 mai 2010, l'interdiction de la BCE d'acheter des obligations d'États membres a été levée, à condition que cela n'augmente pas la masse monétaire (toute opération de ce type doit être « stérilisées » par la BCE). Le programme SMP consiste en acheter des obligations d'État aux banques. Pour stériliser les opérations, la BCE l'a fait sous forme de facilité de dépôt des banques. Ainsi l'argent donné aux banques par le rachat se retrouvait dans les dépôts de la BCE, annulant ainsi la quantité de monnaie créée. Deux opérations de SMP ont eu lieu en 2010 et en 2011. Ce programme, même si le rachat de la dette a été mineure, permet de faire baisser la pression sur les États en créant un effet de confiance quant à la solvabilité de ces États. Par exemple les taux d'intérêts sur 10 ans de la Grèce se voient diminués de moitié. Néanmoins, ils ne restent pas soutenables pour ces pays. On peut noter aussi deux opérations VLTRO (Very Long Term Refinancing Operations) de maturité 12 et 13 mois. Toujours dans l'objectif de fournir des liquidités aux banques, la maturité de ces opérations reflètent un marché bancaire au ralenti, et un ralentissement de l'économie (retour de la récession à -0,5%).

En 2012, la BCE commence à jouer avec les effets d'annonces pour tenter de modifier les anticipations des agents. On peut noter la phrase de Mario Draghi le 26 juillet 2012 : « La BCE fera tout ce qui est nécessaire pour sauver la Zone Euro. »[7]. Et rajoute : « Et croyez moi, ce sera suffisant. »[7]. Cela laisse prédire que la BCE fera tout pour assurer la solvabilité de ces États empêchant toute spéculation contre la zone euro. De plus, la BCE met fin au programme SMP pour lancer le programme OMT. C'est un programme d'achat d'obligations d'État de maturités comprises entre 3 et 5 ans. Le programme ne prévoit pas de quantité limite d'achat de ces obligations. Aussi, la BCE ne se place plus comme le créancier prioritaire en cas de défaut. Toutes les opérations menées doivent être stérilisées. Ce programme a fait scandale car considéré, notamment par les Allemands qui ont fait appel à la Cour de Justice Européenne, comme un financement indirect des États. Pourtant, ce programme d'une ampleur inédite dans le cadre de la politique de la BCE n'a jamais été mis en œuvre. Bien que la cause de cette non-utilisation n'ai jamais été expliqué, on peut considérer aussi cela comme un effet d'annonce pour modifier les anticipations. En effet par l'annonce de ce programme, on fait croire aux agents financiers que la dette des États comme la Grèce ou l'Espagne sera toujours reprise par la BCE ce qui assure leur solvabilité. Ainsi on fait encore diminuer la pression qui pèse sur ces pays. Une étude menée par Carlo Altavilla, Domenico Giannone and Mi-

chele Lenza pour la BCE affirme que l'impact de l'annonce de l'OMT a permis de réduire de 2 % les taux d'intérêts et de favoriser la croissance et le crédit. On dégage ici les principales caractéristiques des mesures non-conventionnelles. Elles le sont par leur ampleur (en termes de quantité de monnaie utilisée) et leur durée.

Dès 2013, les taux d'intérêts des États sont redescendus fortement.

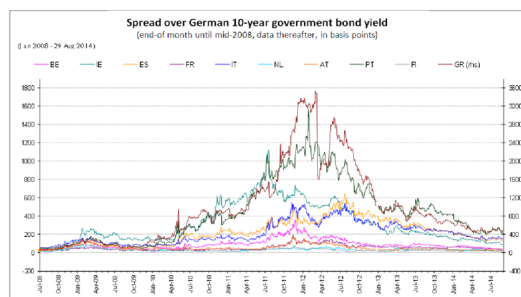


FIGURE 3.4 – Taux d'intérêts des prêts de 10 ans accordés aux États européens
Source : BCE

3.2.2 Lutter contre la stagnation économique et la déflation

Toutefois, même si la crise des dettes souveraines a été plus ou moins en- diguée (plan de restructuration grec combiné à une baisse des taux d'intérêts). La croissance n'est pas relancée (en dessous de 1%) : la stagnation économique dure et le risque de déflation est de plus en plus important. Ainsi, la BCE va tenter de relancer l'économie par différentes mesures.

