

L'EUROSISTÈME : UN MÉCANISME DE TRANSFERTS EN FAVEUR DES PAYS DÉFICITAIRES ?

LE DÉBAT

André Grjebine

Directeur de recherche à Sciences Po, Centre d'Études et de Recherches Internationales

À l'initiative de plusieurs économistes, en premier lieu du Professeur Hans-Werner Sinn, président de l'Institut für Wirtschaftsforschung (Ifo) de Munich, un vif débat s'est engagé sur la signification véritable et les risques inhérents au système de compensation qui fonctionne au sein de la zone euro, TARGET2 (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer). Trois critiques sont principalement émises. La première affirme que le système TARGET2 est, en fait, l'instrument privilégié et inavoué utilisé par l'Eurosystème pour renflouer des États européens en difficulté au détriment d'autres États de la zone euro, en premier lieu de l'Allemagne. La deuxième critique consiste à dire que les crédits accordés dans le cadre de TARGET2 à un pays déficitaire le sont au détriment des autres pays de la zone euro. De ce fait, les pays déficitaires occupent une place prépondérante dans la création monétaire de la zone euro. La troisième annonce que les difficultés des débiteurs vont se transmettre aux créanciers de TARGET2 et mettre ceux-ci, à leur tour, en difficulté. De nombreux auteurs ont contesté ces critiques. Ils montrent les risques de blocage de la zone euro qu'induirait une limitation drastique du système de compensation qu'assure TARGET2. Ceci dit, si ce système a sans doute puissamment contribué à ce que la zone euro surmonte temporairement les déséquilibres commerciaux et financiers qui risquaient d'entraîner son explosion, ce n'est qu'en s'attaquant aux déséquilibres structurels entre les pays membres que la pérennité de celle-ci pourra être assurée.

Mots clefs : TARGET2, Zone euro, Banque centrale européenne (BCE), Banque centrale nationale (BCN), Politique monétaire, Création monétaire, Taux d'intérêt, Balance courante, Solde débiteur, Solde créateur, Mouvements de capitaux, Federal Reserve System (FED), Plan Keynes.

A l'initiative de plusieurs économistes, en premier lieu du professeur Hans-Werner Sinn, président de l'Institut für Wirtschaftsforschung (Ifo) de Munich, un débat intense et parfois

polémique s'est engagé sur la signification véritable et les risques inhérents au système de compensation qui fonctionne au sein de la zone euro, TARGET2 (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer).¹ Trois critiques sont principalement émises. La première affirme que le système TARGET2 est, en fait, l'instrument privilégié et inavoué utilisé par l'Eurosystème pour renflouer plusieurs États européens en difficulté au détriment d'autres États de la zone euro, en premier lieu de l'Allemagne. La deuxième reproche à TARGET2 d'accorder une place prépondérante dans la création monétaire de la zone euro aux pays déficitaires. La troisième annonce que les difficultés des débiteurs vont se transmettre aux créanciers de TARGET2 et mettre ceux-ci, à leur tour, en difficulté. Ceux qui formulent ces critiques en viennent alors à proposer une pénalisation des pays déficitaires auprès de TARGET2, ou à tout le moins, une limitation des soldes déficitaires que les pays seraient autorisés à avoir. Le débat ainsi ouvert a suscité de très nombreuses réactions. La plupart d'entre elles contestent l'exactitude des affirmations de H.-W. Sinn et de ceux qui partagent ses vues, montrent que les réformes qu'ils proposent conduiraient à la disparition de la zone euro, accusent enfin ces économistes de dissimuler derrière des arguments apparemment techniques leur volonté d'exclure les pays du Sud de la zone euro pour en faire une union monétaire qui ne regrouperait que quelques pays du Nord autour de l'Allemagne.

Nous verrons qu'un système du type TARGET2 est indispensable pour éviter un blocage de la zone euro conduisant à son explosion. Mais, ce n'est qu'en s'attaquant aux déséquilibres structurels entre les pays membres que la pérennité de celle-ci pourra être assurée.

Avant de décrire les principaux termes de ce débat et de nous demander dans quelle mesure les critiques de TARGET2 sont ou non justifiées, il paraît nécessaire de rappeler quelques principes de base de ce système et de mettre en évidence les confusions qui peuvent fausser le jugement sur son fonctionnement et ses effets.

1. Je remercie les personnalités qui m'ont fait part de leurs critiques et suggestions. En particulier, Christophe Blot et Henri Sterdyniak à l'OFCE et Clemente De Lucia à la Direction des études économiques de BNP-Paribas. D'autres appartiennent à des institutions publiques et ne souhaitent pas être citées. Par ailleurs, Christophe Blot a réalisé la plupart des graphiques contenus dans cette étude.

1. Qu'est-ce que TARGET2 ?

Le développement d'un espace monétaire européen s'est accompagné de la création d'un système de paiement entre banques centrales de l'Eurosystème, d'abord TARGET1, créé en 1999 au moment de la création de l'euro², qui a été remplacé en novembre 2007 par TARGET2. Ce système assure « l'exécution des paiements entre banques commerciales en temps réel et en monnaie de banque centrale, c'est-à-dire avec des espèces sur des comptes ouverts auprès de leur banque centrale nationale (BCN). » (Banque de France 31/5/2012).³ Il est géré par la Bundesbank, la Banque de France et la Banca d'Italia.⁴ Dans ce système, la BCE n'opère qu'avec les BCN qui exécutent toutes les opérations de politique monétaire, fournissant en particulier des liquidités aux banques. Une BCN n'a pas de transaction directement avec une autre BCN, mais emprunte ou prête à la BCE, qui fonctionne comme la chambre de compensation du système TARGET2. La position créditrice ou débitrice de n'importe quelle BCN l'est vis-à-vis de TARGET2 et non vis-à-vis d'autres BCN. La balance consolidée nette auprès de TARGET2 des 17 BCN des États membres de la zone euro et de la BCE est égale à zéro.

En 2011, TARGET2 représentait 91 % en valeur et 59 % en volume – c'est-à-dire en pourcentage du nombre total de transactions – des règlements importants en euro [ECB 14/11/2012]. Les transferts qui passent par TARGET2 sont enregistrés dans les comptes financiers des balances de paiements des pays. Il n'y a pas de valeur minimale ou maximale pour les paiements, mais les opérations sont en général d'une certaine ampleur. En 2011, la valeur moyenne d'une transaction sur TARGET2 était de

2. L'euro est utilisé depuis 1999, pour les transactions financières européennes. Il a été mis en circulation le 1^{er} janvier 2002 sous sa forme fiduciaire.

3. Plus précisément, la Banque de France définit TARGET2 comme « le nouveau système de montant élevé de l'Eurosystème. Il repose sur une plate-forme unique partagée (Single Shared Platform ou SSP) qui assure la gestion technique des comptes ouverts aux institutions financières sur les livres des banques centrales participantes. Les relations entre les banques centrales nationales et leur communauté bancaire demeurent décentralisées. » (www.banque-france.fr/politique-monetaire/target2.html).

4. L'Eurosystème est composé de la BCE (Banque Centrale Européenne) et des banques centrales nationales (BCN) des pays membres de la zone euro. Le Système Européen des Banques Centrales (SEBC) regroupe, lui, la BCE et les BCN de l'Union Européenne, y compris donc les BCN des États de l'Union Européenne qui ne participent pas à la zone euro. Les États membres de l'Union Européenne ne participant pas à la zone euro peuvent également être connectés à TARGET2. Près de 4 500 institutions participent directement ou indirectement à TARGET2.

6,8 millions d'euros, mais 67 % de ces transactions avaient une valeur inférieure à 50 000 euros et 11 % une valeur supérieure à 1 million d'euros. Les soldes cumulés des positions dans TARGET2 sont, en revanche, beaucoup plus faibles, comparés aux montants échangés quotidiennement dans le système. Le solde de plusieurs BCN a néanmoins significativement augmenté depuis le début de la crise financière.

Un tel système n'est pas propre à la zone euro. En fait, il a pris le relai, dans les pays membres, des systèmes de compensation nationaux existant avant la création de l'euro. Un système comparable existe dans d'autres pays, en particulier aux États-Unis. Le *Fedwire* américain obéit à des principes similaires à ceux qui régissent TARGET2, à la différence notable près que l'exécution de la politique monétaire est décentralisée au sein de la zone euro, alors qu'elle est centralisée par la Federal Reserve Bank de New-York aux États-Unis.⁵ Cette différence s'explique d'abord par le fait que le *Fedwire* appartient à un État fédéral, ce qui n'est pas le cas de TARGET2. Elle s'explique ensuite par les degrés d'avancement très différents de l'intégration des systèmes monétaires américain et européen. Elle s'explique enfin par un souci de proximité et d'efficacité. Une BCN est mieux à même de contrôler les opérations d'une banque commerciale située sur son territoire que la BCE plus lointaine.

Le débat sur TARGET2 est souvent faussé par la difficulté de situer ce système par rapport à d'autres structures (balance des paiements des États membres, marché monétaire européen, etc.), en particulier en raison de la confusion de la position d'une BCN auprès de TARGET2 avec les créances d'un État sur ses partenaires de la zone euro. Il convient donc de préciser ces points que nous retrouverons en examinant les critiques émises à l'encontre de ce système.

