



REVUE D'ANALYSE COMPARÉE EN ADMINISTRATION PUBLIQUE

[www.telescope.enap.ca](http://www.telescope.enap.ca)

Vol. 20, n° 1, 2014

**SORTIE DE CRISE**

**« My money, My responsibility.**

**La Banque centrale européenne au cœur de la crise»**

Par Etienne Farvaque

**Pour citer cet article :**

Farvaque, E. (2014). « *My money, My responsibility.* La Banque centrale européenne au cœur de la crise », *Télescope*, vol. 20, n° 1, p. 92-104, [www.telescope.enap.ca/Telescope/docs/Index/Vol\\_20\\_no\\_1/Telv20\\_no1\\_Farvaque.pdf](http://www.telescope.enap.ca/Telescope/docs/Index/Vol_20_no_1/Telv20_no1_Farvaque.pdf)

DÉPÔT LÉGAL

BIBLIOTHÈQUE ET ARCHIVES NATIONALES DU QUÉBEC, 2014

BIBLIOTHÈQUE ET ARCHIVES CANADA, 2014

ISSN 1929-3348 (en ligne)

Le choix des thèmes et des textes de *Télescope* fait l'objet d'une réflexion collégiale de la part des membres de L'Observatoire. Avant publication, tout article est soumis à un comité composé d'universitaires qui évalue son acceptabilité. En cas de controverse sur un article ou sur une partie d'un article, l'auteur est avisé. La révision linguistique est obligatoire. Elle est assurée par les services spécialisés de l'ENAP. La reproduction totale ou partielle de *Télescope* est autorisée avec mention obligatoire de la source. Les professeurs d'établissements d'enseignement ne sont pas tenus de demander une autorisation pour distribuer des photocopies.

Les numéros réguliers de la revue *Télescope* sont indexés dans EBSCO, Repère et Érudit ([www.erudit.org/revue/telescope](http://www.erudit.org/revue/telescope))

*Télescope* bénéficie du soutien financier de l'ENAP et du gouvernement du Québec.

INFORMATION ET ABONNEMENTS

[eve.cloutier@enap.ca](mailto:eve.cloutier@enap.ca) | 418 641-3000, poste 6574 | [www.telescope.enap.ca](http://www.telescope.enap.ca)

# MY MONEY, MY RESPONSABILITY. LA BANQUE CENTRALE AU CŒUR DE LA CRISE

Par **Etienne Farvaque**<sup>1</sup>, Professeur d'économie, Université du Havre (France)  
[etienne.farvaque@univ-lehavre.fr](mailto:etienne.farvaque@univ-lehavre.fr)

**RÉSUMÉ** Cet article expose la façon dont la Banque Centrale Européenne (BCE) a fait face aux diverses crises (financières et économiques) ayant éprouvé la zone Euro depuis 2007, se retrouvant en première ligne pour faire face aux événements et, peut-être, sauver la zone euro. Il analyse également les questions soulevées par les transferts de liquidité monétaire entre pays de la zone, montrant que ces questions sont en fait inhérentes à la constitution, inachevée, de la construction monétaire européenne. Enfin, il est montré que l'action de la BCE depuis septembre 2012 est susceptible de créer une profonde modification du rôle joué par cette institution dans le fonctionnement de la zone euro.

**ABSTRACT** This article outlines how the European Central Bank (ECB) has coped with the various crises (financial and economic) the euro area has experienced since 2007, finding itself on the front line to deal with events and, perhaps, save the European monetary project. It also analyzes the issues raised by the transfer of monetary liquidity among euro area countries, highlighting that these issues are in fact inherent in the - unfinished - constitution of the European monetary integration process. Finally, it is shown that the action of the ECB since September 2012 is likely to cause profound changes in the role of this institution in the functioning of the euro area.

<sup>1</sup> Professeur d'économie, Équipe d'économie – Le Havre Normandie (EDEHN), Faculté des Affaires internationales, Université du Havre (France) et Skema Business School, Lille (France).

L'auteur remercie les deux rapporteurs de la revue pour leurs remarques constructives, mais reste seul responsable d'éventuelles erreurs et omissions qui pourraient subsister.

Si certaines banques centrales sont nées durant des crises, ou à la suite de crises (la Réserve fédérale américaine étant un exemple typique), la Banque centrale européenne (BCE) a plutôt connu une naissance calme, sur le plan économique en tout cas (la succession de référendums et de débats politiques a été plus agitée, mais fait partie d'un processus démocratique normal). Malheureusement, alors que les célébrations de son dixième anniversaire allaient bon train et cédaient parfois à l'autocongratulation (voir European Commission, 2008), la crise économique a rebondi, et s'est transformée en crise de l'euro, faisant craindre que les bougies puissent même être les dernières à souffler.