Tout d'abord pour calmer le marché, les conférences de la BCE ne sont plus mensuelles mais 8 fois par ans. Cela permet à la BCE de divulguer suffisamment d'informations à chaque conférence pour éviter toute volatilité du marché. La BCE va encore abaisser ses taux d'intérêts. À 1,5% à la mi-2011, le taux de refinancement va constamment diminuer jusqu'à atteindre 0% début 2014 et entrer en territoire négatif pour le taux de dépôt. Nous allons revenir sur les effets qu'ont eu ces mesures dans une autre partie. La banque va lancer deux programmes d'injection de liquidités : Les TLTRO et le Quantitative Easing.

Le TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operations) est un programme de refinancement comme l'était les MRO, les LTRO et les VLTRO. À l'exception que ceux-ci sont à maturités exceptionnellement longues (allant jusqu'à 4 ans). Cependant ces prêts se font sous la contrepartie que les banques accordent suffisamment de crédits aux entreprises et aux ménages. Cette décision est prise pour éviter un phénomène de trappe à liquidité. En effet quand les taux d'intérêts sont extrêmement faibles et peu avantageux pour les banques voire pénalisant (taux négatifs), les banques préfèrent épargner sur une hausse

future du taux d'intérêts, ne pouvant pas descendre encore plus. L'épargne est donc favorisée par les agents et toute injection de liquidité est vaine pour l'économie. Des programmes d'achats massifs d'actifs adossés à des obligations ont été lancés par la BCE : l'ABSPP. Ce programme permet aux banques, si elles, le désirent de vendre des titres adossés à des actifs sécurisés à la BCE. Les TLTRO et l'ABSPP facilitent les conditions d'accord des prêts (accord plus facile et faibles taux d'intérêts) : c'est le Credit Easing.

Le Quantitative Easing consiste en l'achats d'actifs publics et privés. Mais contrairement au SMP, les achats ne sont plus « stérilisés ». Cela résulte en une augmentation du bilan de la BCE et donc de la masse monétaire. Dans le cadre du quantitative easing, la BCE lance l'APP (Asset Purchase Program). Cette augmentation est considérable puisque le programme s'étend sur une longue durée et prévoit d'acheter pour 60 milliards d'euros d'actifs par mois. Le Quantitative Easing a plusieurs effets : un effet liquidité, un assainissement du portefeuille des banques qui permet aussi une facilité au crédit. De plus l'augmentation de la masse monétaire crée une dépréciation de l'euro ce qui facilite les exportations. Ainsi cela donne des conditions avantageuses à la reprise économique. Toutefois, des pays comme la Grèce ne sont pas éligibles au Quantitative Easing : il faut avoir reçu un plan de sauvetage du FMI et les réformes structurelles doivent être jugées crédibles, or l'incertitude concernant la Grèce est forte avec l'arrivée de Siriza au pouvoir. L'impact du Quantitative Easing a été immédiat : l'Europe qui était en déflation (-0,7%), a connu une hausse significative des prix mais l'inflation est devenue ensuite nulle au cours de l'année avant de revenir en déflation. Ce programme même s'il n'a pas réussi à totalement relancer l'inflation jusqu'à 2%, a tout de même limité la tendance déflationniste de l'Union Européenne.

