

**Dysfonctionnement du système des paiements intra-européens :  
Une malformation institutionnelle**

Thèse

présentée à la Faculté des Sciences Economiques et Sociales et du Management  
de l'Université de Fribourg (Suisse)

par

**Yahia BOUTEFNOUCHET**  
d'Algérie

pour l'obtention du grade de  
Docteur ès Sciences Economiques et Sociales

Acceptée par la Faculté des Sciences Economiques et Sociales et du Management  
le 27.05.2024 sur proposition de  
Monsieur le Prof. Sergio Rossi (premier rapporteur) et de  
Monsieur le Prof. Philippe Gugler (deuxième rapporteur)

Fribourg, 2024



**Dysfonctionnement du système des paiements intra-européens :  
Une malformation institutionnelle**

Thèse

présentée à la Faculté des Sciences Economiques et Sociales et du Management  
de l'Université de Fribourg (Suisse)

par

**Yahia BOUTEFNOUCHET**  
d'Algérie

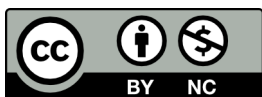
pour l'obtention du grade de  
Docteur ès Sciences Economiques et Sociales

Acceptée par la Faculté des Sciences Economiques et Sociales et du Management  
le 27.05.2024 sur proposition de  
Monsieur le Prof. Sergio Rossi (premier rapporteur) et de  
Monsieur le Prof. Philippe Gugler (deuxième rapporteur)

Fribourg, 2024

© Yahia Boutefnouchet, 2024

<https://doi.org/10.51363/unifr.eth.2024.016>



Cet ouvrage est publié sous une licence Creative Commons Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale 4.0 International (CC BY-NC 4.0)

<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>

La Faculté des Sciences Economiques et Sociales et du Management de l'Université de Fribourg (Suisse) n'entend ni approuver ni désapprouver les opinions émises dans une thèse : elles doivent être considérées comme propres à l'auteur (décision du Conseil de Faculté du 23 janvier 1990).

*« Tout homme qui dirige, qui fait quelque chose, a contre lui ceux qui voudraient faire la même chose, ceux qui font précisément le contraire, et surtout la grande armée des gens d'autant plus sévères qu'ils ne font rien du tout. »*

Jules CLARETIE



*À mes parents  
à mon épouse et à mon fils  
pour l'espoir...*





# Remerciements

Mes remerciements les plus sincères vont tout d'abord à Monsieur Sergio Rossi pour sa disponibilité, ses précieux conseils et relectures, sans qui cette thèse n'aurait pas été menée à terme. Travailler sous votre direction a été une expérience riche en enseignements, tant sur le plan scientifique qu'humain. Je remercie également Monsieur Mark Schelker ainsi que Monsieur Philippe Gugler pour leur disponibilité et pour avoir accepté de lire et d'évaluer mon travail à travers leur participation au jury de thèse.

Mes remerciements vont aussi à l'Université de Fribourg pour l'attribution d'une bourse de recherche durant le semestre de printemps 2018, ainsi que pour l'environnement de travail propice à l'épanouissement et au rayonnement de la recherche scientifique. Je remercie également la CUSO (Conférence Universitaire de Suisse Occidentale) ainsi qu'Alma & George pour l'organisation du concours Ma thèse en 180 secondes en 2018. Ce fut une expérience formidable.

Je remercie également les collègues de la Chaire de Macroéconomie et d'Économie Monétaire de la Faculté des Sciences Économiques et Sociales et du Management pour leur accueil et leur disponibilité.

La rédaction de cette thèse fut un exercice rude et laborieux, mené tout au long de ces années dans différents lieux. Je remercie Monsieur Philippe Mérigot ainsi que l'Université Gustave Eiffel pour l'espace de travail et les accès accordés lors de mes interventions dans le cadre d'une charge d'enseignement, ainsi que l'Université de Bourgogne-Franche-Comté pour les séminaires en économie monétaire de l'Équipe Monétaire et Financière du LEDi (Laboratoire d'Économie de Dijon). Merci aussi aux amis, anciens étudiants à Dijon, pour leur soutien et leur solidarité.

Je remercie toutes les personnes et les structures ayant contribué, de manière directe ou indirecte, à faire progresser ce projet, notamment Monsieur Sébastien Lenoir ainsi que

Monsieur Rouben Valéry pour avoir accepté de lire une partie de ma thèse.

Je remercie mes parents pour leur soutien et j'espère avoir été à la hauteur de leurs sacrifices et de leurs espoirs. Je remercie mon épouse Chaima pour notre plus grande réussite, Racim, et pour son soutien indéfectible et sa confiance. Elle qui a cru en ce projet et qui l'a soutenu par tous les moyens jusqu'à son accomplissement. Merci !



# Sommaire

<b>Introduction</b>	<b>1</b>
<b>1 TARGET : conceptualisation, mécanismes et fonctionnement</b>	<b>14</b>
<b>2 Les paiements intra-européens dans la théorie monétaire</b>	<b>54</b>
<b>3 Analyse des évolutions récentes des soldes TARGET2</b>	<b>98</b>
<b>4 Les balances des paiements et les évolutions récentes des soldes TARGET2</b>	<b>129</b>
<b>5 Contributions théoriques pour la réforme de l'Union Monétaire Européenne</b>	<b>166</b>
<b>6 Quelles réformes pour une unification des mesures fiscales de l'UME ?</b>	<b>206</b>
<b>Conclusion</b>	<b>240</b>



# Introduction générale

En 1999, l'année de l'entrée en vigueur du traité fondateur de l'Union Monétaire Européenne (UME), les différentiels d'inflation entre les pays qui allaient former la zone euro étaient assez importants, mais l'état du cycle économique ne fournit qu'une explication partielle de ces écarts. Certains auteurs, dont Solow (2000), estiment que les politiques monétaires dans ces pays étaient trop restrictives sous la direction monétaire de l'Allemagne. Si toutefois une certaine inflation est nécessaire pour permettre des changements de prix relatifs, il n'a guère de sens d'utiliser les variations passées des prix relatifs pour déterminer des objectifs d'inflation appropriés pour l'avenir. Une telle approche risquerait de sous-estimer fortement les évolutions nécessaires des prix relatifs et du taux d'inflation minimum. Tant que la preuve des coûts économiques des taux d'inflation modérés reste aussi faible qu'elle l'est, Reutter (2000) estime que la Banque Centrale Européenne (BCE) devrait tolérer un taux d'inflation sensiblement plus élevé au sein de la zone euro que la Bundesbank en Allemagne.

La crise de la zone euro et la récente sortie britannique de l'Union Européenne (UE) sont l'illustration des changements systémiques cruciaux pour l'Eurosystème et son fonctionnement. Compte tenu de ces changements, les scénarios possibles de développement futur doivent être discutés. Notamment le besoin émergent pour un système permettant la gestion des opérations de paiement supranationales à l'intérieur de l'UME qui accompagne l'intégration des marchés bancaires des pays membres en l'absence de monnaies nationales et donc de régimes de change. L'intégration monétaire de ces pays représente la concrétisation du projet de l'UME visant à faire de la zone euro une zone monétaire optimale dans laquelle les paiements s'opèrent comme à l'intérieur d'un seul et même pays. Dans ce cas, les mécanismes des politiques monétaires, soient-elles conventionnelles ou non-conventionnelles, doivent être naturellement déployés sans aucune restriction institu-

tionnelle (Allen, 2011).

« La paralysie politique plonge ses racines dans le traité fondateur de l'euro, monnaie incomplète qui n'est pas liée à un Etat. » - (Aglietta, 2015, p. 28)

Plutôt que de tenter de revenir aux contraintes budgétaires strictes exigées par une économie de marché, la BCE et la communauté des pays membres de l'Eurosystème ont poursuivi leur politique de contraintes budgétaires souples. En fournissant un montant croissant de crédit public à des taux d'intérêt inférieurs à ceux du marché, elles ont renfloué à la fois les débiteurs et leurs créanciers dans ce processus. Les systèmes bancaires français, allemand et britannique, dans cet ordre, ont été fortement exposés aux pays en crise. Ils ont bénéficié de la politique de renflouement dans la mesure où, sans elle, ces pays n'auraient peut-être pas été en mesure de récupérer leurs crédits. Ces pays ont toutefois souffert dans la mesure où ils n'ont pas pu gagner des taux d'intérêt proportionnés au risque, puisque la politique de répression financière les a forcés à concurrencer le crédit des presses à billets locales et des fonds publics de sauvetage destinés à aider les banques et les gouvernements des pays débiteurs (Sinn, 2014). Cela a pris la forme de décisions principalement ad hoc prévoyant des solutions impromptues manquant de profondeur institutionnelle et de légitimité démocratique, comme le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) : un mécanisme de sauvetage plus institutionnalisé pour les pays membres de la zone euro attaqués pour le manque de viabilité de leur situation budgétaire, qui a été approuvé en décembre 2010. On peut se demander si ces plans configurent une future union budgétaire de quelque manière que ce soit, mais cela devrait passer inévitablement par un projet d'union bancaire institutionnellement plus concrète.

À en juger par les bilans et les rapports financiers des banques centrales de la zone euro, l'importance économique du passage à l'euro n'est devenue pleinement apparente que lorsque l'euro a été définitivement introduit comme monnaie unique le 1er janvier 2002. Les billets en euros en circulation et la répartition du revenu monétaire au sein des pays membres de l'Eurosystème ont été conçus pour garantir une répartition équitable à tout moment. La pierre angulaire de ce régime est la part proportionnelle des banques centrales nationales de la zone euro dans le capital entièrement libéré de la BCE : la part relative du capital détermine la clé de la répartition des billets conformément à laquelle la valeur totale des billets en euros en circulation est répartie entre les banques centrales nationales

et comptabilisée dans leurs bilans (Handig et al., 2007). Les passifs d'une banque centrale comprennent les deux composantes de la base monétaire : les billets et les réserves bancaires. Toute théorie ou modèle du mécanisme de transmission monétaire doit supposer qu'il n'existe pas de titres d'émission privée qui se substituent parfaitement aux composants de la base monétaire. Cette hypothèse est valable si, par exemple, des restrictions légales empêchent les agents privés d'émettre des engagements ayant une ou plusieurs caractéristiques des billets de banque et des réserves bancaires (Ireland, 2006)

Avant le déclenchement de la crise financière globale en 2008, les investisseurs supposaient qu'il n'y avait pas de fragmentation au sein de la zone euro, puisque le risque d'investir dans différents pays membres était perçu comme essentiellement le même. Dans de telles circonstances, les capitaux ont afflué des régions excédentaires de la zone euro vers les régions déficitaires, ce qui est généralement le cas dans toute économie nationale. Avant le déclenchement de la crise financière globale, le marché monétaire interbancaire constituait un canal par lequel les réserves liquides excédentaires étaient recyclées en douceur des banques des pays créanciers vers les banques des pays débiteurs (Schoenwald et Zeuner, 2018 ; Chmielewski et Sławiński, 2019).

Ces flux de capitaux sont rendus possibles en grande partie par TARGET2<sup>1</sup>, le système de paiement géré par la BCE et le bras opérationnel du système financier européen, qui permet aux pays membres de réguler efficacement le crédit interbancaire. Il s'agit d'un outil technique qui, par des compensations ultérieures, permet le transfert rapide de flux financiers entre les différents pays de l'Eurosystème. Un trait caractéristique de l'Eurosystème est la décentralisation du côté opérationnel de la BCE. Les soldes TARGET2 divergents, qui se développent parmi les pays membres de l'Eurosystème à chaque opération de paiement supranationale réalisée, restent une question controversée, en partie en raison des complexités techniques liées au fonctionnement de ce système. En pratique, les actions de politique monétaire sont presque toujours décrites en fonction de leur impact sur un taux d'intérêt nominal à court terme même si, à proprement parler, ces actions commencent toujours par des opérations d'open market qui changent la base monétaire<sup>2</sup>.

---

1. Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system.

2. A ce propos, Mishkin (1995) présente les différents canaux par lesquels les actions de politique monétaire, telles que résumées par les variations de la masse monétaire nominale ou du taux d'intérêt nominal à court terme, ont un impact sur des variables réelles telles que la production et l'emploi agrégés.