Heureusement, la BCE a agi et s'est retrouvée *de facto* la pièce angulaire d'une Europe aux prises avec une crise de grande ampleur. Cet article revient ainsi dans un premier temps sur la manière dont cette institution a tenté de lutter contre la récession et a géré les crises (financière et de l'euro). Le deuxième temps est consacré au débat relatif à l'évolution des soldes du système de paiements TARGET2 pendant la crise qui, quoique en apparence purement technique, est révélateur des questionnements sur la nature de l'Europe monétaire, et donc sur son inachèvement. Le troisième et dernier temps de l'article évoque enfin l'intervention de septembre 2012, qui a révélé le rôle de la BCE dans la pérennisation de l'union monétaire européenne.

## ■ AU CŒUR DE LA TOURMENTE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

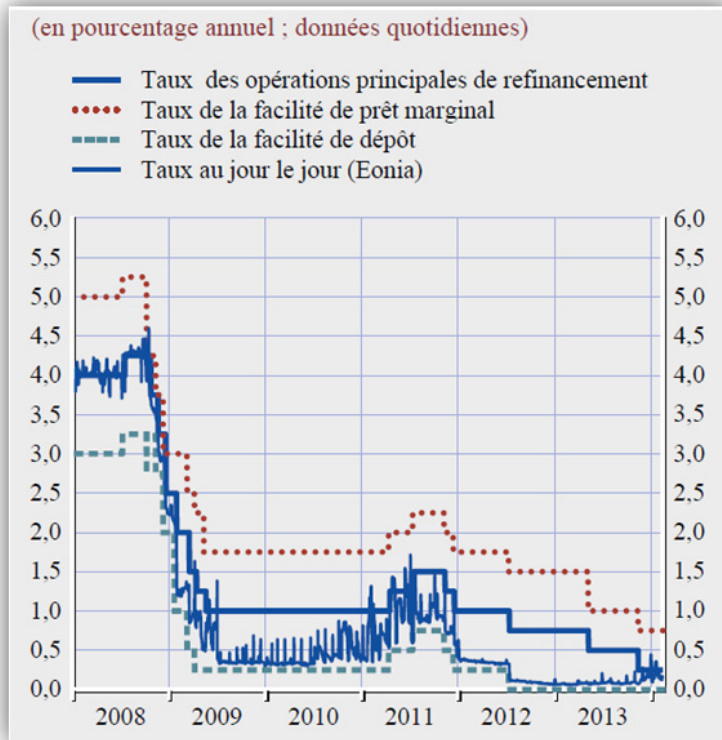
La BCE a dû affronter l'une des plus graves crises économiques depuis celle des années 1930. L'expression désormais associée à cette période de Grande Récession marque clairement l'ampleur de la chute de croissance ainsi que la montée associée du chômage et de la pauvreté, qui caractérisent cette crise. La première réaction attendue dans ce type de situation est évidemment une baisse des taux d'intérêt de façon à relancer l'arme du crédit et, au final, l'activité économique.

C'est bien ce qu'a pratiqué la BCE, comme le montre le graphique 1, puisque le taux de la facilité de prêt marginal passe d'environ 5 % en 2007 à 1,5 % en 2012, puis à 1 % en 2013. Malheureusement, le contexte de la crise de l'euro a renforcé la récession, ne permettant pas à la politique monétaire de renverser le gel des marchés financiers et de l'austérité budgétaire. Le crédit reste atone dans la zone euro, comme le montre la faiblesse des prêts accordés aux ménages (graphique 2; les crédits aux entreprises montrant globalement le même profil), bridant toute relance de la croissance. Les évolutions budgétaires allant dans le sens de la réduction des déficits et de la stabilisation des dettes (graphique 3), la combinaison des politiques macroéconomiques (*policy-mix*) ne permet pas de contrecarrer la montée rapide du chômage (graphique 4).

Le ralentissement de l'octroi de crédit est probablement ce qui frappe le plus dans la crise actuelle, les banques centrales, et parmi elles la BCE, ayant fortement augmenté leurs volumes d'interventions, prêtant abondamment aux banques. La BCE comme la Réserve fédérale ont ainsi grandement accru la taille de leur bilan afin de procurer de la liquidité en abondance aux marchés confrontés à un déficit en la matière (Bentoglio et Guidoni, 2009). Le bilan de la BCE est aujourd'hui, en volume, près de trois fois équivalent à celui du début de la crise (Eser et autres, 2012; Pisani-Ferry et Wolff, 2012). Les sommes en jeu sont donc très importantes, et a priori à la hauteur de l'enjeu : le total du bilan de la BCE atteint 2 570 milliards d'euros en 2012 (à comparer à un produit intérieur brut de la zone euro équivalant quelque 9 500 milliards d'euros environ). Ceci est confirmé par la mesure calculée par la BCE du *money gap* (soit la différence entre le niveau effectif de l'agrégat mo-