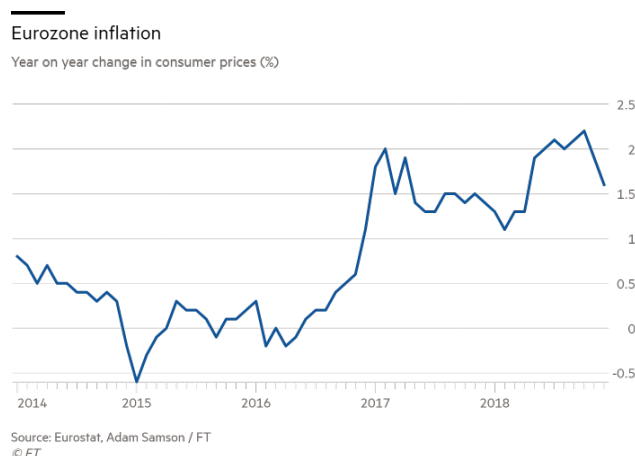


FIGURE 3.5 – Inflation dans la zone euro Source : Financial Times

3.3 Comparaison avec d'autres banques centrales

Maintenant que nous avons présenté les diverses mesures utilisées par la BCE pour lutter contre les crises connues en 2008, comparons cela avec d'autres mesures prises par les banques centrales pour nous aider à déterminer l'efficacité des mesures prises par la BCE pendant la crise.

3.3.1 La FED

Contrairement à la BCE, la FED a dès le début de la crise financière a usé de politiques non conventionnelles. De septembre 2007 à décembre 2008 : la FED abaisse son taux directeur à 0,25% et le maintient ainsi jusqu'en 2015. EN 2017, ce taux repasse au-dessus de la barre des 1%. Ben Bernanke, le directeur de la FED a annoncé que ce taux resterait aussi bas jusqu'à ce que le chômage soit en dessous de 6,5%. En effet le chômage et la croissance économique sont les deux principales priorités de la FED, contrairement à la BCE pour qui c'est un objectif secondaire.

Concernant les programmes de la FED, le Quantitative Easing est utilisé dès 2009 avec l'achat de 300 milliards de dollars de titres du Trésor et pour 600 milliards entre 2010 et 2011. Entre 2008 et 2010 elle achète pour plus de 1300 milliards de crédits hypothécaires et d'obligations d'agences immobilières pour soutenir ce marché. En effet la crise des subprimes a touché grandement le marché de l'immobilier. Ainsi, on voit que les opérations de QE de la FED sont beaucoup plus ciblées que celles de la BCE (titres d'États et immobiliers). Le bilan de la FED est passé de 5 à 20% du PIB américain. A partir de 2017, la FED a commencé à réduire la taille de son bilan. Ainsi la FED commence à sortir des phases de mesures non conventionnelles. Son impact semble avoir été plus efficace et plus rapide que celui de la BCE, qui n'a toujours pas arrêté ses mesures et qui est allé plus loin que la FED (le bilan représente 30% du PIB de la Zone Euro et des taux sont négatifs et nuls ce que la FED n'a jamais fait). La fin des programmes QE et la hausse des taux directeurs semblent indiquer que l'économie paraît avoir moins besoin du soutien de la FED.

Les États-Unis ont aussi bénéficié d'une croissance plus importante que la zone euro. De plus, contrairement à la BCE, la FED n'est pas limitée pour son montant d'achats d'actifs publics, contrairement à la BCE dont le montant est limité à un tiers des obligations d'États.

3.3.2 La Banque du Japon

Beaucoup d'économistes comparent la situation de la Zone Euro entre la situation qu'a connu le Japon durant les années 90 et le début des années 2000 : récession économique, déflation et taux faibles. De plus, la Banque du Japon est la première à avoir utilisée le Quantitative Easing. Depuis 1998, le Japon est en déflation. Dès 1999 la BoJ abaisse ses taux directeurs à 0% et annonce qu'ils resteront ainsi tant que l'inflation n'aura pas repris de manière durable. En mars 2001, elle lance sa politique de quantitative easing. Pour cela elle utilise deux canaux : l'octroi de liquidités aux banques et l'achats de titres de dettes. Pour l'achat de titres, la BoJ a privilégié les obligations d'État à court terme (dont le taux était déjà proche de 0%) car ceux-ci avaient plus de chance d'être revendus en échange de liquidité. Ces achats ont eu un réel effet sur la courbe des taux