Le débat sur les soldes TARGET2 au sein de l'Eurosystème est devenu une question pérenne. Un certain nombre d'économistes ont commenté ce sujet dans les médias allemands et ont engagé un débat parfois âpre sur la souveraineté et l'interprétation du caractère des soldes TARGET2, les causes de leur augmentation et les risques qui y sont associés. En tant que condensé des paiements transfrontaliers à l'intérieur de l'UME, les soldes TARGET2 fournissent des informations utiles et opportunes sur les mouvements de capitaux intra-européens. Cela permet de mieux comprendre les processus du système financier européen et d'identifier les tensions.

La question de la dette publique et la viabilité budgétaire rejoint celle de la dette explicite non contingente, c'est-à-dire des obligations fondées sur une loi ou un contrat particulier. Ces dettes doivent être exécutées en tout état de cause, telles qu'enregistrées dans les systèmes comptables du gouvernement, affirmant que les créances TARGET2 constituent un passif implicite car le gouvernement allemand aurait l'obligation morale de recapitaliser la Bundesbank en cas de perte des créances de TARGET2. Dans le cas où l'Allemagne quitterait la zone euro, les autres pays membres ne seraient guère disposés à rembourser leurs dettes liées au solde TARGET2 allemand et la Bundesbank perdrait donc ses créances. Dans le contexte des importantes créances allemandes sur TARGET2, il est concevable que la dette publique allemande augmente à travers la recapitalisation de la Bundesbank, incontournable pour faire face au risque de défaut des pays périphériques sur ces créances. Avec la mise en œuvre du programme d'achat d'actifs (APP) de l'Eurosystème, les soldes TARGET2 des banques centrales nationales de la zone euro ont augmenté. Minenna et al. (2018) considèrent trois pays de la zone euro : l'Italie, l'Espagne et l'Allemagne, pour étudier les déséquilibres des soldes TARGET2 et leurs conséquences en effectuant une décomposition de ces soldes à travers l'analyse des comptes financiers de la balance des paiements. Ils font état d'une réaffectation de la richesse du secteur privé non-financier des obligations d'Etat vers des obligations étrangères, des fonds communs de placement et des actions. Ils constatent que les flux étaient trop importants pour être minimisés en tant que stratégie physiologique de diversification des risques. Ils affirment que la disponibilité de monnaie récemment créée de la banque centrale et un euro plus faible ont encouragé cette démarche. Face à cette situation, l'UME ne dispose pas de mécanismes de stabilisation intégrés pour favoriser la convergence des économies européennes.

L'évolution des soldes TARGET2 dépend des flux de liquidité transfrontaliers au sein de l'Eurosystème, dont l'effet net est fortement influencé par les conditions de financement sur les marchés monétaire et des capitaux ainsi que par la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème. En règle générale, il n'y a pas de position « Créances nettes sur l'Eurosystème » pour la BCE ou pour les banques centrales nationales externes à la zone euro. Étant donné que la BCE elle-même ne publie pas ses soldes TARGET2 dans ses états financiers réguliers, les seules données officielles disponibles proviennent des comptes de fin d'année publiés dans le rapport annuel de la BCE. Les exportations de capitaux cumulées de la Bundesbank dans les comptes financiers se sont élevées à 319,3 milliards d'euros de 2007 à 2010 et étaient pratiquement aussi élevées que la différence des créances TARGET2 de la Bundesbank entre fin 2010 et fin 2006, à savoir 320,2 milliards d'euros.

Tout en exprimant un scepticisme général à l'égard du point de vue de la BCE, Minenna et al. (2018) ne réfutent pas l'hypothèse selon laquelle deux conditions principales expliquent la hausse des soldes TARGET2 depuis 2015 : (1) la taille des achats transfrontaliers des banques centrales nationales et la concentration dans quelques juridictions de banques correspondantes spécialisées qui règlent les paiements avec des entités non-résidentes ; et (2) le rééquilibrage ultérieur du portefeuille (Talani, 2015 ; Terzi, 2019).

Nous considérons que le système actuel souffre de dysfonctionnements dont les symptômes existaient déjà à la création du projet de l'UME. Ces dysfonctionnements sont restés dissimulés jusqu'à la première crise financière majeure, celle de 2008, lorsque celle-ci a dévoilé la malformation institutionnelle de l'Eurosystème. Face à cette situation particulière, le rôle des banques centrales a évolué faisant progresser leurs champs d'intervention afin de stimuler l'activité sur les marchés interbancaires et relancer l'offre de crédits. L'intermédiation des banques centrales en périodes de crise a joué un rôle déterminant pour préserver les systèmes bancaires des économies périphériques de l'Eurosystème.

Alors que les déterminants des soldes TARGET2 des banques centrales à un moment donné sont complexes et variables, la logique comptable est simple. Sur une période donnée, la valeur des paiements nets effectués par les résidents d'une juridiction de la zone euro vers une autre juridiction, si elle n'est plus compensée par un montant équivalent de fonds via le marché interbancaire, affectera les soldes TARGET2 plutôt que les positions

extérieures des banques, avec une mise en garde importante : le rôle de quelques juridictions en tant que centres financiers peut déconnecter les soldes TARGET2 des soldes des comptes courants, même lorsque les banques réceptrices ne prêtent plus aux banques émettrices. Le crédit n'est pas compensé par le transfert direct de flux entre les deux banques centrales nationales car, en pratique, elles ne sont rien de plus que des succursales de la BCE. Les nœuds sont les banques centrales des pays européens qui choisissent d'adhérer à l'Eurosystème. A titre d'exemple, si une banque allemande doit régler un crédit auprès d'une banque italienne, elle peut accéder à un compte de trésorerie intra-journalier à la Bundesbank et obtenir un paiement anticipé, tandis que la banque italienne règlera elle-même son solde auprès de la Banque d'Italie.

### *L'approche de la monnaie retenue dans la thèse*

Dans la macroéconomie académique standard, des modèles d'équilibre sont construits dans lesquels un « taux d'intérêt d'équilibre » apparaît en fonction de la demande de monnaie et de son offre disponible. L'idée est qu'il existe un taux d'intérêt auquel les fournisseurs de monnaie (prêteurs) consentants trouvent suffisamment de demande de monnaie (emprunteurs) et vice versa. Le marché de la monnaie est dans une situation d'équilibre lorsque tous les fournisseurs et demandeurs trouvent des partenaires avec lesquels commercer. Mais l'idée de l'offre de monnaie repose sur une hypothèse de rareté, c'est-à-dire que la monnaie est considérée comme une ressource ou une marchandise rare – analogue à l'or, par exemple. Ce modèle, historiquement enraciné dans les mémoires culturelles d'une époque où les métaux rares étaient les jetons utilisés pour représenter les unités standard de dette transférable, reste largement accepté dans l'économie académique standard. Or, c'est faux. Cette approche fait de la monnaie un simple instrument qui simplifierait le troc, et qui viendrait voiler la valeur cachée des éléments de l'échange, car celle-ci s'illustre à travers la durée moyenne du travail socialement nécessaire à la production selon Marx. Ou encore dans la valeur d'usage du produit, qui pourrait tout à fait ne pas présenter le même intérêt pour tous les membres du groupe. La reconnaissance universelle de la valeur unanimement admise et acceptée ne se fait que par le biais de la monnaie. Ceci ne présume en rien l'inexistence du troc, mais n'en fait pas une grandeur économique pour autant. Le troc peut exister, mais au sein de groupes d'individus très restreints, tant par le volume des échanges que par leur étendu (Orléan, 2007). Cela n'a pas empêché l'approche

orthodoxe de la monnaie d'avoir une portée qui n'a cessé de croître même parfois auprès d'économistes qui, initialement, la critiquaient. Afin de se repérer parmi ces considérations différentes et nuancées, nous allons établir une classification de quelques courants de pensée économique selon le rapport avec la monnaie (tableau 1<sup>3</sup>).

A l'étude de la nature de la monnaie et des phénomènes qui en découlent, nous pouvons considérer pertinemment que la monnaie n'est pas une marchandise, et donc que la doctrine selon laquelle un « prix de la monnaie » est l'instrument utilisé pour équilibrer le marché ne peut pas être appliquée. Le taux d'intérêt n'est pas un indicateur d'une rareté globale de la monnaie, comme on l'affirme souvent, même si les emprunteurs potentiels individuels en manquent.

La monnaie endogène est une dimension fondamentale de la pensée économique post-keynésienne qui remet en question l'idée traditionnelle selon laquelle la masse monétaire peut être contrôlée de manière exogène par la banque centrale à travers son taux d'intérêt directeur. La monnaie est perçue ici comme étant une grandeur sociale qui joue un rôle fondamental dans l'économie, contrairement à l'idée orthodoxe qui considère la monnaie comme une simple marchandise neutre, intermédiaire des échanges et moyen de stockage de la valeur. De ce point de vue, la monnaie affecte non seulement l'activité économique, mais aussi les relations intertemporelles entre l'épargne et l'investissement, ainsi que la stabilité financière. Selon l'approche endogène de la monnaie, la quantité de monnaie en circulation est déterminée par la demande de crédit des agents économiques. Les banques commerciales jouent un rôle essentiel dans la création monétaire en accordant des prêts et en créant la monnaie sur le plan comptable au moment de l'octroi de ces prêts. Cette création monétaire est intimement liée à la demande de crédit, car c'est la demande qui incite les banques à étendre leurs bilans et à créer des unités de monnaie supplémentaires.

---

3. Il est important de préciser que cette représentation est sommaire et non-exhaustive. En effet, des nuances et des divergences existent bien parmi les économistes appartenant à ces courants de pensée. L'approche de la monnaie peut différer selon les interprétations et les sous-courants de la pensée avec une approche à la fois endogène et exogène.

Courants de pensée		Économistes	Approche de la monnaie
Orthodoxes	Classique	Adam Smith David Ricardo	Approche exogène
	Néoclassique	Léon Walras William Stanley Jevons	
	Monétariste	Milton Friedman Anna Schwartz	
	Néokeynésienne	John Hicks Paul Samuelson	
Hétérodoxes	Keynésienne	John Maynard Keynes	Approche endogène de la monnaie
	Postkeynésienne	Nicholas Kaldor Michal Kalecki	
	École de la régulation	Michel Aglietta	
	Institutionnalistes	Thorstein Veblen John R. Commons	
	Circuitistes	Bernard Schmitt Alain Parguez Marc Lavoie	

La monnaie est principalement un intermédiaire qui facilite les échanges. Elle n'a pas d'impact sur les variables réelles comme la production ou l'emploi à long terme.

La monnaie n'est qu'un voile qui n'affecte pas l'économie réelle. Elle n'affecte que les prix et non les variables réelles. Les agents économiques sont supposés avoir une connaissance parfaite du marché et agir de manière rationnelle.

La théorie quantitative de la monnaie stipule que la variation de la quantité de monnaie a un impact direct sur la variation du niveau des prix. La politique monétaire est un outil clé pour contrôler l'inflation.

Les néokeynésiens ont intégré les idées keynésiennes dans un cadre néoclassique. Ils estiment que la monnaie peut avoir un impact sur l'économie à court terme, mais à long terme, c'est le marché qui prévaut. Ils ont développé le modèle IS-LM pour expliquer l'interaction entre les marchés des biens et de la monnaie.

La demande de monnaie dépend du revenu et du taux d'intérêt. La monnaie a un impact réel sur la détermination du niveau de l'emploi et de la production, et peut conduire à un équilibre de sous-emploi.

Les postkeynésiens voient la monnaie comme fondamentale pour l'économie. Ils soulignent le rôle de la monnaie dans la création de dettes et d'instabilité financière, et rejettent l'idée que l'économie tend vers un équilibre et mettent l'accent sur l'incertitude et le déséquilibre.

Les institutionnalistes et régulationnistes voient la monnaie comme une institution sociale. Ils mettent l'accent sur le rôle des institutions dans la détermination de la valeur de la monnaie. Ils étudient comment les institutions et les normes sociales influencent l'économie.

Les circuitistes voient la monnaie comme un flux. Ils mettent l'accent sur le rôle de la monnaie dans le financement de l'économie et soutiennent que la monnaie est créée par les banques lorsqu'elles accordent des prêts.