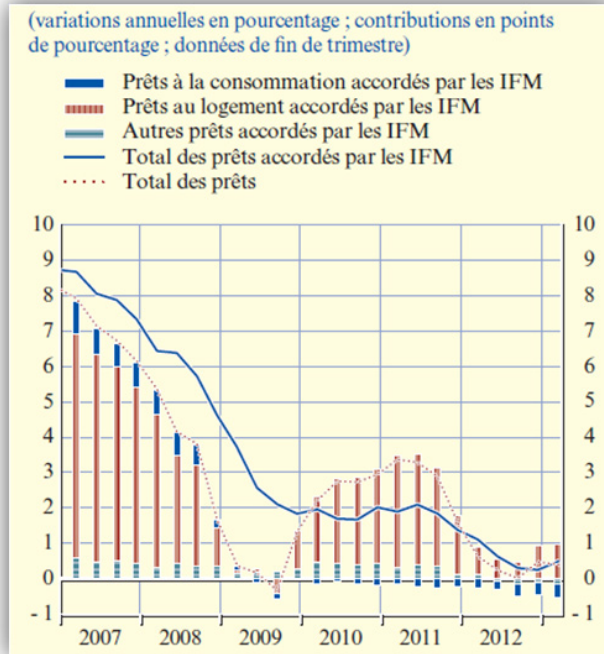
étaire large M3, déflaté de l'indice des prix à la consommation, et le niveau déflaté de M3 « qui aurait résulté d'une croissance nominale constante de cet agrégat conforme à sa valeur de référence de 4,5 % » (BCE, 2013b) et en période de stabilité des prix), qui reste à des niveaux très élevés (graphique 5).

### GRAPHIQUE 1 : TAUX D'INTÉRÊT DE LA BCE ET TAUX AU JOUR LE JOUR



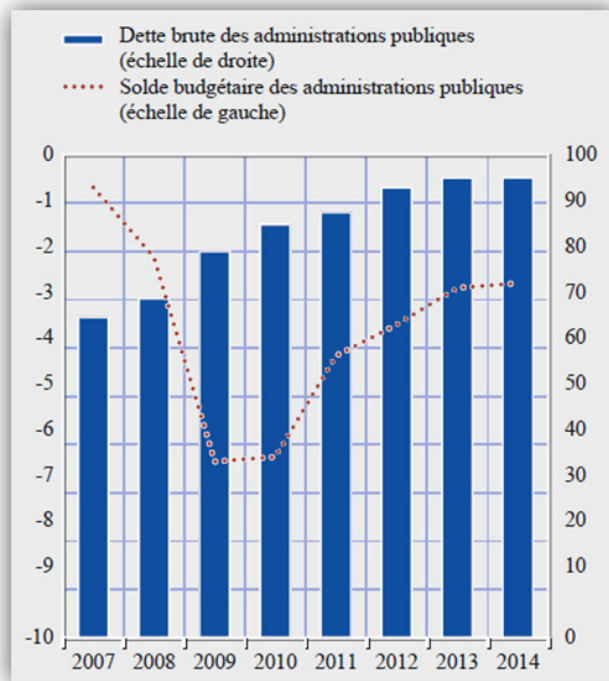
Source : BCE (2013).

## GRAPHIQUE 2 : TOTAL DES PRÊTS ACCORDÉS AUX MÉNAGES



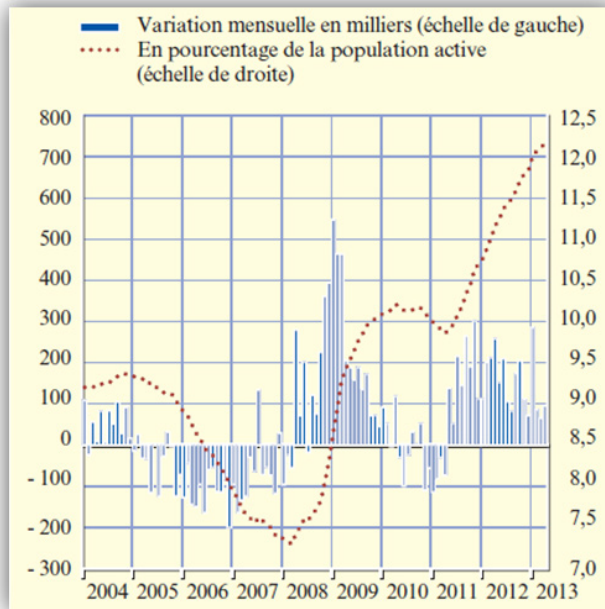
Source : BCE (2013b).

## GRAPHIQUE 3 : ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES DANS LA ZONE EURO



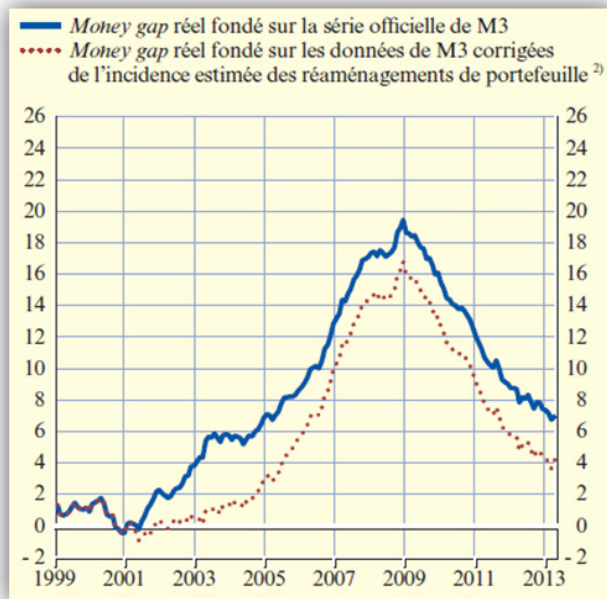
Source : BCE (2012a).