puisque le taux d'intérêt à 30 ans était inférieur à 0,5% en 2003. De plus elle a lancé un programme d'achat de titres privés- tout en réduisant la notation minimale d'achats de ces actifs- sans se fixer un montant limite. A la fin de l'année 2006, le montant par mois de ces opérations s'élevait à 155 trillions de yens (1 271 milliards d'euros) soit 30% du PIB du Japon. En mars 2006, l'inflation repart à la hausse mais après la crise de 2008, la déflation revient. De plus, le quantitative easing n'a pas réussi à relancer le crédit, Comme en témoigne l'évolution de la masse monétaire au Japon.

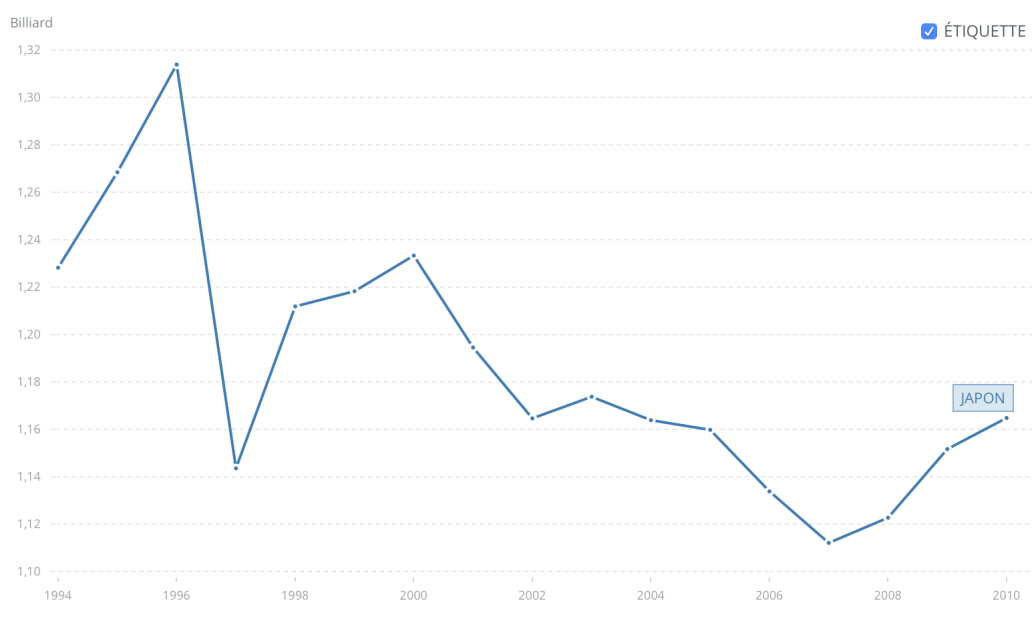


FIGURE 3.6 – Crédit Intérieur Brut du Japon entre 1994 et 2010

D'après les données de la Banque Mondiale, le Crédit Intérieur Brut, c'est-à-dire l'investissement dans le secteur privé, a diminué durant cette période. Ainsi les politiques non conventionnelles du Japon n'ont pas réussi à relancer le crédit, ce qui témoigne d'un sentiment d'incertitude et de non-confiance dans le marché financier japonais. Une étude du FMI, *Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing : Are They Now More Effective ?* de S. Pelin Berkmen, estime que l'impact de ces politiques a été négligeable pour l'inflation mais qu'il avait un impact sur l'activité économique. Le bilan de ces politiques non conventionnelles est assez mitigé.

Ces deux comparaisons, notamment celle avec le Japon, nous laisse penser que les programmes de mesures non conventionnelles ne sont pas des solutions « miracles » pour relancer l'inflation et l'activité économique. Néanmoins, elles semblent avoir un impact significatif.

Chapitre 4

2014-2019 : Les limites de la politique de la BCE

Depuis 2013, un des objectifs principaux de la BCE, qui est de maintenir la stabilité des prix en visant une inflation légèrement inférieure à 2%, n'est pas atteint. La BCE a ainsi pris des mesures afin d'augmenter l'inflation autour des 2% de manière à éviter tout risque de déflation.