TABLEAU 1 – L'approche de la monnaie selon les courants de la pensée économique  
Source : Elaboration personnelle

La monnaie intervient dans l'économie et prend part à l'ordre marchand qui est l'ensemble des actions et comportements entrepris par un individu dans la perspective de mettre en avant dans la société un produit donnant accès à un revenu. Le revenu qu'un individu se procure constitue la quantité de valeur à laquelle il a accès au sein de la société. Elle est exprimée par une mesure unanimement acceptée par la société. Cette mesure relie donc les membres d'une même collectivité. Elle constitue le rapport qui exprime l'interaction entre ces producteurs-consommateurs. De là l'attribut de « rapport social » à la monnaie. Ce rapport social se manifeste à travers les flux des circuits monétaires qui se renouvellent perpétuellement à chaque production et consommation des pouvoirs d'achat attribués aux unités de monnaie. Un circuit monétaire ne peut être interrompu à aucun moment. La présence d'institutions monétaires ainsi que d'une autorité monétaire dans ce circuit est indispensable. La question de l'endogénéité de la monnaie est donc évidente et son rôle dans l'ordre marchand naît du besoin d'une unité de compte.

Dans cette thèse nous abordons donc la question des paiements intra-européens à travers une analyse postkeynésienne à inspiration circuitiste, ou horizontaliste selon la classification de Palley (2013) (tableau 2). En effet, nous considérons que la monnaie intervient dans l'économie selon un circuit dans lequel elle agit comme flux. Le nombre d'unités de monnaie en circulation dépend de l'offre de crédit pour rémunérer les facteurs de production pour la création d'un revenu doté d'un pouvoir d'achat.

	<b>Horizontalistes</b>	<b>Verticalistes</b>	<b>Structuralistes</b>
<b>Points de convergence</b>	Les trois approches reconnaissent que l'offre de monnaie est endogène et déterminée par le système bancaire. Elles rejettent l'idée selon laquelle la politique monétaire peut contrôler précisément la quantité de monnaie en circulation.		
<b>Points de divergences</b>	Les horizontalistes considèrent que l'offre de monnaie dépend principalement de la demande de crédit des emprunteurs. Ils insistent sur le rôle des banques dans la création monétaire et soulignent l'importance de la liquidité dans l'économie.	Les verticalistes, quant à eux, mettent l'accent sur le rôle de la banque centrale dans le contrôle et la détermination de la quantité de monnaie en circulation. Ils considèrent que la politique monétaire est un outil efficace pour stabiliser l'économie en ajustant la quantité de monnaie.	Les structuralistes combinent les idées des horizontalistes et des verticalistes. Ils reconnaissent que l'offre de monnaie dépend de la demande de crédit des emprunteurs, mais prennent également en compte des facteurs tels que les préférences de portefeuille, les positions de bilan et les contraintes financières microéconomiques. Ils soulignent l'importance des attentes et des contraintes structurelles dans la détermination de l'offre de monnaie.
<b>Economistes partisans (non-exhaustifs)</b>	Les postkeynésiens, tels que Basil Moore, sont souvent associés à l'approche horizontaliste.	Les monétaristes, tels que Milton Friedman, sont souvent identifiés comme des verticalistes.	Les partisans de James Tobin et de la théorie monétaire néokeynésienne sont souvent décrits comme des structuralistes.

TABLEAU 2 – Similarités et divergences entre les approches horizontaliste, verticaliste et structuraliste

Source : Elaboration personnelle à partir de Moore (1988b) ; Palley (2013)

### *Plan résumé de la thèse*

La question des paiements intra-européens est traitée dans cette thèse à travers six chapitres. D'abord, nous étudions le fonctionnement du système TARGET en évoquant ses deux versions afin de souligner les éventuelles différences et l'adaptation visée par la mise en place d'une seconde version de ce système à partir de 2007. En effet, le besoin pour un tel système se manifeste à travers les divergences existantes entre les pays membres, ainsi que le volume des paiements et le nombre de transactions journalières. Celles-ci nécessitent un tel système décentralisé permettant le traitement rapide et quasi-instantané de chacune de ces transactions. Dans le premier chapitre, nous évoquons l'environnement institutionnel autour de ce système et les différentes structures impliquées dans une opération de paiement supranationale à l'intérieur de la zone euro. Cette étape est primordiale pour la compréhension de ce système et de ses incohérences et ceci nous permettra, par la suite, de nous interroger sur les besoins de réforme après avoir identifié les dysfonctionnements qui mènent aux situations de crises bancaires.

Dans le second chapitre nous abordons la question de la nature de la monnaie et de son rôle dans les paiements. Nous évoquons la formation du revenu et l'attribution du pouvoir d'achat selon l'approche de la monnaie retenue dans cette thèse. Cette démarche est primordiale car la monnaie reste l'élément central de tout raisonnement portant sur les paiements, soient-ils nationaux ou internationaux. Ces paiements se soldent par la constitution de dettes et de créances en l'absence d'un taux de change entre les pays membres de l'Eurosystème. Il s'agit du principal dysfonctionnement de la zone euro car cela montre le défaut originel de ce projet d'unification.

Cette analyse préalable est notamment possible à travers l'analyse et la compréhension du traitement comptable en partie double, qui constitue un outil incontournable dont la compréhension permettra par la suite d'analyser les paiements intra-européens du point de vue de leur incidence sur les bilans des banques et des banques centrales nationales de l'Eurosystème. Dans le troisième chapitre nous nous centrons sur cet aspect du système TARGET2 qui permet la constitution de soldes, positifs et négatifs, disproportionnels, et dont l'incidence sur les bilans des banques centrales en période de crise illustre l'incohérence de la configuration actuelle de ce système. Si le système actuel permet de réaliser des paiements à l'intérieur de la zone euro, il ne permet pas de mener ces paiements à leur



finalité tant que les soldes TARGET2 subsistent.

Ce constat nous emmène à nous interroger sur les facteurs à l'origine de ces évolutions récentes des soldes TARGET2. Dans le quatrième chapitre nous essayons d'établir un lien entre les soldes TARGET2 et les balances des paiements des pays de l'Eurosystème. Même si aucune causalité n'est évoquée dans la littérature autour de cette question, des éléments permettant de supposer une gestion asymétrique de la liquidité à l'intérieur de la zone euro sont évidents. De plus, les évolutions de certains composants des balances des paiements des pays du centre de la zone euro montrent une corrélation intrigante avec les soldes TARGET2 des pays de la périphérie. Face à cette situation, la question de la finalité des soldes TARGET2 et du potentiel risque lié à la détention des créances vis-à-vis d'un ensemble de pays d'une union dont rien, en théorie, n'empêche la dissolution, nous emmène à nous interroger sur la manière avec laquelle ces créances seraient honorées.

A la suite de notre démarche analytique permettant d'identifier les défauts et les dysfonctionnements du système TARGET2 et de l'UME, nous développons une proposition de réforme dans le cinquième chapitre de cette thèse. Cette proposition s'appuie sur une base théorique inspirée de la théorie du circuit développée à travers l'analyse monétaire quantitative de B. Schmitt. Nous commençons par évoquer quelques idées directrices de cette réforme compte tenu du contexte économique faisant de cette proposition de réforme une nécessité. A travers cette démarche, nous tentons d'apporter une réponse à nos interrogations précédentes et aux dysfonctionnements constatés dans les chapitres précédents. Nous abordons à la fois le volet structurel des paiements et le volet institutionnel à travers une adaptation du plan de Keynes quant à sa proposition d'un système pour les paiements internationaux.

Enfin, une réforme de l'UME ne pourrait aboutir à la résolution du problème des déséquilibres liés au système actuel des paiements intra-européens sans une unification des mesures budgétaires dans les pays membres de l'Eurosystème. Nous évoquons, dans le dernier chapitre, les pistes permettant de parvenir au déploiement d'un système pour les transferts budgétaires à l'intérieur de la zone euro. A travers une approche postkeynésienne, nous explorons les mesures budgétaires envisageables en soutien aux banques centrales nationales ainsi qu'à la BCE et leur incidence sur la conjoncture économique et les évolutions des soldes TARGET2.

### *Objectifs de la thèse*

A travers ce cheminement, notre travail de thèse vise à répondre à des interrogations fondamentales au sujet des paiements supranationaux dans le cas de l'Eurosystème. Les évolutions démesurées des soldes TARGET2 sont souvent assimilées à des résultats d'autres phénomènes et malformations de la zone euro, mais rarement à un signal clair et explicite du besoin pour le renouveau de la construction institutionnelle de l'UME. En effet, les évolutions des soldes TARGET2, leur rapport avec les évolutions des bilans des banques centrales et celles des balances des paiements ainsi que le fonctionnement du système dans son ensemble laissent paraître le défaut fondamental de l'UME : la finalité des paiements supranationaux. Tant que les paiements ne parviennent pas à leur finalité, l'accumulation des positions débitrices et créditrices des pays membres vis-à-vis du reste de la zone euro ne cessera d'augmenter posant de nombreuses interrogations, notamment dans le cas d'une éventuelle dissolution de l'Eurosystème. Nous visons donc à démontrer d'abord le défaut de l'euro en tant que monnaie, ainsi que celui du système qui en assure la gestion, dont la qualification de système des paiements n'a jamais été aussi contestable. Sur la base de cette démonstration, il est aujourd'hui primordial de réfléchir et de suggérer une réforme concrète et de fond pour ce système, en plus de sa complémentarité incontournable avec des mesures budgétaires cohérentes et adéquates.

# Chapitre 1

## TARGET : conceptualisation, mécanismes et fonctionnement

### Introduction

L'unification bancaire, nécessaire à l'intégration monétaire de l'Eurosystème, doit s'accompagner d'un système pour les paiements supranationaux quotidiens. Ce système permettant la compensation des grandes sommes entre les pays membres de l'UME est appelé TARGET<sup>1</sup>.

Il s'agit du système de paiement intra-européen conçu pour le traitement de ces opérations. Sa première mise en service a eu lieu le 4 janvier 1999. TARGET a accompagné l'introduction de la monnaie unique européenne, dans la perspective de permettre aux institutions de crédit de s'aligner avec les besoins d'intégration monétaire et celle des marchés. Ce système a été actualisé et amélioré afin de répondre au mieux aux besoins de ses utilisateurs en termes de performance et de rapidité de traitement compte tenu de l'évolution de la zone euro par l'augmentation du nombre de ses pays membres. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, en octobre 2007, de mettre en place une nouvelle version de ce système appelée TARGET2. Celle-ci fait actuellement partie des trois systèmes de paiement les plus importants au monde. Aux côtés du *Fedwire* aux Etats-Unis et du *Continuous Linked Settlement (CLS)*<sup>2</sup>, TARGET prenait en charge 91% du montant total des paiements bruts

---

1. C'est l'acronyme de *Trans-European Automated Real-time Gross-settlement Express Transfer system*.

2. Il s'agit d'un système international des paiements prenant en charge les opérations de change.

au sein de l'Eurosystème. En 2015, le système assurait en moyenne 325 900 opérations par jour.

La structure constitutionnelle et économique de l'Eurosystème est telle que le système bancaire représente la principale source de financement pour les différents agents économiques. Le fonctionnement quotidien du marché interbancaire implique donc nécessairement des interactions entre les banques commerciales des pays membres. Ces interactions se traduisent généralement par la circulation des capitaux dans le cadre des paiements supranationaux. En imaginant un projet d'intégration monétaire et économique, il était nécessaire de penser l'intégration des marchés interbancaires afin d'optimiser le fonctionnement de la zone monétaire européenne par la mise en place d'un système pour les paiements intra-européens.

Dans ce chapitre nous allons d'abord établir un cadre contextuel de la création de l'UME et l'importance d'un système de compensation des opérations de paiement supranationales pour accompagner l'unification des systèmes bancaires issue de la mise en circulation de la monnaie unique. Par la suite, nous présenterons la configuration centralisée de la première version du système TARGET afin de saisir la différence de fonctionnement par rapport à la seconde version dite décentralisée de la nouvelle génération du système appelée TARGET2. Ceci nous permettra d'expliquer le fonctionnement du système TARGET2 par les mécanismes qui se déclenchent à chaque paiement et les institutions impliquées dans chacune de ces opérations. Le caractère supranational du système TARGET2 présentant aujourd'hui des similarités mais surtout des différences avec le plan de Keynes, nous terminerons donc ce chapitre par un comparatif du point de vue institutionnel et du fonctionnement afin d'identifier l'approche adoptée dans chacun de ces deux projets.