## GRAPHIQUE 4 : ÉVOLUTION DU CHÔMAGE DANS LA ZONE EURO



Source : BCE (2013b).

## GRAPHIQUE 5 : ESTIMATION DU MONEY GAP RÉEL



Source : BCE (2013b).

Pour autant, les sommes engagées n'ont pas suffi, la BCE est régulièrement accusée de ne pas en faire assez, notamment en comparaison avec le soutien qu'ont pu apporter la Réserve fédérale ou la Banque d'Angleterre à leurs économies respectives. Si l'on peut juger que la BCE a manqué de réactivité (Farvaque, 2010), son action au cœur de la crise n'est pas aussi entachée que celle de la Banque d'Angleterre, par exemple, dont les tergiversations face à la faillite de la banque Northern Rock, durant l'été 2007, ont remis au goût du jour des images de ruées bancaires que personne ne souhaitait (re)voir<sup>2</sup>. Inversement, le fait que la BCE ne bénéficie pas de façon transparente d'un soutien budgétaire (du fait de l'absence d'unification budgétaire parallèle à l'union monétaire) a probablement amoindri ses capacités de réaction, en comparaison avec ses homologues (britannique ou américaine), par exemple (Belke et Polleit, 2010). Les critiques n'ont donc pas manqué, conduisant la BCE, ou son action, à se trouver mêlée aux débats ayant parcouru la zone euro et, au-delà, l'Europe, depuis le début de la crise.

## ■ DE LA NATURE DE L'UNION MONÉTAIRE : LE DÉBAT SUR LES DÉSÉQUILIBRES INTERNES (TARGET 2)

TARGET est le système de paiement de montant élevé en euros (l'acronyme signifie *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System*). À ce titre, il sert de canal de transmission des impulsions de politique monétaire, puisqu'il permet le règlement en temps réel des opérations au sein de la zone euro de s'effectuer en temps réel (Lucas, 2008). Ce système, dans sa version no 2 de 2008, a été au cœur d'une polémique, lancée en 2011 par Hans-Werner Sinn (Sinn et Wollmershäuser, 2012). L'argument, relativement technique en apparence, est que les banques centrales nationales des pays de la zone euro accusant un déficit de balance des paiements, et donc subissant la plus large défiance des marchés financiers, ont couvert les déficits nationaux en créant ce que l'on appelle de la monnaie banque centrale (c'est-à-dire de la monnaie qu'elles ont le pouvoir de créer *ex nihilo*, sans contrepartie, mais de la monnaie supranationale, puisqu'il s'agit d'euros), et en la prêtant aux pays du noyau dur (l'Allemagne en particulier), évinçant ainsi les opérations de refinancement locales. Ce faisant, si l'on suit l'argument, la BCE a autorisé – voire forcé – une exportation de capitaux publics depuis les pays du noyau dur, compensant – au moins partiellement – l'absence de capitaux privés, qui fuyaient les pays de la périphérie. Il s'agirait donc, en clair, d'une opération de renflouement officieuse des pays déficitaires menée par la BCE. Outre qu'une telle action de la BCE interviendrait en rupture des traités européens – et serait donc illégale –, elle serait d'autant plus critiquable qu'il s'agirait d'une forme de redistribution s'effectuant au détriment des contribuables des pays en excédent. Selon cette critique donc, non seulement le fondement légal de l'euro est battu en brèche, mais la BCE pratiquerait une forme hautement critiquable de redistribution sans mandat démocratique<sup>3</sup>.

Cependant, il importe de comprendre que le système TARGET2 est utilisé pour régler des transactions intra-zone qui font suite à des opérations « réelles » (une importation de biens en provenance d'Allemagne par un producteur grec) ou financières (un octroi de crédit immobilier par une banque française à un promoteur irlandais). Dès lors, le règlement des paiements intra-zone par TARGET2 donne lieu à des obligations transfrontalières qui sont agrégées en un montant unique à la fin de chaque journée d'activité, chaque banque centrale nationale connaissant donc un solde positif, négatif ou nul. Par principe et par

<sup>2</sup> Voir par exemple : <http://www.youtube.com/watch?v=EyVk8EI6asQ> (consulté le 29 juin 2013).

<sup>3</sup> La critique accuse donc, au moins implicitement, d'effectuer une *taxation without representation* dans les termes usuels de la science politique.

construction, il n'y a pas de limite a priori aux montants des opérations qui peuvent être traitées par le système, et donc aux soldes journaliers, qui sont généralement rémunérés au taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de la BCE.