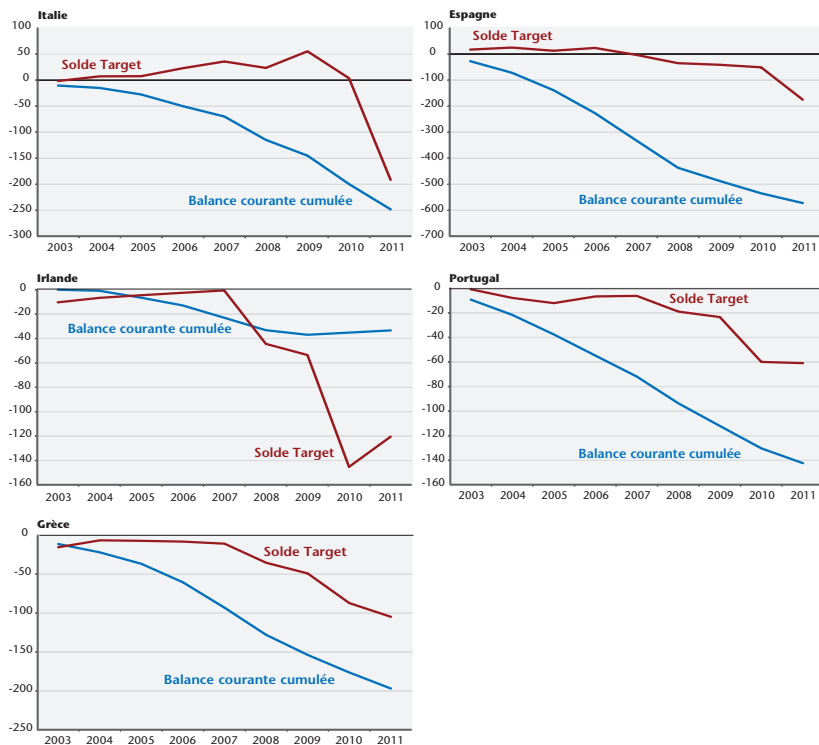
1. La balance des paiements reflète les flux courants ou financiers d'un État avec le reste du monde au cours d'une année. Les créances d'un État sur le reste du monde correspondent, elles, à un stock qui résulte de ces flux dans le passé, mais également de l'appréciation ou de la dépréciation des avoirs à l'étranger des rési-

5. *Fedwire* est la « plate-forme » sur laquelle sont comptabilisés les soldes du Federal Reserve Interdistrict Settlement Account qui donnent lieu à des transferts inter-districts. (cf. annexe 1).

dents d'un pays. La position extérieure nette d'un pays est le solde de ces créances et de ces dettes sur le reste du monde. Les soldes de TARGET2 résultent, eux, de la différence entre les créances et les dettes d'un État sur les pays de la zone euro, en monnaie banque centrale c'est-à-dire sur des comptes ouverts auprès de la banque centrale. Chaque banque de l'Eurosystème a un compte auprès de sa BCE et l'addition de ces comptes constitue la position de celle-ci auprès de TARGET2.

2. Il n'y a pas forcément de lien direct entre le déficit de la balance courante d'un pays et l'endettement de sa banque centrale auprès du système TARGET2 (graphiques 1a, b, c, d, e). Les mouvements de capitaux jouent, en effet, un rôle majeur dans les positions TARGET2, en particulier à court terme. (EEAG 2012 ; P. De Grauwe et Y. Ji 12/9/2012). Un pays peut, par exemple, compenser des sorties de capitaux privés par des prêts accordés par la BCE. Il aura donc un solde déficitaire auprès de TARGET2, alors que son solde financier (comptabilisé dans la balance des paiements) sera équilibré. Depuis 2007-2008, certains pays comme la Grèce et le Portugal ont principalement financé leur déficit courant par des crédits TARGET2. Le rapport EEAG observe que ces deux pays ont bénéficié de l'assistance officielle bien avant la mise en œuvre des opérations de « secours » en 2010. En Irlande, des sorties de capitaux massives expliquent que la position débitrice a largement dépassé le déficit courant au cours de ces années. En Espagne, dans les années 2008-2010, les entrées de capitaux ont permis de financer la majeure partie du déficit courant, ce qui explique que la position débitrice dans TARGET2 ne se soit détériorée qu'à partir de 2010-2011. En Italie, l'endettement à l'égard de TARGET2 a brutalement augmenté à partir du second semestre 2010, à la suite d'une forte réduction des placements italiens et étrangers dans ce pays.

Graphique 1. Soldes cumulés de la balance courante depuis 2003 et positions TARGET2

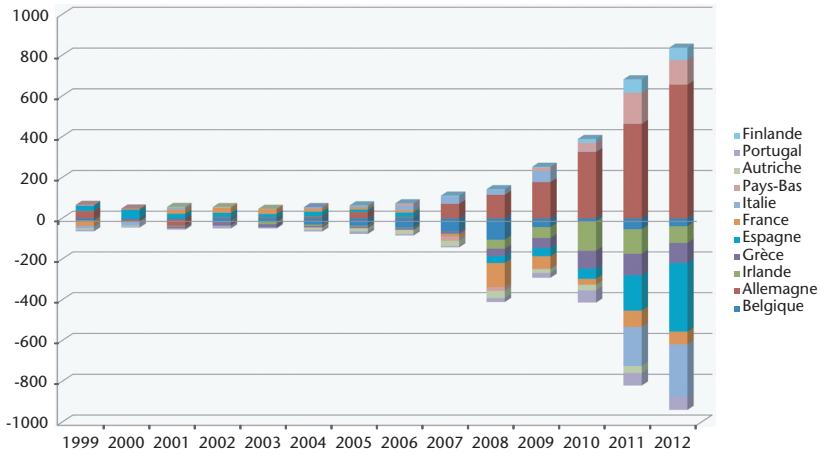


Note : Le cumul de la balance courante est effectué à partir de 2003.

Source : Euro crisis monitor.

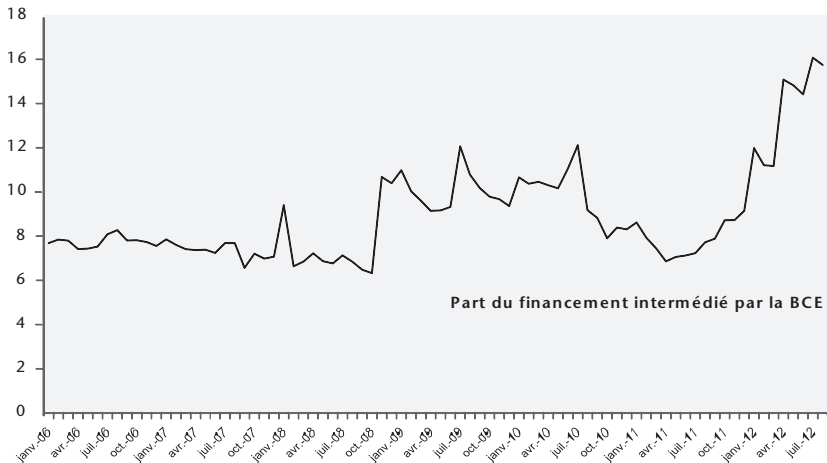
Le recours aux BCN explique le gonflement des positions TARGET2 dans les périodes de crise (graphique 2) et inversement leur tassement dans des périodes d'accalmie où les banques sont de nouveau à même, au moins de manière temporaire, de recourir aux marchés financiers pour se refinancer (graphique 3). Les BCN n'ont pas, en effet, vocation à se substituer de façon permanente et régulière au marché monétaire afin de réaliser des transferts entre les banques des États membres de la zone euro. L'existence de TARGET2 permet au marché interbancaire européen de s'appuyer sur une structure efficace et sécurisée, particulièrement précieuse en période d'incertitude. Il est vraisemblable que la zone euro n'aurait pu exister sans TARGET2, plus exactement elle n'aurait sans doute pas survécu à la crise.

Graphique 2. Positions TARGET2



Source : Euro crisis monitor.

Graphique 3. Part du financement des banques de la zone euro intermédié par la BCE

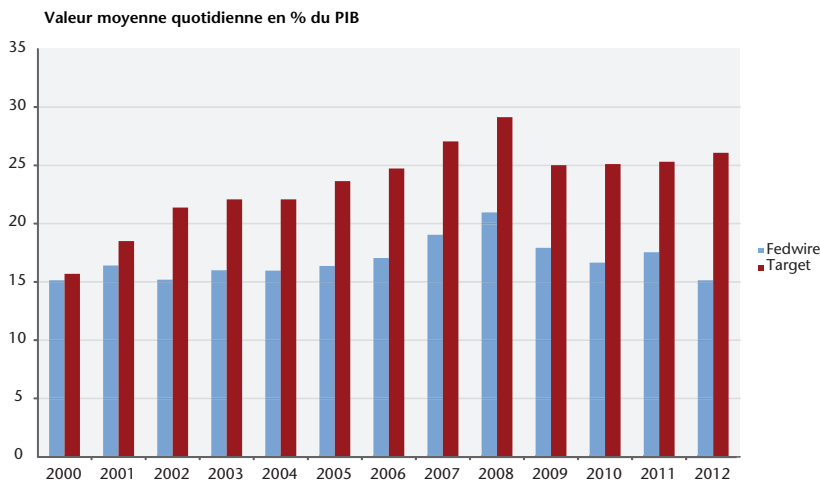


Source : BCE.