## **1.1 Le projet d'unification des systèmes de paiement de l'Eurosystème**

La création de l'UME en 1999 puis la mise en circulation de la monnaie unique en 2002 et le retrait des monnaies nationales de 11 pays européens constitue la phase III du projet d'unification de la zone euro. Ce projet s'est étendu sur plus de dix ans commençant par la signature du Traité de Maastricht en 1992. Il intervient en raison d'un besoin, celui de

construire une zone monétaire optimale afin de faire face aux contraintes liées aux taux de change et à la convertibilité des monnaies nationales et permettre ainsi une optimisation de la circulation des biens, des services et des capitaux à l'intérieur de la zone euro. L'unification des systèmes bancaires constitue dans ce cas la concrétisation de ce projet qui trouve sa source dans les phases de crises de convertibilité à travers lesquelles s'est manifesté le besoin d'établir un ordre monétaire supranational permettant aux pays européens d'accroître les échanges commerciaux sans être contraints de se constituer les réserves de change nécessaires à ces échanges.

Le projet de l'UME ne se résume pas à établir une zone commerciale de libre-échange, mais prévoit la mise en place d'un système permettant la circulation d'une monnaie unique entre plusieurs économies hétérogènes de sorte à ce que les paiements s'opèrent comme à l'intérieur d'un seul et même pays. Ce projet n'est, toutefois, pas la première initiative d'unification.

### **1.1.1 Origines du projet de l'Union Monétaire Européenne**

Les premières réflexions autour du projet de l'UME remontent à la période d'après-guerre durant les années 1950. La littérature fait état du besoin inévitable pour une unification des politiques économiques en Europe afin d'accélérer la reprise économique et d'unifier les effets d'une meilleure dynamique des opérations commerciales grâce aux instruments de politique monétaire. Le principal objectif de l'époque était de rétablir la croissance économique par le développement des échanges commerciaux afin d'améliorer le niveau de vie des ménages européens, celui-ci s'étant fortement dégradé après la seconde guerre mondiale (Basch, 1943).

La reconstruction de l'infrastructure affectée par la guerre est passée par une coopération outre-Atlantique dans le cadre du Plan Marshall (Eichengreen et al., 1992). Atteindre les objectifs de ce plan dépendait en majeure partie de la convertibilité des monnaies nationales européennes en dollars et du degré de fluidité de la circulation des capitaux entre les pays européens eux-mêmes. Ces derniers devaient faire un choix entre : (1) détenir des dollars afin de maintenir un équilibre – même partiel – de leurs balances des paiements compte tenu des circonstances et du fait que les Etats-Unis soient le principal partenaire

commercial de l'époque<sup>3</sup> ; ou (2) détenir des monnaies européennes afin de fluidifier les échanges commerciaux intra-européens, avec le risque de ne pas avoir accès aux dollars nécessaires aux opérations commerciales outre-Atlantique, dans le cas où certaines monnaies européennes ne soient pas convertibles. Face à cette contrainte, quatre voies étaient possibles : (1) une déflation ou une désinflation interne permettant de rendre les économies européennes plus compétitives par la dépréciation de leurs monnaies ; (2) exercer un contrôle renforcé sur les importations en provenance des Etats-Unis afin d'en limiter le flux. Or, cette seconde solution nécessitait aussi (3) la dépréciation des monnaies européennes face au dollar. Il était aussi possible de s'appuyer sur les circuits commerciaux intra-européens, à condition (4) d'augmenter la productivité des économies européennes. Cette dernière solution ne semblait pas évidente sur le court terme, compte tenu du contexte économique de l'époque (Smithies, 1950 ; Tomann, 2007)

Le conflit fondamental qui a jusqu'à présent empêché un accord complet sur cette question reflète une évaluation irréaliste par les débiteurs et les créanciers en monnaie de réserve de leurs véritables intérêts nationaux. Les débiteurs en monnaie de réserve, principalement les États-Unis et le Royaume-Uni, accueillent favorablement le nouvel avoir de réserve en tant que complément, voire substitut ultime, à l'or rare, mais sont naturellement réticents à renoncer au privilège de financer une partie substantielle de leurs déficits extérieurs par l'accumulation par d'autres pays de leurs reconnaissances de dette en tant que réserves internationales. Les détenteurs de monnaie de réserve d'Europe continentale, d'autre part, voient toujours dans les règlements en or une protection ultime contre le potentiel inflationniste et l'abandon de la souveraineté nationale entraînés par l'accumulation de reconnaissances de dette en dollars et en livres sterling finançant les politiques américaines et britanniques dans lesquelles ils n'ont aucune voix et qu'ils peuvent parfois considérer comme directement contraire à leurs propres intérêts ou à ceux de la communauté mondiale. Ce conflit a été exacerbé durant les années suivantes par l'ampleur et la persistance des déficits commerciaux britannique et américain et par le fait qu'ils pourraient être imputés, au moins en partie, au laxisme des politiques monétaire et budgétaire, notamment au Royaume-Uni. Cette situation a été encore aggravée par les pressions inflationnistes

---

3. La collaboration entre les Etats-Unis et l'Europe s'étend de la fin de la seconde guerre mondiale jusqu'au milieu des années 1950. Voir : (Rappaport, 1981)

déclenchées aux États-Unis par l'escalade de la guerre du Vietnam, et par ce que certains Européens considèrent comme une prise de contrôle excessive des entreprises européennes par le capital américain.

Paradoxalement, les principaux espoirs d'un accord négocié découlent de l'acuité même de ce conflit et de la prise de conscience conséquente dans les deux camps que ni l'or ni les monnaies de réserve ne peuvent étendre, voire conserver, leur rôle antérieur dans les règlements monétaires. Cette conclusion est imposée au Royaume-Uni et aux États-Unis par la résistance d'autres pays à l'acquisition et à la conservation des soldes traditionnels en livres sterling et en dollars en tant qu'éléments croissants de leurs réserves monétaires. Ces avoirs « liquides » traditionnels de reconnaissances de dette en livres sterling et en dollars par les banques centrales étrangères ont augmenté de façon spectaculaire, passant d'environ 2 milliards de dollars en 1937 à un pic de près de 20 milliards de dollars en 1963, mais ont diminué encore plus spectaculairement depuis lors à environ 13 milliards de dollars en septembre 2021. Ainsi, le rôle traditionnel de monnaie de réserve des soldes de la livre sterling et du dollar n'assure plus à la Grande-Bretagne et aux États-Unis des facilités spéciales pour le financement de leurs déficits courants. Elle les expose au contraire au risque énorme et insupportable de remboursement soudain ou massif de leur endettement très conséquent à court terme, accumulé depuis de nombreuses années.

Les deux groupes de pays ont donc été poussés par leur propre intérêt à négocier de nouveaux accords basés sur les réalités de la situation plutôt que sur leurs espoirs et attentes antérieurs. L'acquisition et la conservation d'actifs en livres sterling et en dollars par les principaux détenteurs de réserves d'Europe occidentale, et même par les pays de la zone sterling, sont devenues de plus en plus dépendantes de ces accords négociés. Des garanties d'or ou de change contre les risques de dévaluation ont été accordées à contrecœur par le Royaume-Uni et les États-Unis afin de dissuader leurs créanciers d'effectuer des transferts spéculatifs de leurs avoirs de réserve de la livre sterling vers le dollar, ou des deux vers l'or. Les pays créanciers, en revanche, ont accepté de conserver une partie déterminée de leurs réserves totales en livres sterling et de convertir une partie de leurs créances « liquides » en dollars en obligations à plus long terme.

Ensemble, ces divers accords, négociés depuis 1963, couvraient désormais bien plus de 11 milliards de dollars des réserves combinées en dollars et en livres sterling (24 milliards de

dollars) des détenteurs de réserves étrangères. Un montant supplémentaire de 3,3 milliards de dollars de crédits de réserve a été accordé au Royaume-Uni et aux États-Unis par l'intermédiaire du Fonds monétaire international. Enfin, une vaste gamme de lignes de crédit réciproques – sous la forme d'accords dits de « swap » ou de « devises réciproques » – ont été négociées entre les grandes banques centrales pour les protéger contre les attaques spéculatives sur l'une de leurs devises (Triffin, 1969).

Afin de faire face à la contrainte de convertibilité des monnaies européennes, l'Union Européenne des Paiements (UEP) intervient à partir de 1951 à travers un système bilatéral de compensation de balances intra-européennes ainsi que par l'octroi de crédits pour les déficits temporaires permettant de dédier les réserves de change en dollars aux opérations extra-européennes. Les gouvernements européens prévoyaient de restaurer la libre circulation intra-européenne des biens, des services et des capitaux, mais aussi de renforcer la convertibilité des monnaies européennes entre-elles. Cette convertibilité, seule, n'aurait pas suffi à inciter les producteurs européens à s'adapter aux besoins des marchés voisins et d'y répondre par des produits locaux permettant de réduire la part des importations. De cette manière, l'UEP rend plus crédibles les engagements et les perspectives d'intégration des pays membres désormais impliqués dans une série d'accords commerciaux et financiers faisant augmenter le coût d'un retrait potentiel de l'union<sup>4</sup> (Wolf, 1995 ; Verdier, 1997).

Même si l'UEP est perçue comme étant une première étape concrète et inévitable vers l'accomplissement du projet de l'UME tel qu'il est connu aujourd'hui, certains points de vue s'opposent à cette perception. Eichengreen (1993) considère que la convertibilité des comptes courants était déjà réalisable en 1950<sup>5</sup>. D'autre part, le caractère permanent ou temporaire de l'UEP n'est pas évoqué au moment de sa création. Etant intervenue face à un besoin, l'UEP est remplacée par l'Accord Monétaire Européen (AME) établi en 1955

---

4. Brabant (1991) étudie la possibilité d'intégrer les économies en transition de l'Europe de l'Est au projet de l'UME. Ces économies font face aux mêmes contraintes précédemment citées : celles de la convertibilité des devises en plus du positionnement politique et du passé communiste des économies citées. Il soulève plusieurs obstacles face à cette possibilité, notamment la criticité de la transition vers une économie de marché tenu du manque de confiance provoqué par la dissolution de l'ancienne Union Soviétique et des revendications qui animent la scène politique.

5. Trois critères essentiels étaient déjà observés : (1) la possibilité d'éliminer les déficits des comptes courants par des dépréciations modérées des monnaies ; (2) la disponibilité de réserves suffisantes d'or et de dollars en dehors des États-Unis ; (3) l'absence de surplus monétaires en dehors du Royaume Uni et de l'Irlande.



par l'Organisation Européenne de Coopération Economique (OECE) stipulant la création d'un fonds européen commun et d'un système de compensation multilatéral afin de faire face à un nouveau besoin, celui de prévoir un cadre institutionnel permettant la coexistence de monnaies convertibles et non-convertibles<sup>6</sup> et de préserver la libéralisation du commerce intra-européen. Le rôle du fonds européen commun était de contrebalancer les déficits temporaires des composants des balances des paiements des pays membres par l'attribution de crédits temporaires aux pays déficitaires. L'attribution de ces crédits, en or ou en dollars, relevait des compétences de l'OECE, qui apportait certaines recommandations au regard des difficultés financières observées et des politiques économiques et financières internes et externes des pays et le degré de contrôle et de restrictions auxquels sont soumises leurs activités commerciales (Jones, 1957).

L'évolution de ces démarches institutionnelles dont la perspective est de renforcer la position commerciale extérieure de l'Europe et le fonctionnement des opérations de change internes a abouti aux premières réflexions autour d'un projet pour l'intégration totale des régimes monétaires et des systèmes bancaires afin de remédier aux contraintes de convertibilité de manière définitive. Le projet qui se déroulait sur trois phases a été décidé par le biais du Traité de Maastricht, traité fondateur de l'UME qui illustre la concrétisation du projet d'intégration des systèmes monétaires des pays membres de l'Eurosystème actuel. Ce traité définit le rôle des institutions et l'objectif de l'unification des systèmes bancaires. L'article 105 du traité<sup>7</sup>, ainsi que l'article 3 des statuts du Système Européen des Banques Centrales (SEBC) et de la BCE indiquent que le principal rôle de l'Eurosystème est de veiller à l'approvisionnement, la supervision et la garantie du fonctionnement des systèmes de paiements et des systèmes de compensation à l'intérieur de la zone euro. Comme expliqué par la Banque des Règlements Internationaux (BRI), la fluidité des opérations de paiement et du système de compensation sont des facteurs déterminants pour la continuité d'une union monétaire. La pérennité de cette dernière restait incertaine, particulièrement durant la phase III du projet de l'UME et la divergence des politiques budgétaires des pays

---

6. Les conditions pour rétablir la convertibilité de la livre sterling étaient moins favorables en 1947 qu'en 1954. Comme indiqué par le FMI (1954), la zone sterling ainsi que la zone dollar et certains pays européens sont parvenus à dégager un surplus de leurs balances des paiements indiquant l'accroissement de la compétitivité des économies européennes face aux Etats-Unis – ce qui n'était pas le cas au lendemain de la seconde guerre mondiale.