Durant la crise, les soldes se sont accumulés (graphique 6) et le parallèle avec les déficits commerciaux qu'ont connus les pays en crise est effectivement tentant, même si l'aggravation des soldes, et surtout leur persistance, a seulement démarré en 2007 et s'est accélérée à partir de 2010, mettant en défaut l'homologie supposée entre les deux évolutions. Cette chronologie montre donc que le facteur déterminant de ces évolutions est à chercher dans les tensions régnant sur les marchés interbancaires et, plus particulièrement, dans l'augmentation de la perception du « risque pays » des membres du sud de la zone. En effet, alors que les paiements entre établissements de crédit peuvent ou non être traités en utilisant TARGET2, les transferts liés aux opérations de politique monétaire sont gérés par ce système. Donc, si l'utilisation de la liquidité offerte par la BCE est inégalement répartie entre les pays, les soldes TARGET2 vont le refléter, voire le révéler.

Il est bien évidemment normal que, durant une crise financière, les banques des pays subissant des sorties nettes de paiement (par exemple, les fuites de dépôt) aient besoin de liquidités, mais, du fait même de cette situation (et avec une accélération dans le contexte de crise financière que connaît la zone euro depuis 2010), rencontrent des difficultés pour se refinancer sur le marché interbancaire. Elles sont donc contraintes à faire appel à la BCE, et ce, d'autant plus que la structure de financement des économies dans lesquelles elles opèrent reposait déjà fortement, avant la crise, sur des crédits et non, par exemple, sur de l'investissement direct étranger (Merler et Pisani-Ferry, 2012).

Les soldes accumulés au sein du système TARGET2 reflètent alors bien plus un problème structurel de compétitivité (voir le graphique 7, qui montre les déficits de transactions courantes entre les pays membres de la zone euro et l'analyse de Gaulier et Vicard, 2012) et de structure de financement qu'un renflouement subreptice des pays en crise par la BCE.

La peur soulevée pour les contribuables allemands est d'ailleurs non proportionnelle au risque réel de perte. En effet, même si le solde créditeur accumulé par la Bundesbank au sein du système devait se traduire par des pertes (en cas de défaut de contrepartie), les pertes devraient, selon les traités, être partagées par l'ensemble des banques centrales nationales membres de l'Eurosystème, en proportion de leur participation au capital. La perte potentielle de chaque banque centrale nationale serait donc la même, indépendamment de la taille des soldes du système TARGET. Ainsi, comme le notent Merler et Pisani-Ferry (2012), la Bundesbank étant le principal actionnaire de la BCE, elle devrait certes supporter la plus grande perte, mais cela même si les flux de capitaux privés des pays en crise s'étaient dirigés massivement vers la France plutôt que vers l'Allemagne.

Dès lors, d'une part, proposer de limiter la taille des soldes TARGET2, comme l'ont fait certains à la suite de Sinn, reviendrait à confondre cause et conséquence, à prendre les soldes pour la nature du problème quand ils n'en sont qu'un symptôme<sup>4</sup>. Mais, d'autre part et surtout, accepter cela signifierait de remettre fondamentalement en question le concept même d'union monétaire (Bindseil et König, 2012). En effet, admettre que toutes les banques centrales nationales ne peuvent avoir le même accès à la liquidité de la banque centrale implique que la valeur de leurs passifs n'est pas la même.

---

<sup>4</sup> En outre, cela revient à proposer un remède technique sans beaucoup plus de légitimité démocratique ou légale que la faille supposément identifiée.



En clair, cela reviendrait à créer de fait une union monétaire au sein de laquelle circuleraient des euros au pouvoir libératoire effectif différent, ce qui contredit l'essence même d'une monnaie unique. Les précédents historiques, au sein de l'Union latine par exemple, montrent qu'une telle union ne peut résister bien longtemps à une telle remise en question de l'identité de la valeur d'échange de la monnaie (Schor, 1995). Les échanges ne s'effectueraient en effet plus que dans la « bonne » monnaie, dont les éléments seraient épargnés autant que possible, en application de la fameuse loi de Gresham (« la mauvaise monnaie chasse la bonne », les agents épargnant les unités de la « bonne » monnaie et faisant circuler, pour s'en débarrasser, les unités de la « mauvaise » monnaie).

La solution à l'accumulation des soldes au sein du système TARGET est foncièrement, à long terme, de nature économique plutôt que financière et monétaire : elle implique un redressement de la compétitivité des pays en crise et un rééquilibrage des échanges. Le plus difficile est alors de leur permettre « d'acheter du temps », autrement dit de leur permettre de se projeter au-delà de la crise financière en mettant en œuvre les moyens de la traverser, ce qu'a effectivement réussi à faire la BCE.

Mais exiger des soldes des systèmes de paiement qu'ils soient en quasi-permanence à l'équilibre modifie substantiellement la nature de l'union monétaire, la transformant en une facilité de paiement. Nul besoin alors de mettre en place une institution telle qu'une banque centrale, une chambre de compensation aurait suffi.