Il est intéressant d'observer que la crise financière a provoqué une baisse similaire du marché interbancaire aux États-Unis après la faillite de Lehman Brothers en 2008 [graphique 4]. La proportion du financement par le marché bancaire au total du bilan des

banques commerciales américaines est ainsi passée d'environ 6 % au début de 2008 (il atteignait 8 % dans les années 1980) à 1 % en 2010 (Sober Look, 28/6/2012).

Graphique 4. Évolutions comparées de TARGET2 et de Fedwire



Source : BCE, FED.

3. Jens Ulbrich et Alexander Lipponer (2012) observent que « les balances TARGET2 dépendent largement de la distribution des activités de trésorerie des banques dans la zone euro... Si l'approvisionnement en monnaie centrale de l'Eurosystème était fait de manière centralisée par la BCE, il n'y aurait en principe pas de balances nationales [d'accroissement des soldes excédentaires ou déficitaires] dans TARGET2. Les pays déficitaires de la zone euro contracteraient davantage de crédits auprès de la BCE et d'autres en contracteraient moins. Les créances sur TARGET2 sont générées par la construction décentralisée de l'Eurosystème. » Ils concluent que « ce ne sont pas les balances de TARGET2 qui sont décisives pour la politique monétaire de l'Eurosystème, mais l'offre totale de liquidités – peu importe quelle banque centrale nationale en est la première pourvoyeuse. [...] Un euro est un euro, indépendamment de la banque centrale nationale qui l'a mis en circulation. » Pour sa part, Jens Weidmann (13/3/2012), Président de la Bundesbank, tout en critiquant vigoureusement le fonctionnement de TARGET2, observe que « si la politique monétaire de l'Eurozone était centralisée par la BCE, il n'y aurait pas de balances TARGET2 ;

néanmoins, les risques inhérents à la création de liquidités ne seraient pas fondamentalement modifiés. »

4. Les positions auprès de TARGET2 varient en fonction du « climat » sur les marchés financiers, c'est-à-dire du degré d'incertitude et d'inquiétude qui y règne. En temps « normal », une entreprise d'un pays A important des biens d'équipement d'un pays B, s'adresse à sa banque, qui peut financer cette acquisition en empruntant sur le marché monétaire, sans doute à une banque du pays B. Celle-ci dispose, en effet, d'un accroissement de liquidités à la suite du virement provenant du pays A. Les soldes TARGET2 des deux pays seront, tous les deux, équilibrés, le paiement de l'importation étant compensé par le prêt finançant cette importation. Il en est autrement en période de crise, ou au moins d'inquiétude, sur les marchés financiers internationaux. En fait, s'il est peut-être excessif d'affirmer que le marché interbancaire européen n'existe plus depuis 2010 (P. De Grauwe & Y. Ji, 2/11/2012), il n'en est pas moins vrai qu'il ne fonctionne que de manière très sélective, les pays du Sud n'y ayant que très difficilement accès – ou pas du tout pour certains d'entre eux. Leurs banques ne peuvent donc se refinancer qu'auprès de leur BCN. D'où l'importance croissante des soldes TARGET2.

Supposons, un transfert provenant de banques ou de pays considérés comme peu sûrs par les marchés vers des banques ou des pays qui paraissent moins risqués. Un déposant espagnol décide de transférer 100 000 euros d'un compte dans une banque espagnole, disons Santander (S), vers un compte dans une banque allemande, Deutsche Bank (DB). Pour S, cette opération signifie une réduction des dépôts qu'elle détient de 100 000 euros. Ses réserves auprès de la BCN, la Banco de España (BE) diminuent du même montant. Le solde de cette dernière auprès de TARGET2 est réduit de 100 000 euros et celui de la Bundesbank (BB) est augmenté de 100 000 euros. Les réserves de la DB auprès de la BB sont créditées de 100 000 euros et son engagement vis-à-vis du déposant espagnol augmente du même montant. Les bilans des deux banques commerciales considérées sont tous les deux équilibrés. Pour la banque S, le transfert de dépôts est comptabilisé comme une réduction de son passif (son engagement vis-à-vis d'un déposant diminue) en même temps que la diminution de ses réserves auprès de la banque centrale s'interprète comme une réduction de

son actif. Il en est de même pour la DB qui, d'un côté, reçoit un nouveau dépôt (accroissement du passif), de l'autre, voit une augmentation de ses réserves auprès de la BB (actif). En ce qui concerne les BCN, les modifications induites par ce transfert peuvent être interprétées comme des variations des positions créditrices (amélioration pour la BB) ou débitrices (détérioration pour la BE) des deux BCN.⁶ Par conséquent, les créances de la Bundesbank auprès de TARGET2 augmentent. En revanche, les créances nettes de l'Allemagne ne sont pas affectées par ce transfert « spéculatif ». Enfin, la DB disposant de plus de liquidités peut les prêter sur le marché interbancaire européen. La situation n'est pas fondamentalement différente de celle où la banque commerciale d'un importateur finance cette importation en empruntant sur le marché interbancaire européen. Cette opération décidée par un ressortissant espagnol a donc provoqué une augmentation de la liquidité en Allemagne et une diminution de la liquidité en Espagne.

Supposons maintenant que la banque S ne parvienne pas à se refinancer sur le marché interbancaire européen, elle s'adresse à sa banque centrale. Celle-ci émet de la monnaie en fonction de sa politique monétaire, plus exactement de la politique décidée par la BCE dont elle est en quelque sorte l'agent exécutif à l'échelle d'un État. Le flux monétaire correspondant au transfert de capitaux (ou au financement d'une importation) n'est donc pas compensé, dans TARGET2, par un flux financier privé en sens inverse. Cette compensation se fait par un accroissement de la position débitrice de la Banco de España auprès de la BCE.

De plus, à la suite du transfert de S vers DB, la banque espagnole ne satisfait plus le coefficient de réserves obligatoires exigé, même si celui-ci est actuellement très faible. Elle doit par conséquent augmenter sa demande de liquidités de la banque centrale pour revenir au niveau de réserves exigées. En temps « normal », cette demande est d'autant plus facilement satisfaite que la DB dispose, à la suite de l'opération envisagée, de réserves excédentaires et peut donc les prêter à S. En période de crise, la DB préfère accumuler des

6. Il est également convenable que ces transferts, qu'ils aient une origine commerciale ou purement financière, se fassent entre par exemple une banque française et son correspondant en Allemagne. Dans ce cas, le mouvement n'est pas répertorié par TARGET2.

réerves auprès de la BB que d'accroître ses créances sur S. La banque espagnole doit donc s'adresser à sa banque centrale.⁷

5. À première vue, on peut se demander si l'existence d'un espace monétaire européen ne justifierait pas la suppression des balances de paiements entre pays membres de l'union monétaire. Wolfgang Münchau (4/3/2012) suggère ainsi qu'un moyen de supprimer le problème de solvabilité au sein de la zone euro serait de supprimer les statistiques. Alors que les balances de paiements entre régions d'un même État, ou même entre États d'un même État fédéral comme les États-Unis, ne posent pas de problème, n'en serait-il pas de même entre États appartenant à une union monétaire ? Au sein d'un État, les flux financiers comme les flux commerciaux entre régions (États) ne sont même pas répertoriés. Il s'agit d'un débat déjà ancien. Martin Wolf (16/2/2012) rappelle que l'argument avait été avancé, avant même la création de l'euro. Dans un article publié dans le *Financial Times*, le 27 juin 1991, Samuel Brittan affirmait ainsi que « la possibilité d'éliminer le problème des balances des paiements une fois pour toutes constituera l'un des principaux avantages d'un système monétaire européen. » Envisageant la participation du Royaume-Uni à la zone euro, il ajoutait que, dans cette hypothèse, il serait absurde de traiter différemment les échanges entre la Normandie et le Sussex qu'on ne traite les échanges entre le Sussex et le Yorkshire, quand les trois régions seraient supposées appartenir à une zone monétaire unique. Répondant à cette argumentation, Tony Thirlwall (9/10/1991) répliquait qu'il y a, au contraire, de bonnes raisons de traiter différemment les échanges entre la Normandie et le Sussex qu'on ne traite le Sussex et le Yorkshire. « D'abord, parce que la Grande-Bretagne en tant qu'État peut se sentir responsable des résidents du Sussex, mais non de ceux de Normandie. En second lieu, son système fiscal peut permettre des transferts entre deux régions britanniques, mais non entre une région française et une région britannique. » La Grande-Bretagne n'appartient pas à la zone euro, mais y appartiendrait-elle que la différenciation entre un État, fut-il fédéral, et une union monétaire, établie par Thirlwall, serait toujours valable. Dans le même esprit, Maurice Obstfeld (6/1/2012)

7. Cf. notamment C. De Lucia (septembre 2012), plus particulièrement l'annexe : « Comptabilité TARGETS ».

observe que l'absence au sein de la zone euro d'une autorité régulant les différentes composantes de l'Union et contrôlant la fiscalité de chacune d'elles la distingue fondamentalement des unions monétaires telles que les États-Unis où les statistiques des balances courantes inter-étatiques ne sont même pas collectées.