7. Voir : Maastricht (1992)

membres sur lesquelles nous reviendrons par la suite <sup>8</sup>.

### **1.1.2 Le besoin pour un système de traitement des opérations supranationales à l'intérieur de l'Eurosystème**

Le besoin de faire face aux problèmes de convertibilité par la mise en place de mesures unifiées des politiques monétaires nécessite inévitablement l'unification des systèmes bancaires pour permettre la mise en circulation d'une monnaie unique et l'accroissement de la fluidité de la circulation des capitaux à l'intérieur de l'Eurosystème. Ce besoin s'accompagne aussi par celui de mettre en place un système permettant le traitement des opérations de paiement issues des opérations commerciales et financières à l'intérieur de l'UME.

Les mécanismes des paiements issus des opérations du commerce international sollicitent les réserves de change des pays. Ces paiements se font dans la monnaie du pays exportateur. Le pays importateur fait donc appel à ses réserves de change, qui diminuent lors de chaque importation. L'unification des systèmes bancaires des pays appartenant à la zone euro dépasse ce stade et permet à ces paiements de s'opérer dans la même monnaie en circulation à l'intérieur de l'espace économique. Mais face à cette avancée, un besoin se manifeste : celui de mettre en place un système pour les paiements intra-européens permettant de traiter les opérations bilatérales entre les pays membres de l'Eurosystème. Afin de remplir cette fonction, le système en place aura comme mission de traiter de manière instantanée les transferts des sommes importantes issues de ces opérations en monnaie unique.

La vérification des droits de chaque institution bancaire et le contrôle du respect des protocoles en place en un espace-temps très réduit sont les éléments déterminants de l'efficience et du bon fonctionnement d'un système des paiements. Ces conditions sont donc essentielles (1) au maintien de la stabilité du système financier ; (2) au maintien de la confiance des agents économiques vis-à-vis de la monnaie unique ; mais aussi (3) incontournables

---

8. Carlberg (1999) analyse les possibilités liées aux chocs et aux mesures des politiques monétaires et budgétaires d'un pays à l'intérieur d'une union afin d'en mesurer l'impact sur le pays lui-même, les autres pays de l'union et le reste du monde. Il en conclut que les mesures expansionnistes de la politique monétaire de l'UME par la dépréciation de l'euro se traduisent par une évolution positive des exportations extra-européennes de manière générale, même pour les économies périphériques. Par contre, les effets d'une politique budgétaire expansionniste de la part d'une économie développée ne sont pas homogènes à l'intérieur de l'union monétaire. Ceux-ci seront moins favorables aux économies périphériques.

pour l'implémentation d'une politique monétaire commune (BIS, 2003).

La mise en circulation de la monnaie unique qui intervient durant la phase III du projet de l'UME constitue la dernière étape de la convergence vers l'unification des systèmes bancaires à travers la mise en service du SEBC. Cette unification implique nécessairement celle des systèmes des règlements bruts en temps réel (RTGS<sup>9</sup>) nationaux par le biais d'une institution centrale : TARGET. Cette dernière a pour mission de prendre en charge (1) la réalisation des opérations de paiement entre les agents économiques au niveau de l'Eurosystème ; et (2) les transactions qui s'opèrent entre des agents économiques internes et externes à la zone euro. Cela permet de répondre aux trois besoins essentiellement cités.

TARGET intervient durant la phase III comme plateforme de centralisation des opérations réalisées par le biais des RTGS nationaux chacun de leurs côtés. L'euro est donc utilisé dans les paiements entre banques centrales nationales tandis que les monnaies nationales continuent de circuler dans les économies de l'UME après la fixation définitive de leurs taux de conversion en euros<sup>10</sup>. Le rôle de TARGET est désormais de faire parvenir les paiements initialement lancés en monnaie nationale aux banques centrales nationales en unités de la monnaie unique. La structure de la première version du système TARGET est donc décentralisée (Garber, 1998, 1999).

### 1.1.3 TARGET, une définition ambitieuse dans la littérature

TARGET2 est la seconde génération du système de transfert des fonds au niveau interbancaire de l'Eurosystème, conçu pour soutenir les mesures et les démarches visant à définir et à implémenter la politique monétaire de la zone euro, et garantir la fluidité des systèmes des paiements pour ainsi contribuer à l'intégration et la stabilité du marché monétaire de l'Eurosystème. Il s'agit d'un système décentralisé pour les paiements qui se compose des RTGS nationaux ainsi que du Mécanisme de Paiement de la BCE (MPE) qui sont connectés l'un à l'autre à travers une interface unique (BCE, 2002 ; TARGET, 2016a, 2019).

9. *C'est l'acronyme de Real-time Gross-settlement Transfer Systems.*

10. Les taux de conversion sont des taux établis entre l'euro et chacune des anciennes monnaies nationales des 11 pays membres de l'Eurosystème encore en circulation au 1er janvier 1999. Il existait désormais – en plus des taux de conversion – un taux de change de l'euro vis-à-vis des autres monnaies, le dollar notamment. Voir : Gomeza et al. (2007)

Le système TARGET2 est donc mis en avant comme étant l'outil de transfert des fonds issus des opérations de paiement intervenues entre les agents économiques des pays membres de la zone euro mais aussi ceux des pays ne faisant pas partie de cette zone. L'objectif en est de garantir la fiabilité technique et la fluidité de toutes les opérations de transfert de liquidité pour des montants relativement importants de manière sécurisée (Rosati et Secola, 2006).

Les promesses faites dans cette définition de TARGET2 sont celles d'un système permettant un traitement quasi-instantané des opérations de paiement à travers l'Eurosystème avec le même degré de fluidité qu'à l'intérieur d'une seule et même économie. Or, TARGET – par sa première version décentralisée puis sa version actuelle – laisse se développer des soldes de dettes et de créances qui n'existent pas entre les banques commerciales d'une même économie nationale et que la structure institutionnelle autour de TARGET ne permet pas de solder comme nous allons l'expliquer par la suite. Cette définition est donc bien optimiste compte tenu de la configuration institutionnelle autour du système.

## **1.2 Conceptualisation du système TARGET dans la littérature**

L'avancée que représente le système TARGET depuis sa création en matière de traitement et de coordination des opérations suscite l'intérêt de plusieurs chercheurs et analystes. L'évolution des positions débitrices et créditrices des banques centrales nationales de l'Eurosystème est souvent analysée et interprétée dans la perspective d'identifier la nature des soldes TARGET et leur impact réel sur les économies européennes, notamment en périodes de crise. Chacune de ces démarches est généralement précédée par une définition du système et une description de son mode de fonctionnement et des différents mécanismes qui accompagnent chacune des opérations de paiement à travers TARGET. Ces définitions s'accordent sur le nombre d'institutions impliquées dans chacune des opérations de paiement intra-européennes et sur l'aspect bilatéral du traitement comptable de celles-ci, mais rares sont les travaux qui vont au-delà.

### 1.2.1 TARGET, une première version décentralisée

Avant de converger vers une monnaie unique, chacun des pays membres de l'Eurosystème disposait déjà de son propre RTGS. Ces systèmes dont la principale fonction est de solder les opérations de paiement interbancaires au niveau national sous l'autorité de la banque centrale nationale ont été engagés durant la phase III du projet d'UME. Le système TARGET a sollicité l'infrastructure déjà en place au niveau des pays membres de l'UME en maintenant le fonctionnement fondamental des RTGS nationaux en plus d'une fonction de centralisation supplémentaire qui accompagne la mise en circulation de la monnaie unique.

Afin d'en saisir le mécanisme de fonctionnement, supposons d'abord une opération de paiement entre deux banques commerciales appartenant à la même économie et agissant, donc, sous l'autorité de la même banque centrale nationale. Dans le cadre d'une opération de paiement, une banque commerciale émet un ordre de paiement au bénéfice d'une autre banque commerciale appartenant au même système bancaire. Cet ordre de paiement parvient à la banque centrale nationale qui débite le compte courant de la banque émettrice du paiement détenu à son niveau, pour créditer celui de la banque destinataire du même montant, les deux comptes étant enregistrés au passif de son bilan. La transmission de l'information ainsi que les opérations de débit et de crédit sont assurées par le RTGS national qui permet de réaliser le transfert des dépôts entre les comptes courants des deux banques commerciales au niveau de la banque centrale nationale. Ceci marque donc la fin de l'opération.

A partir de la phase III du projet de l'UME, les banques commerciales des pays membres ont désormais la possibilité d'effectuer des transferts supranationaux à travers leurs RTGS nationaux, dans leurs monnaies nationales respectives dans un premier temps – jusqu'en 2002 –, puis en unités de la monnaie unique à travers TARGET au niveau européen. Ainsi, pour une opération de paiement (figure 1.1) entre une banque commerciale domiciliée en France, par exemple, agissant sous l'autorité de la Banque de France, et une autre domiciliée en Allemagne, donc sous l'autorité de la Bundesbank, le mécanisme est le suivant. La Banque de France reçoit la notification de l'ordre de paiement à travers le RTGS national et vérifie la disponibilité de la somme due sur le compte courant de la banque com-

merciale à son niveau <sup>11</sup>. Une fois cette vérification effectuée, la Banque de France prend la responsabilité de (1) convertir le message de paiement en un format compatible avec les normes utilisées par le système d'interconnexion interne <sup>12</sup>; (2) la mise en application des mesures de sécurité utilisées lors de la communication entre banques centrales nationales; (3) l'envoi d'une notification d'accord pour le paiement à travers la plateforme d'interconnexion à la banque centrale nationale réceptrice du paiement.

L'information de paiement est donc transmise à la Bundesbank à travers la plateforme d'interconnexion du système TARGET. Aussitôt le message de paiement reçu, la Bundesbank vérifie à son tour la conformité et le respect du protocole de sécurité et de communication ainsi que la présence de la banque réceptrice du paiement sur son RTGS national <sup>13</sup>.

La Bundesbank se charge donc de créditer le compte courant de la banque commerciale destinataire après avoir reçu la confirmation de la disponibilité du montant dû sur le compte courant de la banque émettrice au niveau de la Banque de France. Elle enregistre ensuite une créance sur la Banque de France d'un montant équivalent à celui du paiement, cette dernière enregistrant de son côté une dette équivalente envers la Bundesbank marquant la fin de l'opération (Garber, 1999; TARGET, 2001, 2003).

Il semble intéressant de mentionner que la procédure de règlement telle qu'elle est décrite ici ne fait référence à aucune participation ni à l'implication directe de la BCE. Cette dernière intervient sur le système TARGET sous le statut de participant et non-pas celui d'autorité. La BCE n'a donc aucune forme d'autorité supérieure à celle d'une banque centrale nationale. Il en est de même pour son rôle au niveau du SEBC, auquel elle siège en tant que membre sans exercer une influence supérieure à celle d'une banque centrale nationale.

---

11. Dans le cadre des systèmes RTGS, les banques commerciales sont autorisées à utiliser les comptes courants qu'elles détiennent au niveau des banques centrales nationales à découvert au cours de la journée à condition que le montant du découvert soit garanti par des titres acceptables comme des obligations publiques par exemple.

12. Il appartient à la banque centrale nationale de procéder à la conversion du format de la notification de l'ordre de paiement à un format compatible avec les normes de son système de communication interne (national).