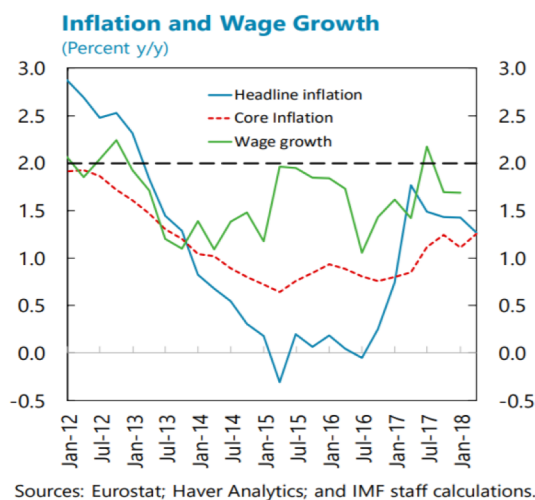


FIGURE 4.1 – Inflation en zone euro entre 2012 et 2018. Eurostat, Haver Analytics and IMF staff calculations

4.1 Ralentissement et taux d'intérêts négatifs

4.1.1 Ralentissement du rythme de croissance économique

À la suite de la crise de 2008, l'économie européenne peine à repartir et en 2012, on observe des taux de croissance du PIB très faibles dans la plupart des

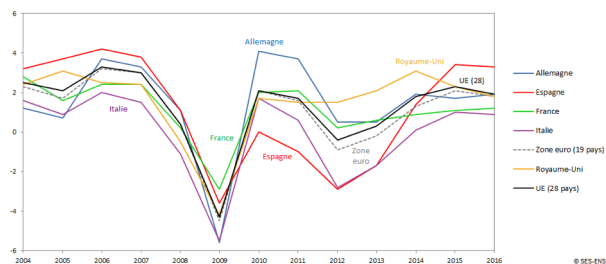


FIGURE 4.2 – Taux de croissance du PIB en volume de 2004 à 2016 dans l'UE, la zone euro et quelques pays de l'UE (en %). Source : Ens Lyon

pays de l'UE (0,5% en Allemagne, 0,2% en France et une moyenne de -0,9% dans la zone euro). La BCE tente de relancer l'économie, notamment en reprenant le quantitative easing, injectant ainsi 60 milliards d'euros par mois dans l'économie, et ce malgré des contestations de certains pays, tel que l'Allemagne par exemple.

4.1.2 Baisse des taux directeurs de la BCE

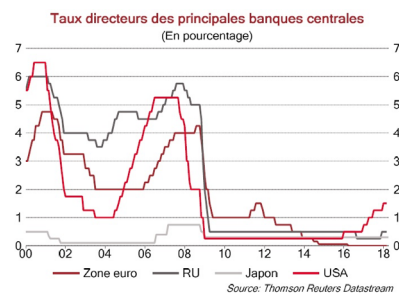


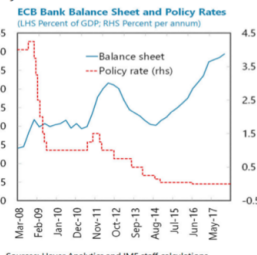
FIGURE 4.3 – Taux directeurs des principales banques centrales (en %). Source : Thomson Reuters Datastream