2. Les critiques contre TARGET2

Trois critiques majeures sont émises à l'encontre de TARGET2. Nous allons les étudier successivement, avant d'examiner les réformes suggérées par les adversaires de ce système, au moins dans sa forme actuelle.

2.1. TARGET2 contraint-il, *de facto*, les pays du Nord de la zone euro à financer les pays du Sud ?

Il est vrai que les crédits de l'Eurosystème peuvent permettre à la banque centrale d'un pays en difficulté de maintenir le crédit domestique de manière à contrecarrer peu ou prou une fuite massive de capitaux. Au fur et à mesure que les investisseurs deviennent plus réticents à accorder à des pays en difficulté des prêts qu'ils jugent risqués, la solvabilité des banques de ces pays tend ainsi à être assurée par la BCE, par l'intermédiaire de leur BCN. Elle le fait à la fois par des interventions à court terme et, en principe à titre exceptionnel, par des prêts à trois ans et à bas taux d'intérêt (1 %). En temps normal, c'est-à-dire quand le marché interbancaire fonctionne correctement, la BCE étalonne les quantités de liquidité qu'elle souhaite fournir aux banques dans ses opérations de refinancement, afin de répondre à leurs besoins de liquidité. La crise qui s'est traduite par une forte baisse des opérations sur le marché interbancaire a conduit la BCE à introduire, dès octobre 2008, puis de développer, une politique d'allocation de toutes les liquidités demandées à taux fixe et contre des garanties appropriées, selon le principe *FRFA* (*fixed rate, full allotment*) (J.M. Gonzalez-Paramo 21/10/2011). Ces opérations permettent à la BCE de restreindre le risque de liquidité qui pèse sur les banques commerciales, en même temps qu'elles donnent un répit aux États les plus endettés.

Hans-Werner Sinn et Timo Wollmershäuser (24/6/2011; Sinn, 1/6/2011) en tirent argument pour affirmer que les BCN des pays

du Nord de la zone euro, principalement la Bundesbank, financent, par l'intermédiaire du système TARGET2, les pays du Sud de la zone, les « PIGS » (Portugal, Irlande, Grèce, Espagne (Spain en anglais)), auxquels on tend à ajouter maintenant l'Italie (PIIGS). Martin Wolf (28/12/2011) résume ainsi ce processus : « Les banques centrales nationales fournissent à leurs banques la monnaie dont leurs clients ont besoin pour régler leurs importations pour autant que celles-ci sont plus importantes que ce qu'elles reçoivent en exportant. Cette monnaie finit dans les banques commerciales des pays excédentaires qui la déposent à leur banque centrale. Fondamentalement, la monnaie de base créée dans des pays déficitaires est utilisée pour payer des biens et services en provenance des pays excédentaires – et également des sorties de capitaux vers ces pays. »

Dans le même esprit, Thomas Mayer (26/10/2011) montre que les opérations de financement de la BCE jouent principalement en faveur des pays déficitaires, les banques commerciales des pays excédentaires recevant suffisamment de capitaux pour ne pas avoir besoin de recourir à la BCE. A l'appui de cette thèse, H.-W. Sinn et T. Wollmershäuser avancent que, fin 2010, les créances cumulées des BCN d'Allemagne, du Luxembourg, des Pays-Bas et de la Finlande sur TARGET2 s'élevaient à 455 milliards d'euros (dont 326 pour la seule Bundesbank), ce qui permettait largement de financer les 340 milliards d'euros de dettes des PIGS.

À cela Willem Buiter, Ebrahim Rahbari et Jürgen Michels (9/6/2011) répondent qu'il n'y a pas de lien direct entre le déficit de la balance courante d'un pays et l'endettement de sa banque centrale auprès du système TARGET2. Ils donnent l'exemple de l'Irlande, dont la dette à l'égard de TARGET2 a atteint un niveau record en 2010, alors que sa balance courante était pratiquement équilibrée. En revanche, la fuite des capitaux et plus généralement les difficultés financières des banques des pays périphériques de la zone euro paraissent jouer un rôle beaucoup plus important dans un tel endettement. Les observations d'Ulrich Bindseil et Philipp Johann König (juin 2011) confirment cette objection. Comparant, mois par mois, les évolutions de la balance courante et de l'endettement de la Grèce auprès de TARGET2 (de mars 2004 à décembre 2010), ils montrent l'absence de corrélation évidente entre les deux. Il en est de même pour l'Irlande (2002-2010). L'endettement de la Grèce

auprès de TARGET2 a souvent été déterminé par une fuite de capitaux. Par ailleurs, U. Bindseil et P. -J. König remarquent qu'un disfonctionnement du marché interbancaire va généralement de pair avec une fuite de capitaux hors du système bancaire d'un pays et vers d'autres pays offrant plus de garanties. *A contrario*, dans l'hypothèse où le marché interbancaire fonctionne correctement, les banques disposant de liquidités abondantes d'un pays exportateur pourront prêter aux banques d'un pays importateur recherchant des liquidités directement sur le marché interbancaire. Dans ces conditions, les créances et les dettes pourront se compenser et les déséquilibres enregistrés par TARGET2 seront faibles. Au contraire, en cas de disfonctionnement du marché interbancaire, la BCE sera amenée à servir d'intermédiaire, les comptes créditeurs de certains pays et les comptes déficitaires d'autres vont alors augmenter.

Ainsi, depuis l'éclatement de la crise bancaire aux États-Unis dans les années 2007-2008 et sa diffusion en Europe et dans le reste du monde, l'encours des prêts interbancaires a diminué et, en revanche, les prêts du SEBC aux banques ont fortement augmenté. Au lieu que les banques commerciales disposant de liquidités importantes les prêtent à d'autres banques européennes ayant un besoin de financement comme cela se faisait principalement avant la crise, les réticences éprouvées à accorder des prêts entre banques commerciales expliquent que ces opérations transitent par les banques centrales nationales et, en fin de compte, par les positions excédentaires ou déficitaires auprès de la BCE, c'est-à-dire par le système TARGET2.

Le recul des prêts interbancaires conduit donc à un gonflement du bilan de la BCE. Cette réticence des banques à se prêter des liquidités ne s'explique pas seulement par des doutes sur leur solvabilité respective, mais plus encore sur celle de leur pays d'appartenance résultant de la faiblesse des perspectives de croissance et de la persistance de déficits extérieurs dans ces pays. Pour changer cet état de fait, il ne suffit donc pas d'encourager l'augmentation des fonds propres des banques. Il faut encore et surtout améliorer la situation de ces pays, en particulier en réduisant les déséquilibres des balances courantes au sein de la zone euro autrement qu'en condamnant les pays déficitaires à l'austérité.

2.2. TARGET2 accorde-t-il une place prépondérante dans la création monétaire de la zone euro aux pays déficitaires ?

Un deuxième argument développé par H.W. Sinn [1/6/2011] – celui du « *Kreditersatzpolitik* » (substitution de crédits) – consiste à dire que les crédits accordés dans le cadre de TARGET2 à un pays déficitaire le sont au détriment des autres pays de la zone euro. Sinn écrit: « Année après année, la monnaie qui va des PIGS vers les autres pays de la zone euro évince la monnaie BCN de ces pays aussi bien que les crédits qui auraient été autrement consentis aux banques commerciales de ces pays. » Aaron Tornell et Frank Westermann [28/9/2011] complètent cet argument en affirmant que TARGET2 donne aux pays déficitaires un rôle clef dans la politique monétaire de la zone euro. Les pays déficitaires imposeraient, d'une certaine manière, cette politique monétaire européenne, aux pays excédentaires. Tornell et Westermann observent que le montant de titres détenus par la Bundesbank est passé de 268 milliards d'euros en décembre 2007 à 21 milliards en octobre 2011 pendant que les créances sur l'Eurosystème ont augmenté de près de 400 milliards (passant de 98 milliards à 496 milliards d'euros). Les créances des banques commerciales allemandes sur la BCE augmentant (en contrepartie de l'augmentation des créances de cette dernière sur les BCN des pays périphériques), elles éprouvent beaucoup moins le besoin de se financer auprès de la Bundesbank.