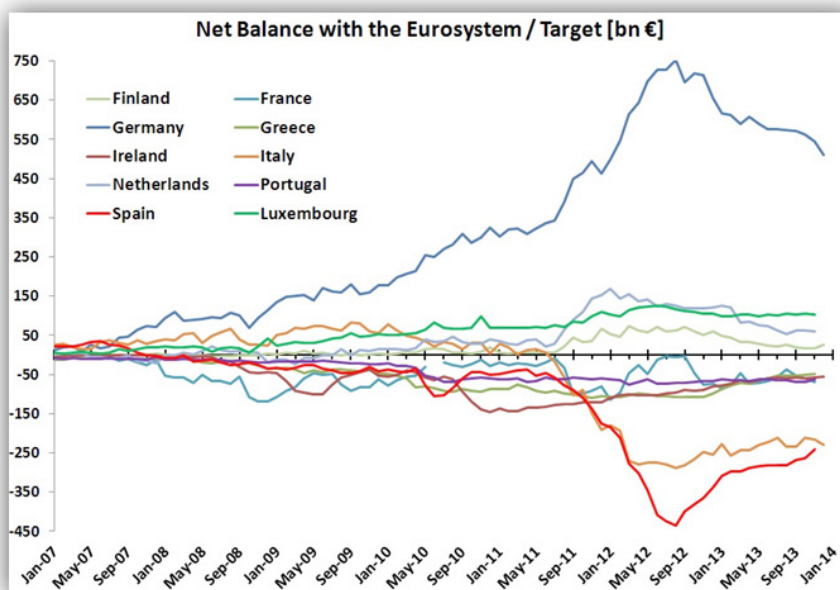
La BCE ne s'est que récemment exprimée sur cette controverse dans un article de son bulletin mensuel. Son analyse rejoint largement celle qui est faite ici, ajoutant une comparaison intéressante de la situation de la zone euro à celle des États-Unis, montrant que les soldes à l'intérieur du système de paiements entre les districts fédéraux se sont fortement accrus durant la crise sans pour autant créer de tensions (la BCE parle d'ailleurs de façon révélatrice « d'un exercice comptable dans une zone intégrée politiquement », BCE, 2013a, traduction libre).

## ■ UN GRAND POUVOIR IMPLIQUE DE GRANDES RESPONSABILITÉS

La BCE semble donc avoir une certaine vision de ce qu'est une union monétaire, y compris lorsqu'elle comporte des défauts congénitaux<sup>5</sup>, dont les implications étaient connues, quoique parfois sous-estimées, comme l'a confirmé l'épreuve de la crise de la dette grecque (voir, par exemple, Eichengreen, 2012). C'est cette vision qui peut aider à comprendre la décision – radicale – de l'été 2012, d'intervenir sur le marché de la dette souveraine. Cette décision, en rupture avec la prudence apparente qui l'a précédée, a imposé la BCE comme l'institution responsable de la survie de l'euro, au double sens du terme : la BCE en devient la garante et c'est à elle que son avenir sera imputable.

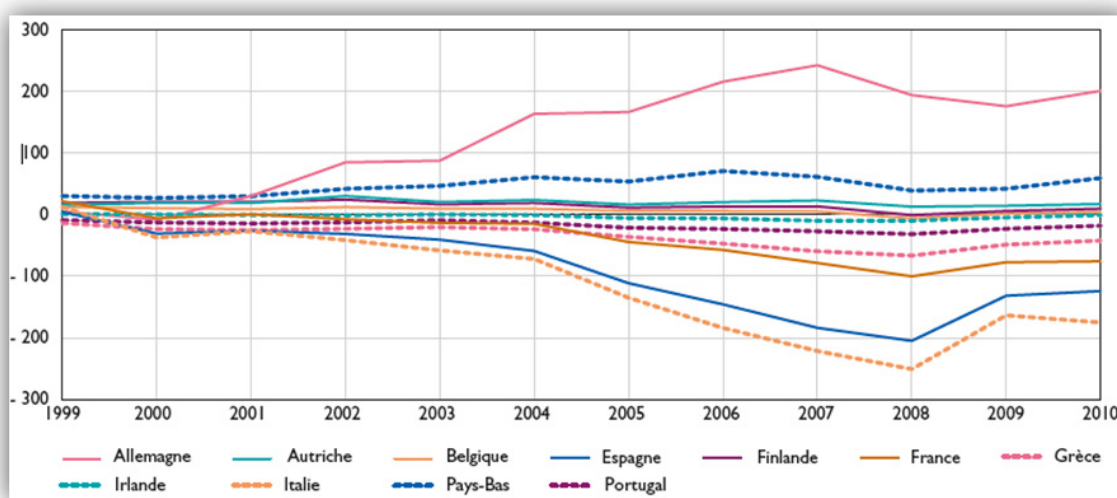
<sup>5</sup> Revenir sur ces défauts, tels que l'absence de budget « fédéral », l'absence de pouvoir de taxation au niveau européen, etc., dépasse le cadre de cet article. Ils sont par ailleurs discutés dans certains articles de ce dossier de la revue.