Dans le but de remonter le taux d'inflation à un niveau raisonnable et de relancer l'économie, la BCE décide également de baisser ses taux directeurs, mais ceux-ci étaient déjà très bas, suite à la crise de 2008, ce qui a eu comme conséquence des taux d'intérêts de refinancement nuls, des taux de dépôt négatifs (-0,50% en juillet 2019), et des taux aux jours le jours à 0,25%. Ces taux d'intérêts très faibles rendent l'épargne moins attrayante et le crédit plus intéressant pour les banques, ainsi celles-ci sont incitées à investir, en finançant des entreprises ou particuliers ou bien à acheter des obligations d'états ce qui relancerait l'économie. En effet, des taux directeurs bas facilitent les échanges sur le marché interbancaire, car les taux d'intérêts sont basés sur les taux directeurs, et le taux de dépôt négatif signifie que les banques payent si elles veulent stocker leur argent. De plus, cela réduit aussi les taux des emprunts proposés aux particuliers car ce secteur est très compétitif. Suite à ces mesures, on constate une diminution du chômage et une augmentation du taux d'inflation jusqu'à 1,5% en Juin 2018[8], comme illustré dans le graphique ci-dessous, ce qui reste tout de même en dessous de l'objectif de la BCE.

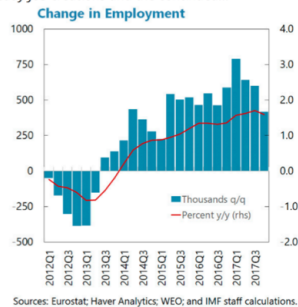
Euro area inflation has been below ECB's objective since 2013, and wage growth remained subdued.



This occurred despite the unprecedented loosening of monetary conditions.



The persistently low inflation seems at odds with the steady job creations and the continued...



...decline in the unemployment rate. The remaining unemployment is mostly structural as of early 2018.

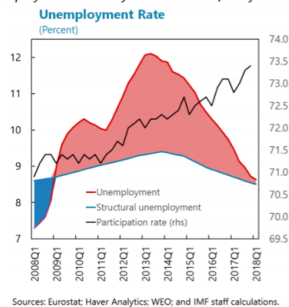


FIGURE 4.4 – Taux de chômage et d'inflation en Europe entre 2008 et 2018.
Source : Eurostat

4.1.3 Problèmes liés aux taux d'intérêts nuls

Avoir des taux nuls peut être avantageux, mais cela est aussi un signe du pessimisme des investisseurs. En effet, le 1er juillet 2019, le taux d'emprunt d'État en France à 10 ans est devenu négatif (- 0,05 %), ce qui signifie que les gros investisseurs préfèrent prêter de l'argent aux États à un taux négatifs, donc ils perdent de l'argent mais ils ont la certitude que l'état ne fera pas défaut, plutôt que de l'investir dans des entreprises, car ils pensent en perdre plus de cette manière. Cependant, cela permet aux Etats de s'endetter plus facilement, c'est notamment le cas du Japon, qui a une dette de 234,7% de son PIB. Mais cela rend une augmentation des taux difficile, on peut le voir sur le graphique précédent où le Japon a un taux directeur inférieurs à 1% depuis les années 2000. Ces taux directeurs faibles ont aussi comme conséquences que le taux d'intérêt réel des épargnes des particuliers sont négatifs, ce qui peut entraîner les particuliers à ne pas épargner leur argent, résultant en une crise économique.

4.2 Etendre le mandat de la BCE

Ainsi pour répondre à ces problèmes, étendre le mandat de la BCE semble être important.

4.2.1 Améliorer la transparence

Afin de redonner confiance aux acteurs financiers, il semble important que les dirigeants de la BCE soient plus explicites dans leurs objectifs. Au niveau de la croissance par exemple, en effet, la croissance économique n'est pas un objectif de la BCE dans son mandat actuel. Ainsi, clarifier le rôle de la BCE par rapport à la croissance et à d'autres indicateurs économiques, tel que le taux de chômage, donnerait d'avantage d'informations aux acteurs financiers. Cela permettrait de clarifier la stratégie de communication de la BCE sans être incompatible avec son objectif actuel, à savoir, maintenir la stabilité des prix [3].

Il est aussi important de clarifier le rôle de la BCE en tant que prêteur de dernier recours, car elle a joué ce rôle lors de la crise de 2008, bien que ce n'est pas explicité dans son mandat.