13. Dans le cas contraire, le paiement sera rejeté et le système RTGS de la Banque de France recredit.

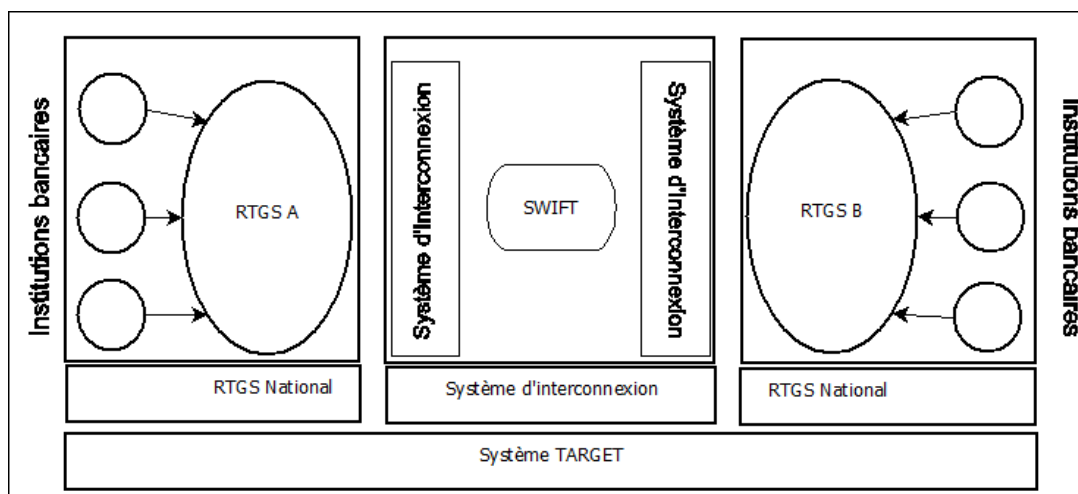


FIGURE 1.1 – Mécanisme d'un paiement supranational à travers TARGET  
 Source : Elaboration personnelle à partir de TARGET (2003)

L'aspect décentralisé du système TARGET apparaît à travers l'existence d'un seul point de raccord reliant tous les RTGS nationaux : le système d'interconnexion (figure 1.1). Celui-ci permet la communication entre les banques centrales nationales pour la transmission des notifications d'ordres de paiement. Au terme de cette procédure, la masse monétaire globale en circulation à l'intérieur de l'Eurosystème ne devrait pas être affectée car aucune réserve de change n'est constituée ou épuisée, mais seulement des positions débitrices et créditrices vis-à-vis du reste de la zone euro se développent et se traduisent par des soldes TARGET négatifs ou positifs. Dans notre exemple, la Bundesbank – sous la tutelle de laquelle la banque commerciale destinataire du paiement opère – acquiert une position créditrice vis-à-vis du reste de la zone euro, tandis que la Banque de France acquiert une position débitrice.

Par sa nouvelle génération, TARGET2, le système des paiements intra-européen intègre une configuration centralisée techniquement plus performante. Compte tenu de l'évolution en masse des opérations quotidiennes en raison de l'augmentation du nombre de pays membres de l'Eurosystème, le nombre et le montant total des opérations effectuées au quotidien a augmenté en conséquence. Ces augmentations sollicitent davantage le système TARGET2, qui doit continuer à garantir un traitement simultané dans des délais extrêmement réduits, tout en gardant un coût de fonctionnement acceptable.

## **1.2.2 Le cadre opérationnel du système TARGET2 : une revue de la littérature**

La littérature spécialisée des questions du fonctionnement du système TARGET2 conçoit le principal mode de fonctionnement du système comme étant un enchaînement de transactions réalisées par des institutions bancaires de l'Eurosystème à l'initiative des agents économiques sous la tutelle des banques centrales nationales et de la BCE. De ce point de vue, les opérations réalisées sous TARGET2 semblent obéir aux mêmes mécanismes que les paiements à l'intérieur d'une seule et même économie nationale, engageant le même nombre d'institutions et d'autorités bancaires sous la même configuration hiérarchique qu'un système bancaire national.

De ce point de vue, il est possible de visualiser l'Eurosystème comme étant la reproduction d'un système bancaire national mais avec trois niveaux hiérarchiques dont la BCE occupe le sommet. Toutefois, ce n'est pas le cas car, comme nous l'avons mentionné précédemment, la BCE n'a pas le statut d'autorité bancaire supranationale.

### **Le cadre institutionnel du système TARGET2**

Bindseil et König (2011) proposent une interprétation du cadre institutionnel du système TARGET2 dans la perspective de mettre en contexte le rapport existant entre les différentes institutions qui interviennent lors d'une opération de paiement entre deux agents économiques appartenant à deux économies différentes de l'Eurosystème. Ce cadre implique le même nombre d'institutions des deux côtés de la transaction en plus de la BCE. Tout comme Jobst et al. (2012), ils expliquent que chaque opération de paiement réalisée à travers TARGET2 implique deux institutions de crédit et deux banques centrales nationales en plus de la BCE (figure 1.2). Chacune des banques commerciales est affiliée à une banque centrale nationale de l'Eurosystème ayant accès à TARGET2. Cette conception n'est pas totalement erronée. D'un point de vue institutionnel, les banques centrales nationales sont tout à fait impliquées dans l'opération au même titre que les banques commerciales. L'opération est donc réalisée sous la tutelle des deux institutions bancaires car elle affecte leur comptabilité ainsi que celle des banques centrales nationales sous l'autorité desquelles ces institutions agissent. Toutefois, l'implication de la BCE et la mise en



avant de son rôle d'autorité monétaire supranationale par laquelle tous les flux transitent n'est pas tout à fait correcte. Ceci se vérifie simplement à travers l'analyse des bilans comptables des banques centrales nationales et celui de la BCE <sup>14</sup>.

Ce dernier ne fait aucune mention des opérations de débit ou de crédit en rapport avec des paiements intra-européens permettant de voir que les comptes des banques centrales nationales sont débités et crédités en fonction des transactions réalisées. Seule la mention de « *crédits accordés aux institutions bancaires dans le cadre d'opérations de politique monétaire* » apparaît sur les bilans des banques centrales nationales. Ces opérations de politique monétaire sont le résultat des mesures non-conventionnelles prises par la BCE, qui accède à TARGET2 et exploite ses composantes au même titre qu'une banque centrale nationale de l'Eurosystème. Ces opérations font référence à l'achat de titres de la dette publique afin d'injecter davantage de liquidité sur les marchés interbancaires par le biais des banques centrales dont les systèmes bancaires faisaient face à des difficultés durant la crise de l'euro. La réelle perception du fonctionnement du système TARGET2 nécessite une bonne compréhension de la construction institutionnelle autour du système.

Whelan (2014) aborde la question de l'évolution des soldes dans TARGET2 sous cet aspect en essayant d'expliquer la construction du bilan d'une banque centrale créancière vis-à-vis du reste de la zone euro, puis celui d'une banque centrale endettée vis-à-vis du reste de la zone euro. Sa démarche vise à distinguer les composants des bilans des banques centrales émettrices et réceptrices des ordres de paiement affectés par les opérations TARGET2. La BCE est, toutefois, présentée comme intermédiaire incontournable et institution impliquée de manière directe dans la transaction, placée à un niveau supérieur du schéma du processus de traitement. Le processus de communication et de transmission de l'ordre de paiement tel qu'il est défini par le mécanisme d'interconnexion des systèmes RTGS ne fait appel à aucun moment à une intervention de la BCE. Celle-ci accède à la plateforme d'interconnexion mais ne la gère pas et n'intervient pas sur les aspects fondamentaux de son fonctionnement.

La centralisation du système TARGET à travers sa version la plus récente (TARGET2) permet un gain de temps et une réduction des coûts de communication et de centrali-

---

14. Pour une analyse de l'impact des opérations de paiement intra-européennes sur les bilans bancaires voir le chapitre 3.

sation des transactions. Cette évolution n'agit, toutefois, pas sur le principe général de fonctionnement des opérations et l'impact de celles-ci sur les bilans des banques centrales impliquées dans chacune des étapes du processus de règlement.

### **Le mécanisme des paiements dans TARGET2**

Dans la nouvelle architecture du système TARGET2 qui recouvre un caractère centralisé, les opérations de paiement interviennent simultanément et sont traitées de manière instantanée. Cette nouvelle configuration permet de faire face à une contrainte en particulier : l'accumulation des coûts relatifs à chacune des transactions réalisées de manière décentralisée jusque-là. Compte tenu des ressources matérielles et techniques mobilisées pour le traitement, la conversion et la transmission des requêtes dans le respect des mesures de sécurité numérique et des protocoles d'encodage communs de la plateforme d'interconnexion, mais spécifiques à chaque RTGS national, en plus du besoin constant de réduire les délais de traitement, la centralisation de toutes les transactions réalisées à travers l'Eurosystème implique des coûts supplémentaires.

Reprenons l'exemple de deux individus résidant dans deux pays membres de l'Eurosystème. Supposons un paiement allant d'un agent économique résidant en France – que nous allons désigner par A – à un agent économique résidant en Allemagne – supposons B. Ces deux agents économiques doivent disposer chacun d'un compte courant au niveau d'une banque commerciale domiciliée dans le même pays de résidence<sup>15</sup>. Ces dernières, quant à elles, détiennent chacune un compte courant au niveau des banques centrales des deux pays. Ainsi, la banque A débite le compte de son client. Ceci implique le débit de son compte courant au niveau de la Banque de France. De l'autre côté, à la réception de la notification de l'ordre de paiement, la Bundesbank crédite le compte courant de la banque commerciale de l'individu B. Cette dernière procède au crédit du compte courant de son client.

Afin de solder son bilan, la banque A doit transférer l'équivalent du paiement sous la forme de titres financiers à la banque B. Ceci donne une position positive nette à l'individu B

---

15. Cette condition n'est que relative. En effet, il est tout à fait possible pour un individu résidant dans un pays membre de la zone euro de détenir un compte bancaire au niveau d'une institution de crédit domiciliée dans un autre pays membre sans que cela n'altère le fonctionnement du système. Le mécanisme reste le même que dans l'exemple cité. Il est, toutefois, plus simple d'aborder la représentation dans cette configuration afin d'en faciliter l'assimilation.

par rapport à l'individu A. Ce sont d'ailleurs les seules entités dont la situation change à la fin de la transaction. Cependant, le transfert de titres financiers relatifs à chaque transaction en temps réel est d'une complexité très élevée, compte tenu des circonstances et de l'environnement institutionnel actuel de l'Eurosystème. En effet, l'harmonisation du fonctionnement des autorités monétaires et des institutions bancaires de l'Eurosystème doit être optimale. Compte tenu de sa composition institutionnelle actuelle et de l'absence de l'infrastructure nécessaire à la finalisation des opérations de paiement, l'enregistrement de créances et de dettes vis-à-vis du reste de la zone euro continue de progresser à chaque fois qu'un paiement est effectué. Afin de répondre à ce besoin, la tenue d'une comptabilité en partie double, centralisée au niveau d'une seule institution tenant les comptes, est nécessaire afin de pouvoir les solder de manière quotidienne<sup>16</sup>.

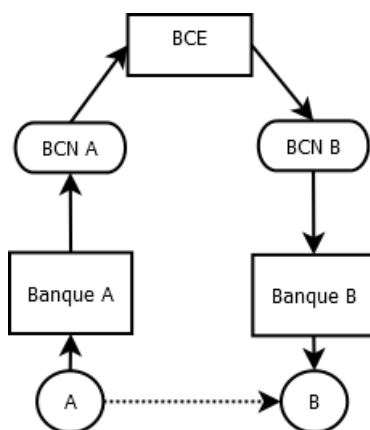


FIGURE 1.2 – Représentation contestable du mécanisme de paiement à travers TARGET2  
Source : Elaboration personnelle à partir de Bindseil et König (2011); Homburg (2012); Jobst et al. (2012); Whelan (2014).

Afin de faciliter le traitement comptable de ces opérations, chaque banque centrale solde tous ses actifs et passifs bilatéraux sur un seul compte au niveau de la BCE, qui joue le rôle de chambre de compensation. Dans notre exemple, la BCE enregistrerait une augmentation équivalente des créances intra-Eurosystème pour la Bundesbank, et une augmentation des engagements intra-Eurosystème de la Banque de France.

Au terme de la transaction, l'individu B ayant perçu un paiement est plus riche que A, qui, quant à lui, a dépensé une partie de son revenu. Les opérations comptables du système bancaire retracent le paiement et montrent une augmentation de la taille du bilan de la banque

16. Ce point de vue fera l'objet d'une discussion plus approfondie dans le chapitre 5.

commerciale qui héberge le compte courant de l'individu B et de sa banque centrale – la Bundesbank – face au maintien de celui de la Banque de France et une détérioration de celui de la banque commerciale du payeur. Chacune des deux banques centrales veille par la suite à solder une position créditrice ou débitrice en fonction de la somme des transactions sur un compte unique au niveau de la BCE (Bindseil et König, 2011 ; Jobst et al., 2012 ; Whelan, 2014).