L'augmentation de l'endettement d'une banque centrale nationale auprès de Target2 n'implique cependant pas que la BCE réduise ses crédits à une autre banque centrale nationale. La BCE contrôle, en effet, le taux d'intérêt dans la zone euro et c'est en fonction de ces taux que « le stock de monnaie de base et de crédit de la BCE est déterminé de manière endogène par les banques commerciales. » (Buitter *et alii*, 9/6/2011, p.4). De même, rien n'interdit à la BCN d'un pays d'accroître ses crédits à ses banques commerciales, pour peu que le besoin s'en fasse sentir, même si l'excédent des comptes extérieurs de ce pays alimente déjà le système bancaire en liquidités.⁸

Bindseil et König (juin 2011) rappellent que, selon les estimations de la Bundesbank, de décembre 2009 à décembre 2010, les contributions intérieures (crédits à l'économie) à M2 et M3 ont

8. On peut lire les prolongements du débat Sinn/Buitter dans Sinn 5/7/2011, article suivi d'une réponse de Buitter à cette réponse de Sinn.

respectivement progressé de 4,2 % et 4,4 %, malgré une augmentation de 83 % des créances de la Bundesbank sur TARGET2. Par ailleurs, si les autorités monétaires européennes estiment excessive l'augmentation de la liquidité, il leur suffit en général d'augmenter les taux d'intérêt consentis aux banques pour les réserves qu'elles déposent auprès de la BCE ou de vendre des certificats de dette dont l'acquisition par les banques permettra d'absorber une partie de la monnaie créée.⁹

2.3. Des difficultés des débiteurs de TARGET2 peuvent-elles se transmettre à leurs créanciers ?

Certains auteurs observent que les principaux pays créditeurs sont sous la menace d'une perte de solvabilité, voire d'une faillite des États les plus endettés. Dans ce cas, leurs banques commerciales ou leur BCN devront renoncer à récupérer tout ou partie de leurs créances. H.W. Sinn chiffre la perte de la Bundesbank, dans l'hypothèse d'une faillite de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Portugal et de l'Espagne, à 899 milliards d'euros, et à 1 350 milliards d'euros en cas de faillite de l'Eurosystème, soit plus de 40 % du PIB allemand (H.W. Sinn 12/6/2012). Sinn (22/10/2012) ajoute qu'une agence de notation, Moody's, a déjà tenu compte de ce risque en envisageant récemment de dégrader la note de l'Allemagne, des Pays-Bas et du Luxembourg, compte-tenu notamment des risques inhérents à leurs créances sur TARGET2.

Pour examiner les conséquences envisageables des difficultés des pays du Sud sur les pays du Nord, plaçons-nous dans le cadre des relations financières entre l'Allemagne et le pays du Sud dont la sortie de l'euro est le plus souvent envisagée, la Grèce. Il convient de distinguer si les créances sont détenues par des banques commerciales allemandes ou par la Bundesbank. Dans le premier cas, si un grand nombre de titres possédés par une banque commerciale se déprécie ou si des débiteurs importants (État, entreprises ou ménages) font faillite, la banque peut être acculée à la

9. Illustrant cette stratégie un communiqué du Conseil des Gouverneurs de la BCE du 10/5/2010 annonce sa décision d'intervenir sur les marchés financiers pour lutter contre les tensions apparues sur ceux-ci. « Afin de stériliser l'effet de ces interventions, des opérations allaient être entreprises pour ré-absorber les liquidités injectées dans le cadre du Programme des marchés de titres, ce qui devait assurer que la politique monétaire n'en serait pas affectée. »

faillite. Elle doit, en effet, rembourser elle-même des créanciers. Or, elle n'a plus les actifs correspondants.

Dans l'hypothèse d'une sortie de l'euro d'une Grèce incapable d'honorer ses dettes, il est probable que les créances des banques allemandes sur diverses institutions grecques (banques, entreprises, etc.) vont perdre une bonne partie de leur valeur, que ce soit à la suite de faillites d'un certain nombre de ses institutions ou d'une conversion de ces créances dans une drachme appelée à se déprécier fortement.

Examinons maintenant la situation de la Bundesbank dans la même hypothèse. Tout d'abord, dans le cadre du SEBC, les pertes subies par une banque centrale en raison d'une défaillance d'un État partenaire ne dépendent pas de l'importance de ses créances sur le SEBC. Une étude de la Bundesbank (2011) explique ainsi que « le coût de telles pertes sera réparti entre les banques centrales nationales en fonction de leur participation au capital de la BCE. Autrement dit, le risque encouru par la Bundesbank sera le même que les créances détenues sur le SEBC soit le fait de la Bundesbank ou d'une banque centrale d'un autre pays européen. » Il est vrai que, dans le cas extrême, d'une sortie de l'euro de plusieurs pays membres importants (France, Italie, Espagne, par exemple, sans parler de quelques petits pays comme la Grèce ou le Portugal), la part des membres restants sera considérablement accrue.

Supposons même une implosion de la zone euro. Légalement, la sortie hors de l'euro n'éteint pas la dette d'une banque centrale. Il est donc probable que bon nombre d'entre elles voudront honorer leurs dettes. Il faut néanmoins envisager que certains débiteurs de TARGET2 se trouveront dans l'impossibilité de rembourser leurs dettes. Vont-ils pour autant les « répudier » c'est-à-dire s'abstenir de tout remboursement (faillite à 100 %) ? Faut-il craindre alors que les États créanciers, par exemple l'Allemagne, soient contraints de recapitaliser leur banque centrale par un recours à la fiscalité ? (Ulrich et Lipponer, 2012, p.74).

Ce risque de faillite des débiteurs ne se pose pas dans les mêmes termes pour une banque centrale que pour des banques commerciales. La banque centrale pourra toujours rembourser parce qu'elle peut toujours créer de la monnaie (A. Grjebine 2012c). La Bundesbank va simplement libeller les actifs correspondant à ces créances

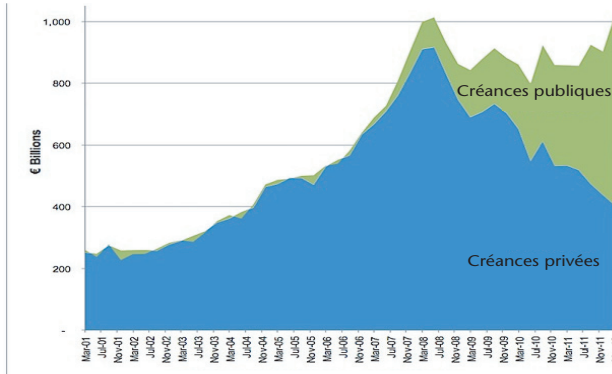
« disparues » en nouveaux DM qu'elle pourra créer en quantité suffisante pour compenser cette perte théorique. Dans un système monétaire fondé sur la confiance, et plus fondamentalement sur le pouvoir d'achat d'une monnaie, la valeur de celle-ci reflète son rôle comme instrument d'échanges plutôt que la qualité des actifs (stock d'or, etc.) détenus par la banque centrale. Le pouvoir d'achat d'une monnaie résulte de l'équilibre entre la quantité de monnaie émise – c'est-à-dire son offre – et sa demande, et en fin de compte de la confiance dans l'économie dont cette monnaie est l'émanation. Le problème est donc avant tout comptable. Une banque centrale ne peut faire faillite que si elle est principalement endettée dans une devise étrangère, en particulier si la valeur de cette dernière s'apprécie par rapport à la monnaie nationale.

Selon toute vraisemblance, la valeur de la monnaie sera moins que jamais jugée sur la qualité des actifs de la banque centrale. Karl Whelan (29/4/2012, p.4) observe qu'afin de s'assurer qu'au bilan de la Bundesbank les actifs seront aussi importants que les engagements, il suffira que les dirigeants allemands demandent à la Bundesbank de rédiger elle-même un chèque égal à la valeur des crédits accordé à TARGET2 – et non récupérés – et d'accroître chaque année son actif du montant des intérêts que ces crédits auraient dû induire. « La solvabilité technique de la Bundesbank serait ainsi rétablie sans recourir à une taxation supplémentaire des contribuables allemands. »

De ce point de vue, la forte réduction des créances des banques allemandes sur les pays périphériques de la zone euro, les PIIGs, réduction compensée par un accroissement concomitant des créances sur TARGET2 devrait rassurer H.W. Sinn. En 2007, les banques allemandes avaient des créances directes sur les banques des pays périphériques de plus de 800 milliards d'euros. En mars 2012, ces créances dépassaient à peine (!) 400 milliards d'euros (cf. annexe 1). En revanche, la part détenue par la Bundesbank de l'excédent de TARGET2 sur les PIIGs, négligeable en 2007, atteignait près de 600 milliards d'euros. Comme le notent Sebastien Dullien et Mark Schieritz (7/5/2012), dans la mesure où on peut prévoir que la Bundesbank va toujours honorer ses dettes à l'égard des banques commerciales sises sur son territoire, le transfert d'une partie des créances sur des pays risqués comme la Grèce des banques commerciales vers la Bundesbank, a permis aux premières

de « remplacer des créances risquées sur l'étranger par des créances domestiques sans risque ». Ce qui leur permet de dire que « les épargnants allemands devraient applaudir la croissance des balances TARGET2 ».

Graphique 5. Créances des banques allemandes et créances TARGET2 de la Bundesbank sur les pays périphériques



Source : F. Salmon (14/6/2012), www.reutersreprints.com

Certes, la croissance du solde allemand dans TARGET2 ne s'explique pas exclusivement par le rapatriement de créances allemandes. Les résidents des pays périphériques ont, eux aussi, placé une part croissante de leurs fonds en Allemagne. Le rapatriement des fonds allemands est néanmoins la principale composante de la progression du solde allemand auprès de TARGET2. Selon S. Dullien et M. Schieritz, d'août 2008 à janvier 2012, les banques allemandes ont réduit leurs créances sur le reste de la zone euro de 320 milliards d'euros. Durant la même période, les créances nettes de l'Allemagne sur TARGET2 ont augmenté de 390 milliards d'euros.