## GRAPHIQUE 6 : SOLDES AU SEIN DU SYSTÈME TARGET2



Source : [www.eurocrisismonitor.com](http://www.eurocrisismonitor.com)

## GRAPHIQUE 7 : SOLDES DES TRANSACTIONS COURANTES (EN MILLIARD D'EUROS)



Source : Gaulier et Vicard (2012).

Concrètement, la BCE avait mis en place le *Securities Markets Programme* en mai 2010, qui lui permettait d'intervenir à fonds ouverts sur les marchés de la dette souveraine des pays membres de la zone euro (permettant à certains pays de continuer à accéder aux marchés financiers pour refinancer leur dette et donc éviter le blocage des marchés comme celui connu lors de la chute de Lehman Brothers en 2008). Rappelons que la BCE ne peut intervenir que sur le marché secondaire, et non primaire (c'est-à-dire celui des nouvelles émissions), de la dette publique. En d'autres termes, la BCE ne peut que racheter des titres

« d'occasion » à des institutions qui en détiennent déjà. C'est ainsi que son action peut débloquer un marché fonctionnant mal, en récréant une incitation pour les autres intervenants sur ce même marché à acheter de la dette publique puisqu'ils ont la « garantie » de trouver un acheteur final s'ils souhaitent revendre leurs titres.

En septembre 2012, la BCE remplace ce programme par ce qu'elle appelle les *Outright Monetary Transactions*, qui lui permettent d'intervenir sans limite maximale et sur le segment des horizons d'emprunts les plus courts du marché (les échéances sont de un à trois ans). La BCE affiche donc clairement sa volonté de stabiliser la monnaie unique en assurant une garantie d'accès au marché pour les États devant émettre des titres de dette à court terme (*de facto*, les seuls à pouvoir être vendus en situation de doute sur la solvabilité d'un État, les acheteurs ne souhaitant plus se positionner sur le moyen ou le long terme).

Néanmoins, le programme contient une clause de conditionnalité. En effet, l'intervention de la BCE n'étant garantie que tant que l'État qui est concerné par un achat de titres respecte les conditions définies par les programmes d'ajustement (*European Financial Stability Facility/European Stability Mechanism*, EFSF/ESM). En clair, la BCE conditionne son soutien aux mesures prises par les États pour restructurer leurs finances publiques (voir BCE, 2012b et 2012c). L'objectif d'une telle conditionnalité est évidemment de rassurer les investisseurs, comme les citoyens, sur la qualité de la monnaie unique. Historiquement, la plupart des situations d'hyperinflation ayant eu pour origine le financement monétaire de la dette publique (Fischer et autres, 2002), il importe d'éviter tout dérapage dans ce sens. Il est d'ailleurs intéressant de constater que les citoyens accordent une confiance moindre à la BCE lorsqu'ils résident dans un pays ne respectant pas les règles budgétaires européennes (Farvaque et autres, 2013).

Sur le fond, il n'en reste pas moins que la BCE a agi d'une manière et avec une intensité qui a surpris les marchés, tant par le caractère inattendu de son annonce que par le changement de nature de ce mouvement. En effet, l'absence de volonté politique nette des chefs d'États et de gouvernements européens a été (implicitement) compensée par un engagement fort et le fait de s'engager à racheter tout montant de dette souveraine secondaire se présentant sur le marché tend à positionner la BCE comme un « prêteur en dernier ressort », témoignant en cela de sa confiance en la pérennité de l'union monétaire.

Elle prend également un risque important. En effet, le scénario d'une défaillance des chefs d'États et de gouvernements de la zone euro (à s'accorder sur les mesures à prendre pour remettre les pays en difficulté sur la voie de finances publiques soutenables, sur le calendrier d'un tel sentier, sur la gestion des conséquences de l'austérité induite) ne peut malheureusement être écarté.

Dès lors, la BCE se retrouverait seule en première ligne face à des marchés dont la confiance serait plus qu'ébranlée, et face à une alternative cornélienne. Soit la BCE s'engage plus avant dans ce qui serait perçu comme la monétisation des dettes publiques, ce qui serait dangereux pour sa crédibilité (puisqu'en reniant la conditionnalité posée en septembre 2012) comme pour la confiance des acteurs (européens mais pas uniquement) en la valeur future de l'euro. Soit elle maintient la conditionnalité, ce qui reviendrait à accepter le défaut de certains États sur (au moins une partie de) leur dette. Une telle alternative est un scénario du pire, mais la gestion passée de la crise par les dirigeants européens depuis 2010 ne permet pas de l'écartier totalement.

## ■ CONCLUSION

La crise de la zone euro est probablement unique, historiquement parlant, par sa durée. Celle-ci s'explique autant par le fait que l'euro a pu tenir grâce au soutien finalement nettement affiché de la BCE, que par l'absence de décision politique claire permettant de dépasser le stade actuel, incomplet, de l'intégration monétaire. Le seul élément de fédéralisme (le mécanisme de stabilité européen – ESM – qui met en œuvre de fait des transferts entre États européens) a été acquis de façon quasiment subreptice, et avec des réticences fortes qui ne peuvent que laisser craindre un immobilisme coûteux, et menaçant la pérennité de la monnaie unique.