Si chaque opération réalisée à travers TARGET2 est réalisée comme le montre la figure 1.5, à partir de 2007, l'exemple que nous venons de décrire, illustré par la figure 1.2, rappelle la structure d'un système bancaire national, faisant apparaître la BCE comme étant la banque centrale des banques centrales nationales. Une première lecture du schéma nous laisse penser que le fonctionnement du système sous cette forme dépend des conditions suivantes : (1) la BCE gère l'intégralité des opérations dans TARGET2 ; (2) la BCE débite et crédite les comptes courants des banques centrales nationales impliquées dans chaque opération ; (3) les opérations dans TARGET2 sont réalisées de manière fluide et parviennent à une finalité qui s'illustre par le débit ou le crédit d'un compte unique détenu au niveau de la BCE – celle du transfert effectif et réel des montants des paiements.

### **1.2.3 Incohérences descriptives du fonctionnement du système TARGET2**

Cette conception est tout à fait contestable puisqu'aucune des conditions citées précédemment n'est observable. En effet, la BCE (1) ne gère pas l'intégralité des opérations dans TARGET2, bien au contraire. Le fonctionnement du système tel que nous l'avons expliqué auparavant ne nécessite à aucun moment une intervention de la part de la BCE, dans la mesure où son accord n'est pas systématiquement sollicité ; (2) les actions de débit et de crédit sur les comptes courants des banques centrales nationales ne sont possibles que si ces comptes existent effectivement. Ceci n'est pas le cas pour l'Eurosystème car les banques centrales ne détiennent pas de comptes courants au niveau de la BCE de la même manière qu'une banque commerciale détiendrait un compte courant au niveau de la banque centrale de son pays. La BCE n'a donc pas la qualité de « *banque centrale des banques centrales* », puisque son bilan ne fait apparaître aucun compte courant des banques centrales nationales

de l'Eurosystème ; (3) les opérations réalisées à travers TARGET2 ne parviennent pas à la même finalité qu'une opération de paiement dans un système de paiement national. Ces opérations se soldent par l'enregistrement d'une créance d'un côté, et la reconnaissance d'une dette vis-à-vis du reste de la zone euro de l'autre, et donc par le développement d'un solde TARGET2 positif d'un côté et négatif de l'autre.

Les paiements réalisés à travers TARGET2 peuvent être le résultat d'opérations commerciales, mais aussi d'opérations financières impliquant une circulation inégalitaire des capitaux à l'intérieur de l'Eurosystème. Dans ce deuxième cas, il s'agit d'une situation particulière dans laquelle le mécanisme opère de la même manière, sauf que A et B représentent une seule et même entité. En effet, durant la crise de la dette souveraine intervenue en 2011, la circulation des capitaux que faisaient apparaître les bilans des banques centrales ne correspondait pas au volume des transactions commerciales en valeur car celui-ci était nettement inférieur. De plus, il s'agissait d'opérations financières dans lesquelles des entreprises basées dans des économies du centre de l'Eurosystème profitaient de la configuration du système afin de réaliser des paiements à elles-mêmes à travers leurs filiales. Ceci permettait le rapatriement des capitaux vers les économies considérées plus fiables que les économies périphériques<sup>17</sup>.

De ce point de vue, les positions débitrices et créditrices acquises par les banques centrales sont enregistrées sous une seule mention dans leurs bilans, celle de « créance » ou de « dette » vis-à-vis du reste de l'Eurosystème. Si ces soldes positifs et négatifs sont centralisés au niveau de la BCE, le résultat devrait être nul puisqu'il s'agit de la mesure de la somme des dettes et des créances vis-à-vis du reste de la zone euro qui sont deux mesures distinctes mais équivalentes de par leur valeur absolue, les banques centrales nationales extérieures à l'Eurosystème n'ayant pas la possibilité de développer un solde TARGET2, soit-il positif ou négatif, car elles doivent passer par l'une des trois banques centrales nationales qui alimentent la Plateforme Unique Partagée (*SSP*)<sup>18 19</sup> de TARGET2. Le bilan de la BCE ne devrait donc laisser apparaître aucune position positive ou négative. Malgré cela, l'observation de l'évolution des soldes dans TARGET2 montre le contraire, tout

17. Pour une analyse des évolutions des composants des balances des paiements et leur impact sur les soldes TARGET2 de la zone euro, voir le chapitre 4.

18. *Single Shared Platform (SSP)*.

19. Il s'agit de la Banque de France, la Bundesbank et la Banque d'Italie ainsi que la Banque d'Espagne.

comme le bilan de la BCE. Celle-ci développe une position parfois positive, parfois négative vis-à-vis du reste de l'Eurosystème.

Il s'agit là d'un bref descriptif recouvrant un caractère simpliste de ce que représente une transaction dans le système TARGET2. Le modèle particulièrement répandu dans la littérature fait apparaître un mouvement cyclique impliquant cinq institutions : deux banques commerciales, deux banques centrales nationales ainsi que la BCE. Il synthétise le fonctionnement du système de manière excessive. Les opérations réalisées sous TARGET2 vont, en réalité, au-delà des simples procédés comptables de débit et de crédit des comptes courants des banques commerciales au niveau des banques centrales. Ces dernières n'ayant pas de comptes courants auprès de la BCE, celle-ci n'intervient pas comme autorité monétaire supranationale comme le laisseraient penser les différents schémas proposés dans la littérature<sup>20</sup>.

### 1.3 Le cadre opérationnel du système TARGET2

Afin de comprendre le fonctionnement du système TARGET2, notamment les possibilités d'accès que peuvent avoir les banques domiciliées dans les pays ne faisant pas partie de l'UME, il est pertinent d'en analyser d'abord l'environnement institutionnel et les composantes techniques permettant d'en assimiler le réel mode de fonctionnement. À la différence de sa première version, TARGET2 fonctionne selon un mode centralisé qui prend la forme d'une SSP autour de laquelle s'articule le fonctionnement du système. Ceci permet de réaliser un gain de temps en ce qui concerne le traitement et la communication pour les opérations, mais aussi de réduire les coûts de gestion à travers la mise en commun de l'utilisation des différents modules du système.

---

20. Le schéma décrit par Jobst et al. (2012) se rapproche de ce qui peut être représentatif d'une opération d'escompte pour un paiement à l'intérieur d'une seule et même économie. D'un point de vue comptable, les comptes courants des banques commerciales émettrice et réceptrice du paiement au niveau de la banque centrale nationale sont respectivement débité et crédité du montant de l'opération. Ainsi le sont les comptes courants des agents économiques à l'origine de la transaction. Dans ce cas, une opération de paiement qui implique la destruction d'une partie du revenu de l'émetteur du paiement à travers la consommation d'une partie de la production du récepteur est réalisée. Cependant, ces caractéristiques sont, pour le moment, propres aux paiements nationaux.

### 1.3.1 L'écosystème autour de TARGET2

Le Traité de Maastricht définit le panorama général de la communauté économique et juridique européenne. Ce traité a été modifié par le Traité de Lisbonne, intitulé Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, en 2007. Celui-ci a été établi en partant de l'idée d'une intégration économique plus accomplie par le renforcement du rôle et de la portée du marché unique. La monnaie unique qui fait l'objet du Traité de Maastricht est un élément essentiel au fonctionnement du marché intérieur européen, qui est un espace de libre circulation des biens, des services et des capitaux. Toutefois, l'espace monétaire et celui du marché ne comptent pas le même nombre de pays membres (Barbier, 2006). L'Union européenne, l'Eurosystème et la zone euro sont des espaces économiques différents par leurs tailles et le nombre de pays qui les composent. Lors de sa création, puis sa mise en circulation, la monnaie unique n'a pas été adoptée par tous les pays membres de l'Union européenne. Cet environnement économique autour du système TARGET2 s'établit en trois sphères comme ceci est représenté dans la figure 1.3

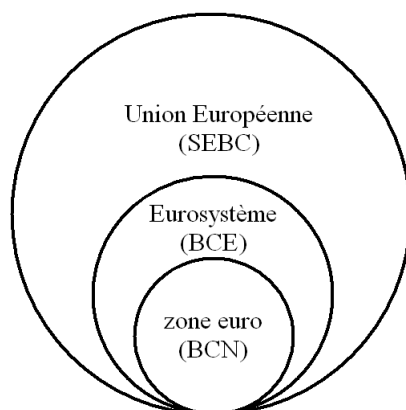


FIGURE 1.3 – Environnement institutionnelle autour de TARGET2

Source : Elaboration personnelle.

La zone euro regroupe les banques centrales nationales des pays européens ayant intégré leurs systèmes bancaires en adoptant la monnaie unique. Complétées par la BCE, elles constituent ensemble l'Eurosystème qui coexiste avec le SEBC tant qu'il y a des pays membres de l'Union européenne qui continuent à utiliser leurs monnaies nationales pour les paiements, pratiquant donc un taux de change avec l'euro. Toutes les institutions bancaires de ces trois sphères ont accès au système TARGET2 à travers les banques centrales

nationales de leurs pays. Celles-ci ont un accès direct à la SSP ou doivent passer par l'une des banques centrales de l'Eurosystème qui alimentent cette plateforme unique<sup>21</sup>.

De ce point de vue, nous pouvons considérer que TARGET2 est accessible pour trois sortes d'institutions bancaires : (1) les banques centrales nationales qui alimentent et régissent le fonctionnement de la SSP ; (2) la BCE ; (3) le reste des banques centrales de l'Union européenne. La BCE intervient sur la SSP en qualité de participant et non pas sous le statut d'autorité, puis se charge de la coordination des opérations réalisées par les banques centrales participantes. D'un point de vue technique, la BCE peut donc, à priori, enregistrer un solde TARGET2 positif ou négatif par l'acquisition, par exemple, d'obligations publiques en période de crise même si ses statuts tels qu'ils sont définis dans le traité de l'UME ne l'autorisent pas formellement.

### 1.3.2 Structure technique et mode opératoire du système TARGET2

TARGET2 sous sa forme actuelle offre le même niveau de service à tous ses opérateurs à travers la SSP. Les institutions qui interviennent à travers TARGET2 réparties en trois groupes sont toutes habilitées à réaliser des paiements intra-européens. Il existe, toutefois, une différence entre les institutions autorisées à utiliser TARGET2 et celles habilitées à intervenir sur son fonctionnement. Celles-ci peuvent aussi être réparties en trois sphères : (1) les fournisseurs techniques de la SSP ; (2) les fournisseurs des garanties des transactions ; et (3) les quatre banques centrales chargées d'alimenter la plateforme des accords de paiement instantanés (TIPS<sup>22</sup>).

Les opérations réalisées à travers TARGET2 passent inévitablement par la détention d'un *compte de liquidité dédié* (DCAs<sup>23</sup>), d'un *module de paiement*<sup>24</sup> ou d'un *compte de liquidité dédié aux garanties TARGET2* (T2S DCA<sup>25</sup>) au niveau d'une banque centrale de l'Eurosystème ou d'une banque centrale connectée à la SSP. Les comptes *TIPS DCAs* sont

---

21. Les banques centrales de la zone euro agissant en qualité de fournisseurs techniques de la plateforme unique partagée (SSP) sont la Banque de France, la Banca d'Italia et la Deutsche Bundesbank. Ces trois banques centrales sont les fournisseurs techniques des garanties des transactions TARGET2 (TARGET2-Securities) en plus du Banco de España. L'ensemble de ces quatre banques centrales se charge de construire et d'alimenter la plateforme des accords de paiement instantané pour l'Eurosystème (TIPS).

22. TARGET Instant Payment Settlement.

23. *Dedicated Cash Accounts*.

24. Payment Module Account (PM Account).

25. TARGET2-Securities Dedicated Cash Account.



hébergés au niveau de la plateforme *TIPS*, tandis que les *T2S DCAs* sont hébergés au niveau de la plateforme T2S DCA comme le montre la figure 1.4.