Dans quelle mesure la compensation des créances en euros détenues par la Bundesbank par une émission de nouveaux DM peut-elle être inflationniste ? On peut d'abord envisager que la confiance dont jouira la nouvelle monnaie allemande entraînera son appréciation et donc une réduction des exportations allemandes. Un effet déflationniste risque d'en découler. Mais, on peut aussi envisager qu'en prévision de cette appréciation du DM, de nombreux étrangers seront tentés de placer leurs avoirs en Allemagne. Il sera évidemment plus intéressant de convertir des euros en DM qu'en pesetas ou en drachmes. Ces conversions peuvent

avoir un effet inflationniste en Allemagne. Pour l'éviter, P. De Grauwe et Y. Ji (12/9/2012 et 18/9/2012) proposent de restreindre les possibilités de conversion en DM pour les non résidents. Le « spéculateur » espagnol qui aura transféré ces capitaux en Allemagne, comme dans l'exemple envisagé précédemment, sera ainsi invité à les retourner en Espagne où il pourra les convertir en pesetas avec des perspectives évidemment beaucoup moins séduisantes. Examinant cette mesure, H.-W. Sinn (22/10/2012) conclut qu'elle ne serait applicable que pour les flux de capitaux « de dernière minute », c'est-à-dire précédant de peu l'implosion de l'euro. Peut-on imaginer que l'Allemagne se résolve à limiter la convertibilité de sa monnaie pour les non-résidents ? Ne serait-il pas plus aisément concevable d'appliquer des taux d'intérêt négatifs aux détenteurs non-résidents de fonds libellés en marks ? En toute hypothèse, il incomberait à la Bundesbank de trouver un juste milieu entre les risques de déflation inhérents à une appréciation excessive de sa monnaie et le risque d'inflation provoqué par la conversion en mark d'un afflux de capitaux provoqué par l'éventualité d'une implosion de l'euro.

Enfin, on peut se demander si l'accumulation d'une énorme quantité de titres publics de pays en difficulté dans le bilan de la BCE peut entraîner une forte dévalorisation de l'euro ? Tout d'abord, une telle dépréciation serait sans doute la bienvenue. Elle est cependant peu probable de manière durable compte tenu de la composition même de la zone où des pays comme l'Allemagne ou les Pays-Bas voisinent avec des pays plus faibles. De plus, il y a peu de placements offrant une sécurité comparable à celle de la monnaie européenne. Les États-Unis, le Royaume-Uni ou le Japon sont davantage endettés que la zone euro.

2.4. Pénaliser les pays déficitaires auprès de TARGET2 ?

En février 2012, le Président de la Bundesbank, Jens Weidmann, a adressé au Président de la BCE, Mario Draghi, une lettre faisant part de son inquiétude au sujet des risques provenant de la décision de la BCE prise en décembre d'assouplir les règles sur les garanties que les banques doivent présenter pour pouvoir emprunter auprès d'elle. Il est même allé jusqu'à suggérer que les créances sur TARGET2 soient « sécurisées » c'est-à-dire gagées par

exemple par des propriétés ou d'autres actifs grecs ou espagnols ! (Münchau 4/3/2012).

D'autres auteurs, également soucieux d'éviter aux contribuables des pays excédentaires auprès de TARGET2 d'avoir un jour à financer les impayés de pays insolubles, prônent un système de sanctions des pays chroniquement déficitaires. Helmut Schlesinger, ancien Président de la Bundesbank, propose que les pays déficitaires soient astreints à des taux d'intérêt de plus en plus élevés qu'ils verseraient aux pays excédentaires (cité par Sinn, 10/3/2012). Pour sa part, le groupe d'experts réunis par le CESifo, l'European Economic Advisory Group, suggère d'adopter un système qui s'inspirerait de celui qui fonctionne, selon lui, aux États-Unis (EEAG 2012) (*cf.* annexe 1). Soucieux de pénaliser les États durablement déficitaires et de les astreindre à s'attaquer énergiquement à leur déficit, l'EEAG écarte la création d'un eurobond. Un titre offrant le même taux d'intérêt à tous les pays de la zone euro, quelle que soit leur situation, annihilerait en effet les différences de risques sur les emprunts des uns et des autres et inciterait à négliger les risques spécifiques sur tel ou tel pays. Il favoriserait, de surcroît, une mauvaise allocation des ressources au sein de la zone euro. Le rapport de l'EEAG observe que même les États américains ne peuvent pas tous emprunter au même taux. Il propose donc que chaque État de la zone euro émette des bons du Trésor à court terme gagés sur des droits prioritaires sur les futures recettes fiscales ou sur des actifs immobiliers détenus par l'État. Chaque État sera autorisé à émettre de tels bons en pourcentage de son PIB.

En réalité, le modèle de pénalisation des États déficitaires qui fonctionne aux États-Unis n'est pas aussi rigoureux que l'EEAG le suggère. Mais surtout, il n'est concevable que parce qu'il va de pair avec un système de transferts de grande ampleur par l'intermédiaire du budget fédéral et une mobilité des facteurs de production, notamment en raison d'une langue commune.

Martin Wolf (16/2/2012) observe qu'au sein de la zone euro, ces transferts existent, mais ils transitent pour une bonne part par la BCE. En décembre 2011, la BCE a ainsi mis à la disposition des banques 489 milliards d'euro sur trois ans à un taux d'intérêt de 1 % (LTRO1 = Long-terme Refinancing Operation). Cette opération (LTRO2) a été répétée le 29 février 2012, atteignant un montant de 530 milliards d'euros répartis entre près de

800 banques. Ces prêts se substituent en partie à des crédits à court terme consentis aux banques commerciales venant à échéance. Ces opérations permettent à la BCE de réduire le risque de liquidité qui pèse sur les banques commerciales en même temps qu'elles donnent un répit aux États les plus endettés. La BCE espère également que les banques utiliseront une partie notable des prêts qui leur ont été consentis pour accroître leurs crédits aux entreprises et aux ménages et favoriser ainsi une reprise de la croissance. Au 30 mars 2012, le dispositif de sauvetage comprend 500 milliards du Mécanisme Européen de Stabilité (MES) et quelques 300 milliards déjà engagés au profit de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande, sans compter les 240 milliards que le Fonds européen de stabilité financière (FESF) n'a toujours pas utilisés. Contrairement au FESF qui dépendait de la garantie des États, le MES dispose d'un capital propre. En outre, la dette du MES reste en son sein et ne vient pas alourdir celle des États.

2.5. Peut-on limiter TARGET2 ?

À défaut de pénaliser les pays déficitaires, certains auteurs envisagent de limiter TARGET2. H.-W. Sinn (29/4/2011)¹⁰ souligne qu'« Une telle limite n'éliminera pas les déficits des balances courantes, mais elle les réduira aux flux de capitaux privés qui désièreront les financer. » U. Bindseil et P.-J. König objectent qu'une telle limitation remettrait en question l'existence même de l'Union monétaire européenne (Bindseil et König, 2011, pp.1, 25 et suiv. ; Jobst 19/7/2011). Celle-ci suppose, en effet, que les transactions intra-européennes sont traitées comme des transactions au sein d'un seul pays. C'est précisément ce qui différencie une union monétaire d'un ensemble de pays dont les monnaies sont reliées entre elles par des taux de change fixes. En outre, « annoncée à l'avance, une telle politique va probablement conduire à une fuite de capitaux hors des pays qui approcheront des limites qui leur auront été assignées dans TARGET2. » L'adoption d'une telle réforme conduirait, selon eux, à une zone euro limitée aux pays structurellement excédentaires, les monnaies des pays déficitaires

10. H.-W. Sinn propose, par ailleurs, que tous les pays qui termineront l'année avec une dette nette auprès de TARGET2 soient astreints à transférer leurs avoirs... jusqu'au moment où ils en manqueront et seront mis au ban du système.

étant définies par rapport à cette zone, ce qui semble être le véritable projet de Sinn.

De plus, limiter l'endettement auprès de TARGET2 restreindrait considérablement le rôle de prêteur en dernier ressort que devrait jouer la BCE. Une limitation de TARGET2 impliquerait, en effet, l'incapacité de la BCE d'intervenir sans limites, directement ou indirectement, pour sauver de la banqueroute une banque commerciale ou un État. Or, un système d'assurance – et c'est le cas d'une banque centrale qui joue le rôle de prêteur en dernier ressort – est d'autant plus efficace et doit d'autant moins intervenir pour démontrer cette efficacité que tout le monde sait qu'elle le fera en cas de besoin. Si la BCE s'était montrée moins timorée et avait annoncé, dès l'origine de la crise, qu'elle achèterait des dettes publiques de la zone euro sans limites de montant et de durée, elle aurait *de facto* garanti ces dettes et les investisseurs les auraient achetées sans que la BCE ait effectivement à intervenir. La BCE a annoncé le 6 septembre 2012 qu'elle rachètera des emprunts d'État sur le marché de manière illimitée pour annihiler la spéculation et stopper l'envolée des taux d'intérêt des pays en difficulté. Elle a néanmoins précisé que ses interventions seront conditionnées par l'application par le pays bénéficiaire d'un programme d'assainissement financier qui lui sera dicté par le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF). Qu'arrivera-t-il si le pays, compte tenu de sa situation, ne parvient pas à se conformer à ces exigences ? Si la BCE arrête ses interventions en sa faveur, il sera vraisemblablement menacé de défaut et devra sans doute quitter précipitamment la zone euro, avec les conséquences en chaîne pour les autres pays que l'on peut prévoir. Si la BCE poursuit, malgré tout, ses achats, en ignorant la conditionnalité, on imagine les craintes et les remous qu'une telle action suscitera en Allemagne.