Il importe en effet de ne pas se tromper de cible : la BCE est un acteur particulier, mais qui agit par délégation. Le véritable pouvoir reste aux États, et les réformes sont encore à venir : à la fois au niveau national, pour favoriser le retour à des finances publiques soutenables et permettre la mise en œuvre des réformes autorisant le cumul des bénéfices d'un marché désormais monétaire unifié<sup>6</sup>, mais aussi au niveau européen, en assumant pleinement la nature nécessairement fédérale d'une union monétaire et en mettant en chantier (rapidement) les réformes nécessaires pour aller dans ce sens.

---

<sup>6</sup> La question de l'union bancaire a ainsi été volontairement omise de l'analyse, car elle est un complément du processus de marché unique (lancé en 1986) et, si une création plus précoce avait peut-être évité certains éléments constitutifs de la crise actuelle, elle ne représente pas une solution immédiate au problème des dettes souveraines.

## ■ BIBLIOGRAPHIE

- Banque centrale européenne (2013a). *Bulletin mensuel*, mai, [https://www.banque-france.fr/uploads/tx\\_bdfgrandesdates/BCE\\_mai\\_2013\\_internet\\_13-05.pdf](https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/BCE_mai_2013_internet_13-05.pdf) (page consultée en mai 2014).
- Banque centrale européenne (2013b). *Bulletin mensuel*, juin, [https://www.banque-france.fr/uploads/tx\\_bdfgrandesdates/Bulletin-mensuel-BCE-juin-2013\\_01.pdf](https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/Bulletin-mensuel-BCE-juin-2013_01.pdf) (page consultée en mai 2014).
- Banque centrale européenne (2013). *Rapport annuel*, [http://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/Eurosysteme\\_et\\_international/rapport-annuel-BCE-2013.pdf](http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/rapport-annuel-BCE-2013.pdf) (page consultée en mai 2014).
- Banque centrale européenne (2012a). *Rapport annuel*, [http://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/Eurosysteme\\_et\\_international/rapport-annuel-bce-2012.pdf](http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/rapport-annuel-bce-2012.pdf) (page consultée en mai 2014).
- Banque centrale européenne (2012b). *Technical Features of Outright Monetary Transactions*, communiqué de presse, 6 septembre, [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html) (page consultée en mai 2014).
- Banque centrale européenne (2012c) *Measures to Preserve Collateral Availability*, communiqué de presse, 6 septembre, [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_2.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_2.en.html) (page consultée en mai 2014).
- Belke, A. et T. Polleit (2010). « How much fiscal backing must the ECB have? The euro area is not (yet) the Philippines », *International Economics*, vol. 124, p. 5-30
- Bentoglio, G. et G. Guidoni (2009). « Les banques centrales face à la crise », *Revue de l'OFCE*, no 110, p. 291-333.
- Bindseil, U. et P. J. König, (2012). « TARGET2 and the European Sovereign Debt Crisis », *Kredit und Kapital*, vol. 45, p. 135-174.
- Eichengreen, B. (2012). « European monetary integration with benefit of hindsight », *Journal of Common Market Studies*, vol. 50, n° S1, p. 123-136
- Eser, F. et autres (2012). « The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009 », *ECB, Occasional Paper*, n° 135.
- European Commission (2008). « Euro@10 : Successes and Challenges after Ten Years of Economic and Monetary Union », *European Economy*, n° 2.
- Farvaque, E. (2010). *La Banque Centrale Européenne*, La Découverte, coll. Repères, n° 560.
- Farvaque, E., M. A. Hayat et A. Mihailov (2014). *Who Supports the ECB?, Evidence from Eurobarometer Survey Data*, Working Paper n°2012/27, Equippe, [http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/99/50/32/PDF/25527\\_2012\\_-\\_27\\_DT.pdf](http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/99/50/32/PDF/25527_2012_-_27_DT.pdf) (page consultée en juin 2014).
- Fischer, S., R. Sahay et C. A. Végh (2002). « Hyper- and High Inflation », *Journal of Economic Literature*, vol. 40, p. 837-880.

- Gaulier, G. et V. Vicard (2012). « Évolution des déséquilibres courants dans la zone euro : choc de compétitivité ou choc de demande? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 189, p. 47-63, [http://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/publications/Bulletin-189-version-integrale.pdf](http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Bulletin-189-version-integrale.pdf) (page consultée en juin 2014).
- Lucas, Y. (2008). « TARGET2 et l'intégration financière européenne », *Bulletin de la Banque de France*, n° 169, p. 23-30.
- Merler, S. et J. Pisani-Ferry (2012). « Sudden stops in the Euro area », *Bruegel Policy Contribution*, n° 6.
- Pisani-Ferry, J. et G. Wolff (2012). « Propping-up Europe? », *Bruegel Policy Contribution*, n° 7.
- Schor, A.-D. (1995). *La monnaie unique*, PUF, coll. Que sais-je?
- Sinn, H. W. et T. Wollmershäuser (2012). « Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility », *International Tax and Public Finance*, vol. 19, p. 468-508.