4.2.2 Donner plus de pouvoir à la BCE

Donner plus de responsabilités à la BCE pourrait aussi être un moyen d'augmenter son efficacité. En effet, si la BCE exerce un contrôle des banques plus poussé, cela lui permettrait d'avoir plus d'informations et ainsi de faire de meilleures anticipations.

La BCE pourrait aussi s'occuper du contrôle prudentielle des banques en plus de la politique monétaire, ce qui est courant dans les banques centrales (aux États-Unis notamment). Il est, en effet, plus efficace d'avoir une même institution qui s'occupe des deux problèmes, plutôt que deux différentes, sachant que la BCE dispose déjà des outils et informations nécessaires pour cela.

4.3 Problèmes politiques actuels à propos de la BCE

Donner plus de responsabilités à la BCE s'accompagne d'une question de la gestion, du contrôle et de l'indépendance de la BCE.

4.3.1 Problème d'indépendance

Si la BCE avait un contrôle plus important des banques européennes, cela poserait le problème de l'indépendance celle-ci vis-à-vis des pays de la zone Euro. En effet, cela donnerait trop de pouvoir et d'influence à la BCE, ce qui déplairait à certains pays comme l'Allemagne.

4.3.2 Légitimité démocratique

Les politiques monétaires non conventionnelles renforcent les interactions entre politique budgétaire et politique monétaire, or les pays membres ont un contrôle très limité de la BCE, ce qui soulève le problème de la légitimité démocratique de la BCE. La représentation des pays dans les décisions de la BCE devient ainsi un autre point qu'il faut préciser. Par exemple, dans le cas américain, c'est le Congrès qui exerce un tel contrôle sur la FED, mais le cas européen est plus complexe car le Parlement Européen regroupe également les membres

de l'UE qui ne sont pas dans la zone Euro. Ainsi, il serait probablement nécessaire de créer une nouvelle institution qui discuterait, analyserait et ayant un pouvoir sur les décisions de la BCE.

Conclusion

La BCE, du fait de la structure de la zone euro, est une banque centrale unique au monde. Placée au cœur d'un système transnational, elle doit néanmoins conserver une indépendance vis-à-vis des banques centrales des pays membres de la zone euro. Face à son objectif inflationniste, ses principaux outils sont ses différents taux directeurs et des opérations d'achats d'actifs sur le marché. La crise de 2008 a mis en échec les mesures conventionnelles utilisées par la BCE. Ainsi, dès 2009, elle lance un programme de mesures non conventionnelles dont la plus importante est le quantitative easing. Toutefois, le bilan de la BCE reste mitigé. Elle n'a pas réussi à maintenir totalement son objectif d'inflation à 2% dans la zone euro et la plupart des pays membres sont en stagnation économique. De plus, ces opérations ont posé de nombreuses questions concernant leur légitimité face à l'obligation d'indépendance (achats de titres de dettes, OMT). Cela va bientôt faire 5 ans que la BCE augmente grandement son bilan et que les taux directeurs sont très faibles voire nuls ou négatifs. Or ces politiques ne peuvent durer éternellement, d'autant plus que la BCE va bientôt atteindre la limite d'achat de titres possibles avec le QE. Il serait nécessaire de revoir le mandat de la BCE pour lui donner plus de transparence, plus de pouvoir et plus de légitimité. Or, cela poserait aussi un problème d'indépendance des banques centrales nationales qui déplaît à certains pays comme l'Allemagne. La BCE est très récente comparée aux autres banques centrales et est encore en pleine construction. Ces questions de structures sont d'autant plus d'actualité que Christine Lagarde est depuis peu à la présidence de la BCE et que certains indicateurs laissent penser qu'une nouvelle crise économique mondiale pourrait venir, ce qui fragiliserait encore plus la zone euro.