3. Par-delà TARGET2...

TARGET2 a servi de soupape. Il a permis d'éviter que les déséquilibres croissants au sein de la zone euro ne conduisent à son explosion. Mais, il ne résout pas le problème de fond posé par ces déséquilibres. Or, ce n'est sans doute pas l'endettement public de certains États qui menace le plus sérieusement la zone euro, à long terme, mais la divergence croissante des économies des pays

membres. Depuis la création de la zone euro, les dirigeants européens n'ont cessé d'évoquer la convergence qu'il fallait en attendre. Au lieu de quoi, les divergences structurelles entre pays membres n'ont cessé de s'accroître. L'asymétrie croissante de la zone euro conduit à s'interroger sur ses chances de survie à long terme.

Le mécanisme qui régit la zone euro, loin de contrecarrer son écartèlement progressif ne fait que le renforcer (A. Grjebine, 2012a). La zone euro se caractérise par la même asymétrie que Keynes soulignait déjà, en 1941, quand il reprochait à l'étalon-or de rendre « l'ajustement obligatoire pour les débiteurs et volontaire pour les créateurs ». Le système qui fonctionne dans la zone euro n'impose, lui non plus, aucune contrainte aux pays excédentaires.

L'hétérogénéité de la zone euro aurait pu être réduite par un véritable budget fédéral permettant des transferts de revenus entre pays. En réalité, le budget de l'UE représente à peine 1,5 % de son PIB contre près d'un tiers pour le budget fédéral américain par rapport au PIB des États-Unis. C'est dire qu'en l'état actuel des choses, sa marge de manœuvre est inexistante.

Afin d'éviter l'accumulation sans fin des dettes et des créances entre pays membres et la répétition de crises d'endettement, il paraît nécessaire d'instituer un mécanisme de rééquilibrage progressif des échanges communautaires et un partage plus juste de la contribution de chacun à la croissance de l'ensemble. La référence au Plan proposé par Keynes s'impose. L'économiste anglais considérait que les pays excédentaires étaient aussi responsables des déséquilibres internationaux que les pays déficitaires. Il préconisait donc que, parallèlement aux contraintes pesant sur les pays en déficit, d'autres contraintes s'exercent sur les pays excédentaires.

À l'opposé, le traité européen récemment adopté entend renforcer la discipline budgétaire au sein de la zone euro en faisant porter tout le poids du rééquilibrage sur les pays déficitaires. Il risque ainsi de les condamner, et par voie de conséquence toute la zone euro, à l'asthénie, voire à l'implosion, en les privant de l'instrument d'action contre les récessions que sont les politiques budgétaires. En revanche, la mise en œuvre d'un mécanisme de rééquilibrage des balances courantes ouvrirait la voie à une politique communautaire dans laquelle les pays excédentaires seraient invités à relancer leur économie et à tirer ce faisant la croissance de

la zone euro (A. Grjebine, 2012b). Un tel mécanisme irait, de surcroît, dans le sens de la loi de promotion de la stabilité et de la croissance de l'économie, adoptée par le Bundestag en 1967 et encore en vigueur aujourd'hui. Cette loi exige, en effet, le respect de l'équilibre extérieur. Est-il inconcevable que l'Allemagne se résolve à accepter une telle stratégie de croissance avant que les politiques d'austérité imposées aux pays déficitaires pour remédier aux déséquilibres intra-européens ne conduisent à un éclatement de la zone euro ?

États-Unis : le « Federal Reserve interdistrict settlement account »

Le Système Fédéral de Réserve américain se compose de douze District Reserve Bank (DRB) dont les limites d'activité ne recourent pas les frontières des États qui constituent les États-Unis. Les actions de ces DRB sont détenues par des banques commerciales américaines. La mise en œuvre de la politique monétaire est centralisée par la Federal Reserve Bank de New York, contrairement au système européen qui est davantage décentralisé. La responsabilité du Système Fédéral de Réserve incombe au gouvernement fédéral américain et non, comme dans la zone euro, à l'ensemble des gouvernements des pays membres.

Chaque année, en avril, les douze DRB doivent régler les déficits qu'elles ont contractés les unes envers les autres avec des titres négociables qu'elles ne peuvent pas émettre elles-mêmes. Ces règlements se font en fonction de la moyenne des créances et des dettes de chacune d'elles au cours des douze mois précédents, et non en fonction de sa situation nette à la date du règlement. Les DRB dont les excédents et les dettes étaient en moyenne identiques n'ont aucun règlement à payer, même si elles sont en déficit en fin de période. Les banques qui ont été en moyenne déficitaires ont à régler le déficit moyen de l'année précédente, qui peut être plus ou moins important que le déficit actuel. C'est pourquoi les créances et les dettes auprès de l'Interdistrict Settlement Account (ISA) ne sont jamais complètement purgées. Bien plus, le Federal Reserve Board a la possibilité d'exiger d'une DRB qu'elle réescompte ses créances, possibilité qui n'existe pas dans le système TARGET2. Jusqu'à la crise financière de 2007, les déséquilibres dans les échanges « interdistrict » étaient faibles et ils pouvaient être réglés annuellement en avril. En revanche, ils sont devenus beaucoup plus importants depuis lors et les règlements annuels ne suffisent pas pour les supprimer.

Depuis 1975, les transferts entre DRB ne se font plus en « certificats d'or », comme précédemment, mais en titres du SOMA (System Open

Market Account) c'est-à-dire essentiellement en bons du Trésor. Une DRB dont le solde moyen au cours d'une année est excédentaire va recevoir de tels titres. De ce fait, cette contrepartie des dollars qu'elle a émis risque de devenir plus forte que dans les autres DRB (10 % en moyenne). La FED doit, selon la loi, maintenir la parité (une valeur identique) entre les dollars quelle que soit la banque qui les a émis. Pour éviter une appréciation de la valeur nominale du dollar émis par exemple à Richmond, la DRB va voir une réduction de ses avoirs en certificats d'or et recevoir en échange des titres. Son compte en certificats d'or et assimilés auprès de l'ISA va donc diminuer et son compte en titres auprès de l'ISA va augmenter.

Selon W. Buiter, E. Rahbari et J. Michels (9/6/201), le règlement annuel de l'ISA, « représenterait une contrainte sur les mouvements de crédits interdistricts seulement si le stock de bons du Trésor alloué à chaque DRB était exogène. Cependant, chacune d'elle peut toujours acheter des bons du Trésor à une banque ou à un autre détenteur au sein de son district, en finançant ces achats par une augmentation de la monnaie de base. Le Federal Reserve Board peut alors décider d'annuler cette transaction ou de la « stériliser ». Cependant, il ne va l'annuler que si l'achat de bons du Trésor et l'accroissement de monnaie de base qui s'en suivra vont conduire à une divergence excessive entre le taux actuel des Federal Funds et l'objectif recherché. Ce qui est très peu probable. [...] Le règlement annuel requis par la procédure de l'ISA ne devrait pas apparaître comme une contrainte pour la persistance de déséquilibres entre les DRB.»

Ceci dit, les DRB n'ont aucun intérêt à accumuler des dettes dans le cadre de l'ISA dans la mesure où elles sont soumises aux mêmes taux d'intérêt que les emprunts sur le marché interbancaire.

Comme l'observent Buiter et ses co-auteurs (août 2011), « La soi-disant obligation du règlement annuel est seulement une transaction comptable qui rééquilibre une fois par an la monnaie de base de chaque Federal Reserve District en fonction de la part du capital et de l'excédent de chaque DRB au sein du Federal Reserve System durant l'année écoulée. »

Références bibliographiques

- Abad J., A. Löffler et H. Zemanek, juillet 2011, « TARGET2 unlimited: Monetary Policy Implications of Asymmetric Liquidity Management within the Euro Area », CEPS policy brief n° 248.
- Artus P., 13/4/2012, « Rôle croissant de la BCE dans le financement des banques : il révèle une crise de balance des paiements », Flash Economie, Natixis, n° 279.