Bibliographie

- [1] <https://fr.reuters.com/article/frEuroRpt/idFRL5N18B0LL>
- [2] https://www.ecb.europa.eu/ecb/pdf/orga/escbstatutes_fr.pdf?0568bd0a52aedf6fa4b7125ec66e84c5
- [3] Les enjeux du triple mandat
https://www.researchgate.net/publication/273176240Les_enjeux_du_triple_mandat_de_la_BCE
- [4] <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:287:0063:0089:FR:PDF>
- [5] <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/stableprices.fr.html>
- [6] <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tps00001&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>
- [7] https://www.lesechos.fr/2017/07/il_y_a_cinq_ans_draghi_sauvait_leuro_en_une_phrase_176926
- [8] Y. Abdih, L. Lin and A.Ch. Paret (2018). Understanding Euro Area inflation dynamics : Why so low for so long? IMF Working paper.
<https://www.imf.org/~/media/Files/Publications/WP/2018/wp18188.ashx>
- [9] Le taux d'intérêt négatif de la BCE, 12 juin 2014,
<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.fr.html>
- [10] *À quoi sert la Banque centrale européenne ?*, Edwin le Héron, 2016.
- [11] <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1202.pdf>
- [12] *Monnaie, banque et marchés financiers*, Frederic Mishkin
- [13] <https://www.lesechos.fr/2017/07/il-y-a-cinq-ans-draghi-sauvait-leuro-en-une-phrase-176926>

Compte rendu des rendez-vous

4.4 Premier rendez-vous

1. Informations générales
 - Date : 03/10/2019
 - Horaire : 15h30-16h30
 - Lieu : 48 Notre-Dame-des-Victoires 75002 Paris
 - Personnes présentes :
 - WATKINSON Gabriel
 - AUBERT Alexis
 - DURON Jeremy
 - YOUCEFI Dalil
2. Travail avant le rendez-vous
 - Répartition des références bibliographiques entre nous
 - Résumer ses lectures aux autres
 - Dégager les limites et les points flous
 - Préparation de questions à poser pendant le rendez-vous
3. Objectifs du premier rendez-vous
 - Poser des questions sur le sujet et sur la forme du mémoire
 - Organiser la prochaine rencontre
 - Fixer le travail à préparer pour la prochaine séance
4. Conseils
 - Conseil sur la forme du mémoire (longueur, attendu)
 - C'est un mémoire d'économie descriptive, il n'est pas nécessaire de présenter un modèle mathématique complexe
5. Questions
 - Quels seraient les risques de sortir du quantitative easing ?
 - Qu'est-ce qu'une zone monétaire optimale ?
 - Quel niveau de technicité ?
6. Objectifs pour le rendez-vous suivant
 - Chercher d'autres sources
 - Proposer une problématique
 - Rédiger une introduction
 - Faire un plan détaillé

4.5 Deuxième rendez-vous

1. Informations générales
 - Date : 06/11/2019
 - Horaire : 19h30-20h30
 - Lieu : ENSAE, par Skype
 - Personnes présentes :
 - WATKINSON Gabriel
 - AUBERT Alexis
 - DURON Jeremy
 - YUCEFI Dalil
2. Travail avant le rendez-vous
 - Rédiger une introduction et une problématique
 - Faire un premier plan détaillé
 - Relecture des références bibliographiques
 - Préparation de questions à poser pendant le rendez-vous
3. Objectifs du deuxième rendez-vous
 - Poser des questions sur le sujet et sur la forme du mémoire
 - Organiser la prochaine rencontre
 - Fixer le travail à préparer pour la prochaine séance
4. Conseils
 - Ne pas se contenter de faire une description de l'histoire de la BCE
 - Trouver une problématique plus intéressante
5. Questions
 - Quel intégration de modèles mathématiques dans le mémoire ?
 - Comment intégrer des actualités, notamment sur la FED ?
 - Quelles sources supplémentaires pour le quantitative easing ?
6. Sources complémentaires
 - <https://www.college-de-france.fr/site/lucrezia-reichlin/index.htm>
 - La Banque centrale européenne et la crise de l'euro :
<https://www.college-de-france.fr/site/lucrezia-reichlin/inaugural-lecture-2018-11-29-18h00.htm>
7. Objectifs pour le rendez-vous suivant
 - Rédiger et envoyer les parties rédigées