- Auerback M., 14/6/2012, « Auerback's response to Felix Salmon », <http://yanisvaroufakis.eu/2012/06/14/is-the-ecbs-target2-critical-for-the-future-a-debate-between-felix-salmond-and-marshall-auerback/>
- Bagus P. et D. Howden, septembre 2009, « The Federal Reserve and Eurosystem balance sheet policies during the financial crisis: a comparative analysis », *Romanian Economic and Business Review*, 4 (3).
- Banque de France, 31/5/2012, « Les soldes TARGET2 », *Focus* n° 6.
- Bijlsma M., J. Lukkezen, 15/3/2012, « Target2 of the ECB vs. Interdistrict Settlement Account of the Federal Reserve », Eurointelligence.
- Bijlsma M. et J. Lukkezen, 3/9/2012, *Should we worry about Target2 Imbalances ? Why Central Bank negative equity does and doesn't matter*, Bruegel, Bruxelles.
- Bindseil U., A. Manzanares, B. Weller, septembre 2004, « The role of Central Bank revisited », *Working paper series* n°392, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Bindseil U., P.-J. König, juin 2011, « The economics of TARGET2 balances », SFB 649 *Discussion Paper* 2011-035, Humboldt-Universität zu Berlin, Berlin.
- Buiter W. H., E. Rahbari, J. Michels, 9/6/2011, *TARGETing the wrong villain: Target2 and intra-Eurosystem imbalances in credit flows*, Citigroup Global Markets.
- Buiter W. H., E. Rahbari, J. Michels, août 2011, « The implications of intra-euro area imbalances in credit flows », *CEPR* n°57.
- Buiter W. H., E. Rahbari, novembre 2012, « TARGET2 Redux, The simple accountancy and slightly more complex economics of Bundesbank loss exposure through the Eurosystem », *Discussion paper* n° 9211, Centre for Economic Policy Research, London. www.cepr.org/pubs/dps/DP9211.asp
- CESifo, 2012, *EEAG Report on the European Economy*, Munich.
- De Grauwe P., Y. Ji, 2/11/2012, « TARGET2 as a scapegoat for German errors », *Vox*.
- De Grauwe P., Y. Ji, 12/9/2012, « What Germany should fear most is its own fear – An analysis of Target2 and current account imbalances », *CEPS Working document* n° 368.
- De Grauwe P., Y. Ji, 18/9/2012, « What Germany should fear most is its own fear », *Vox*.
- De Lucia C., septembre 2012, « Les raisons à l'origine des déséquilibres de TARGET2 », BNP Paribas, *Conjoncture*.
- Deutsche Bundesbank, mars 2011, *Monthly Report*.
- Dullien S., M. Schieritz, 7/5/2012, « German savers should applaud the growing TARGET balances », <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7953>

- European Central Bank, 8/9/2007, « Guideline of the European Central Bank of 26 april 2007 on a Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System », ECB/2007/2, *Official Journal of the European Union*.
- European Central Bank, 14/12/2011, « Guideline of the European Central Bank of 20 september 2011 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem », ECB/2011/14, *Official Journal of the European Union*.
- European Central Bank, juin 2012, « *Target annual report 2011* ». Frankfurt am Main.
- European Central Bank, 14/11/2012, « TARGET2 ».
- EEAG, 2011, *Annual Report*, CESifo, Munich.
- EEAG, 2012, *Annual Report*, CESifo, Munich.
- Federal Reserve Bank of New York, juin 2009, *Fedwire and National Settlement Services*.
- Gonzalez-Paramo J. M., 21/10/2011, *La politique monétaire de la BCE pendant la crise*, discours de clôture à la conférence sur la politique économique, Malaga.
- Giannone D., M. Lenza, H. Pill, L. Reichlin, novembre 2012, « The ECB and the Interbank Market », European Central Bank, *Working paper series* n° 1496.
- Grjebine A., 2012a, « Les déséquilibres intra-européens : à qui la faute ? », *Regards croisés sur l'économie*, n°11, mai, pp. 46-54.
- Grjebine A., 2012b, « Pour un mécanisme de rééquilibrage intra-européen : le Plan Keynes », *Regards croisés sur l'économie*, n°11, mai, pp. 53-56.
- Grjebine A., 2012c, « Les États de la zone euro peuvent-ils se débarrasser de leurs dettes ? », *Revue de l'Union Européenne*, n° 563, décembre, pp. 657-663.
- Hooper P., T. Mayer, M. Spencer, T. Slok, 8/6/2011, « *Macroeconomic imbalances and the Eurosystem* », Deutsche Bank.
- Institute of Empirical Economic Research, 24/1/2013, « *Net Balances with the Eurosystem/Target* », Osnabrück University.
- Jobst C., 19/7/2011, « A balance sheet view on TARGET – and why restrictions on TARGET would have hit Germany first », *Vox*.
- Koning J.-P., 24/1/2012, « *Target2 and the Federal Reserve Interdistrict Settlement Account* » (commentaire de la note de P. Mehrling citée ci-dessous), J.-P. Koning blog comments.
- Koning J.-P., 5/2/2012, « *The idiot's Guide to the Federal Reserve Interdistrict Settlement Account* », J.-P. Koning blog comments.
- Koning J.-P., 17/3/2012, « *Bruegel on the Target2 vs. Interdistrict Settlement Account debate* », J.-P. Koning blog comments.

- Mayer T., 26/10/2011, « Euroland's hidden balance-of-payments crisis », Deutsche Bank research, *EU Monitor* 88.
- Mehrling P. G., 22/1/2012, « *Why did the ECB LTROs help ?* », blog, Institute for New Economic Thinking.
- Merler S. et J. Pisani-Ferry, 2/4/2012, « *Sudden stops in the Eurozone* », <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7822>.
- Ministère fédéral des finances, « *Qu'est-ce que la Schuldenbremse ou frein à l'endettement ?* », http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_114740/FR/Presse-et-publications/Media.
- Münchau W., 4/3/2012, « The Bundesbank has no right at all to be baffled », *Financial Times*.
- Obstfeld M., 6/1/2012, « *Does the Current Account Still Matter ?* », American Economic Association Annual Meeting, Chicago, Illinois.
- OECD, online: database http://stats.oecd.org/Index.aspx?datasetcode=SNA_TABLE4.
- Salmon F., 14/6/2012, « Don't worry about Target2 », <http://blogs.reuters.com/felix-salmon/2012/06/14/dont-worry-about-target2/> (cf. également la réponse de M. Auerback 14/6/2012 et les commentaires de M. Bijlsma & J. Lukkezen 3/9/2012).
- Salmon F., 15/6/2012, « Don't fear Target2. Fear its opponents », <http://blogs.reuters.com/felix-salmon/2012/06/15/dont-fear-target2-fear-its-opponents/>
- Sinn H. W., 29/4/2011, « The ECB's Secret Bailout Strategy », Transatlantic Perspectives, www.project-syndicate.org.
- Sinn H. W. et T. Wollmershäuser, 24/6/2011, « Target loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility », *CESifo working paper* n° 3500.
- Sinn H. W., 1/6/2011, « The ECB's stealth bailout », *Vox*.
- Sinn H. W., 14/6/2011, « *On and off target* », <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6644>.
- Sinn H. W., 5/7/2011, « *TARGETing the wrong villain : a reply* », Citigroup global markets.
- Sinn H. W., 18/11/2011, « *The threat to use the printing press* », <http://sn103w.snt103.mail.live.com/mail/PrintMessages.aspx?cpids=fde39edf-11cl-1...>
- Sinn H. W., 10/3/2012, « Fed versus ECB: How Target debts can be repaid », *Vox*.
- Sinn H. W., 22/10/2012, « TARGET losses in case of a euro breakup », *Vox*.
- Sinn H. W., 12/6/2012, « Why Berlin is balking on a bailout », *The New York Times*.
- Sinn H. W., 22/10/2012, « TARGET losses in case of a euro breakup », *Vox*.
- Sober Look, 28/6/2012, « *LIBOR is becoming less relevant, even in the US* ».

- Storbeck O., 6/6/2011, « *The stealth bailout that doesn't exist: debunking Hans-Werner Sinn* », <http://economicsintelligence.com/2011/06/06/the-stealth-bailout-that-doesn%E2%80...>
- The Federal Reserve System, Board of Governors, *Financial Accounting Manual For Federal Reserve Banks*.
- Thirlwall T., 9/10/1991, « Emu is no cure for problems with the balance of payments », *Financial Times*.
- Tornell A. et F. Westermann, 28/9/2011, « Greece : the sudden stop that wasn't », *Vox*.
- Ulbrich J. et A. Lipponer, janvier 2012, « Balance in the Target2 payments system – a problem? », CESinfo Forum, special issue: *The European Balance of Payments Crisis*.
- Weidmann J., 13/3/2012, « *What is the origin and meaning of the Target2 balances ?* », Open letter in Frankfurter Allgemeine and Het Financiale Dagblad.
- Weidmann J., 28/3/2012, President of the Deutsche Bundesbank, Speech at Chatham House, London.
- Whelan K., 9/6/2011, « Professor Sin misses the target », *Vox*.
- Whelan K., 12/12/2011, « No, the Bundesbank has not reached its limit », <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7416>.
- Whelan K., 29/4/2012, « TARGET2 : Not why Germans should fear a euro breakup », *Vox*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7921>.
- Whelan K., 26/6/2012, « *Target2 and the Euro Crisis* », Presentation at bank of England's Centre for Central Banking Studies.
- Wolf M., 28/12/2011, « What has the ECB done in the crisis ? The role of TARGET balances », *Financial Times*.
- Wolf M., 16/2/2012, « Can one have balance of payments crises in a currency union ? », *Financial Times*.
- Wolf M., 11/9/2012, « Draghi alone cannot save the euro », *Financial Times*.
- Zipfel F., 27/5/2011, « *German finances : Federal level masks importance of Länder* », Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main.