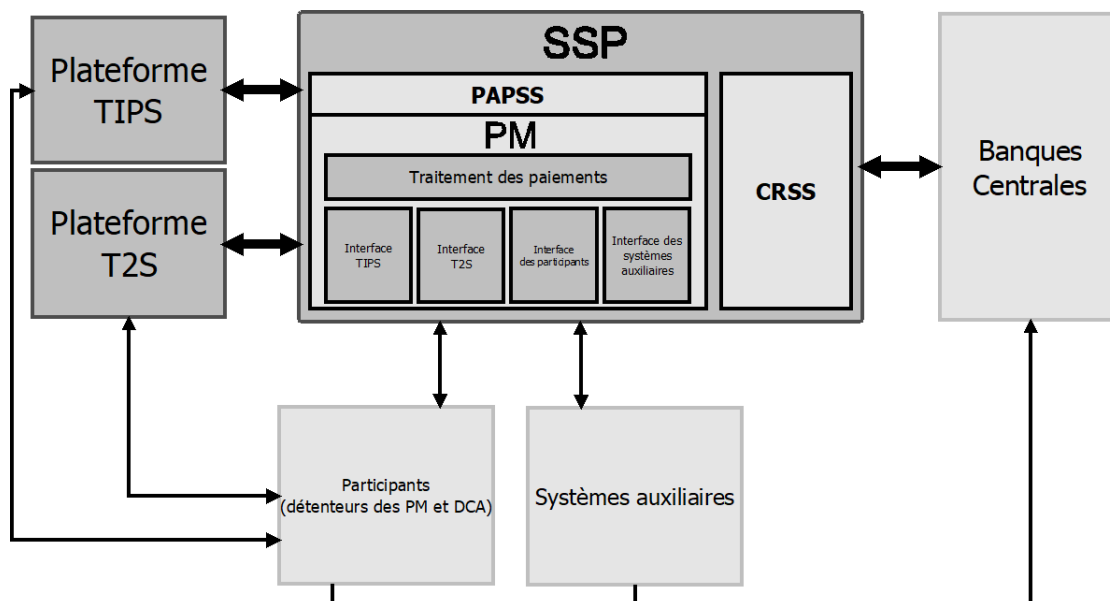


FIGURE 1.4 – Structure technique du système TARGET2  
Source : Elaboration personnelle à partir de TARGET (2019).

La SSP du système TARGET2 contient donc un module de paiement et des interfaces de communication avec les autres composantes du système.

Afin de faciliter l'analyse du fonctionnement réel du système TARGET2, nous ferons abstraction de certains aspects administratifs relatifs aux protocoles de traitement des demandes et informations de paiements, de communication et de sécurité informatique propres à chaque système RTGS et à celui du système d'interconnexion. L'intérêt est porté sur les flux de transmission de l'information, l'infrastructure technique et les institutions impliquées dans chacune des opérations de paiement intra-européennes. Seuls les modules et composantes sollicités lors de chaque paiement intra-européen sont évoqués. D'autres composantes sont bien évidemment nécessaires au fonctionnement et à l'entretien de TARGET2, mais ne représentent pas un intérêt analytique d'un point de vue monétaire dans notre démarche.

## Composantes et structure technique du système TARGET2

Le service de traitement instantané des paiements du système TARGET2 est géré par les banques centrales de l'Eurosystème habilitées à alimenter et à garantir le fonctionnement de la plateforme<sup>26</sup>. Ce service assure la communication entre les opérateurs du système TARGET2 grâce à un interface d'authentification et de messagerie sécurisée. L'accès à cette plateforme passe par la détention d'un compte de liquidité (DCA) et d'un module de paiement instantané (PM). Ces accès confèrent aux institutions participantes à TARGET2 la possibilité d'adresser et de recevoir des paiements intra-européens de manière instantanée<sup>27</sup>.

Il suffit donc d'établir une liaison entre un compte de liquidité et un module de paiement afin de pouvoir accéder aux avantages liés à l'utilisation de TARGET2. Des liaisons multiples étant possibles, un seul module de paiement peut accueillir jusqu'à dix comptes de liquidité. Techniquement, ceci signifie que l'institution détenant le compte de liquidité ayant permis de réaliser une opération de paiement intra-européenne peut être différente de celle qui détient le module de paiement ayant servi pour la même opération. Dans le cas où ce dernier serait détenu par l'une des quatre banques centrales de l'Eurosystème précédemment mentionnées, il permet l'accès à TARGET2 aux agents économiques extérieurs à la zone euro. Ce qui reste intéressant à souligner est que le solde d'un compte de liquidité ne peut être négatif, celui-ci n'étant pas un compte de réserve ou un compte courant permettant l'usage à découvert. Il ne peut qu'afficher un solde positif, et une partie de la liquidité peut rester sur le compte du moment que celui-ci reste constamment en service même en dehors des horaires d'accès et des jours d'activité de TARGET2<sup>28</sup>. A travers ce mode opératoire, la responsabilité des banques centrales nationales est entière-

---

26. Il s'agit des quatre banques centrales nationales précédemment mentionnées.

27. Il est important de souligner que la plateforme des paiements instantanés (TIPS) ne fait pas partie de TARGET2 mais elle y est étroitement liée. Elle ne prend en charge que les opérations concernant les paiements libellés en euros, tandis que TARGET2 est conçu pour être un système prenant en charge plusieurs devises. Même si les opérations réalisées en euros représentent la majeure partie de celles réalisées sous TIPS au total, l'interconnexion entre cette plateforme et TARGET2 se résume à la prise en charge des transferts de liquidité en euros entre les modules de traitement. De ce fait, l'usage de TARGET2 passe inévitablement par la détention d'un compte de liquidité auprès de l'une des banques centrales opératrices. Celui-ci doit nécessairement être relié à un seul et unique module de paiement. Ce dernier peut, par contre, accueillir jusqu'à 10 comptes de liquidité.

28. La plateforme des accords de paiement instantanés (TIPS) est celle dont l'activité est assurée 7/24/365. TARGET2 obéit à des jours et des horaires de service spécifiques. Voir TARGET (2019). Dans le cas d'un excédent de liquidité, celle-ci sera utilisable à la prochaine ouverture de la plateforme.

ment engagée face aux difficultés et aux préoccupations des détenteurs des comptes de liquidité.

### **Le rôle des autorités et des institutions bancaires dans la gouvernance du système TARGET2**

Les banques centrales accomplissent quatre missions principales dans le cadre des transferts de liquidité entre les comptes de liquidité et les modules de paiement :

1. Le rôle de banque des banques régissant les rapports entre les banques commerciales, mais aussi leur usage des comptes de liquidité et le contrôle de conformité aux règles de fonctionnement de TARGET2 ;
2. Le rôle de détenteurs de TARGET2 en même temps que celui de participants. La réalisation d'opérations de transfert de liquidité à travers TARGET2 passe par l'une des quatre banques centrales qui garantissent l'alimentation de la SSP. La souscription aux modules de paiement par des comptes de liquidité auprès de ces banques centrales leur attribue le titre de détentrices de ces comptes. Les banques centrales participent aux opérations à travers les crédits journaliers accordés aux banques commerciales dont elles se portent garantes ;
3. Le rôle de gestionnaire des garanties à travers la tenue des garanties des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, les crédits journaliers et l'auto-garantie des titres ;
4. Le rôle d'agent d'escompte, principalement à travers le règlement de leurs propres opérations en étant un opérateur de la plateforme TIPS.

<p>Niveau 1 Conseil des gouverneurs du SEBC</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Gérer les situations de crise d'envergure ;</li> <li>- Autorisation de mise en place et d'exploitation de simulateurs TARGET2 ;</li> <li>- Désignation des autorités de certification pour l'accès via Internet ;</li> <li>- Spécification des politiques de sécurité, des exigences et des contrôles pour le SSP et la plate-forme TIPS ;</li> <li>- Spécification des principes de sécurité des certificats utilisés pour l'accès à Internet.</li> </ul>
<p>Niveau 2 Corps de gestion technique et opérationnelle (les quatre banques centrales nationales de l'Eurosystème)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Gestion des responsabilités des détenteurs du système, y compris les situations de crise ;</li> <li>- Maintenir des contacts avec les utilisateurs au niveau européen et suivre l'activité quotidienne des utilisateurs d'un point de vue commercial ;</li> <li>- Suivi des développements commerciaux ;</li> <li>- Budgétisation, financement, facturation et autres tâches administratives.</li> </ul>
<p>Niveau 3 SSP et plateforme TIPS fournissant les banques centrales nationales</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Gérer le système sur la base de l'accord visé dans la ligne directrice sur TARGET2</li> </ul>

TABLEAU 1.1 – Structure de gouvernance de TARGET2

Source : Elaboration personnelle à partir de TARGET (2019)

Le statut d'autorité monétaire des banques centrales nationales est donc exploité au niveau supranational pour les paiements intra-européens. Les banques centrales nationales, par leur statut d'autorités monétaires, se différencient des banques commerciales dont elles ont la responsabilité. Le rôle des institutions de crédit se limite à celui de participants. Ces institutions ne peuvent donc pas intervenir – par la validation ou le rejet d'une opération, par exemple – sur le fonctionnement du système de manière générale. La participation des institutions de crédit au système TARGET2 se limite à :

1. La détention d'un compte de liquidité donnant accès à la plateforme unique partagée ;
2. Alimenter ce compte en liquidité afin de réaliser les paiements de leurs clients à travers un module de paiement détenu par l'une des banques centrales de l'Eurosystème ;

3. Fournir des crédits journaliers à leurs clients dans une démarche d’auto-garantie afin que les transactions soient suffisamment couvertes et répondent aux protocoles de sécurité exigés par le système.

Il paraît donc clair que la construction de la seconde génération du système TARGET2 est centralisée du point de vue du traitement des opérations de paiement intra-européennes. Elle est cependant décentralisée quand il s’agit de la gouvernance des comptes donnant accès au système. Le respect des protocoles de communication et de sécurité est garanti par les banques centrales de manière indépendante et en dehors de l’autorité de la BCE, qui n’intervient pas sur chacune des opérations réalisées sur TARGET2. Il est à présent possible d’établir une répartition des niveaux de gouvernances du système TARGET2 en fonction du degré et de la portée des interventions de chaque groupe d’institutions de l’ordre de trois niveaux, comme cela est expliqué dans le tableau 1.1.

### 1.3.3 Le mode opératoire du système TARGET2

Compte tenu des éléments évoqués dans les sections précédentes, il nous est désormais possible d’apporter un descriptif précis du fonctionnement de la version actuelle du système des paiements intra-européens. Dans cette perspective, nous allons nous centrer sur les éléments impliquant les institutions de crédit de manière directe, et ferons abstraction des protocoles de communication, des modes de chiffrement et des normes de sécurité informatique. A ce propos, des procédures particulières sont déclenchées dans le cas d’une défaillance technique, et le fonctionnement du système dans son ensemble est réglementé et protégé par un accès restreint obligeant le passage par des fournisseurs d’accès à différents niveaux<sup>29</sup>.

Comme le montre la figure 1.5, le mécanisme d’un paiement intra-européen intervient en dix étapes impliquant deux institutions de crédit et deux banques centrales de l’Eurosystème<sup>30</sup>. La banque centrale sous l’autorité de laquelle la banque commerciale émettrice du paiement agit – que nous désignerons dans cet exemple comme BCN A – émet un ordre de

---

29. Pour une présentation détaillée de tous les aspects opérationnels de TARGET2, voir TARGET (2016b).

30. La procédure au niveau des institutions de crédit n’est pas illustrée ici car il s’agit d’une schématisation du processus pour un paiement supranational intra-européen. Celui-ci intervient au niveau des banques centrales.

paiement au profit de la banque centrale sous l'autorité de laquelle la banque commerciale destinataire du paiement agit – que nous désignerons dans cet exemple comme BCN B. A ce stade de la procédure, la BCN A mobilise le module de communication de son système RTGS permettant les échanges avec les banques commerciales, mais aussi le module de traitement de ce même système dans le cadre de sa participation à TARGET2. Une fois que les contrôles de conformité ainsi que la conversion aux normes de sécurité propres à chaque banque centrale – si celle-ci est nécessaire – sont effectués, un débit irréversible est opéré sur le compte de la banque commerciale et une demande d'accord de paiement est transmise à la BCN B par le biais du module de communication de son système RTGS. Le compte courant de la banque destinataire est crédité du montant du paiement et un accusé de réception est adressé à la BCN A afin de valider le paiement. L'accusé de réception passe d'abord par le module de traitement du SIC<sup>31</sup> puis par celui du système RTGS pour ensuite parvenir au module de communication de ce dernier. Ceci marque la fin du processus qui implique des écritures comptables de part et d'autre. Celles-ci affectent les bilans des institutions bancaires des deux parties<sup>32</sup>.

---

31. Système d'Informations Comptable

32. Voir le chapitre 3.

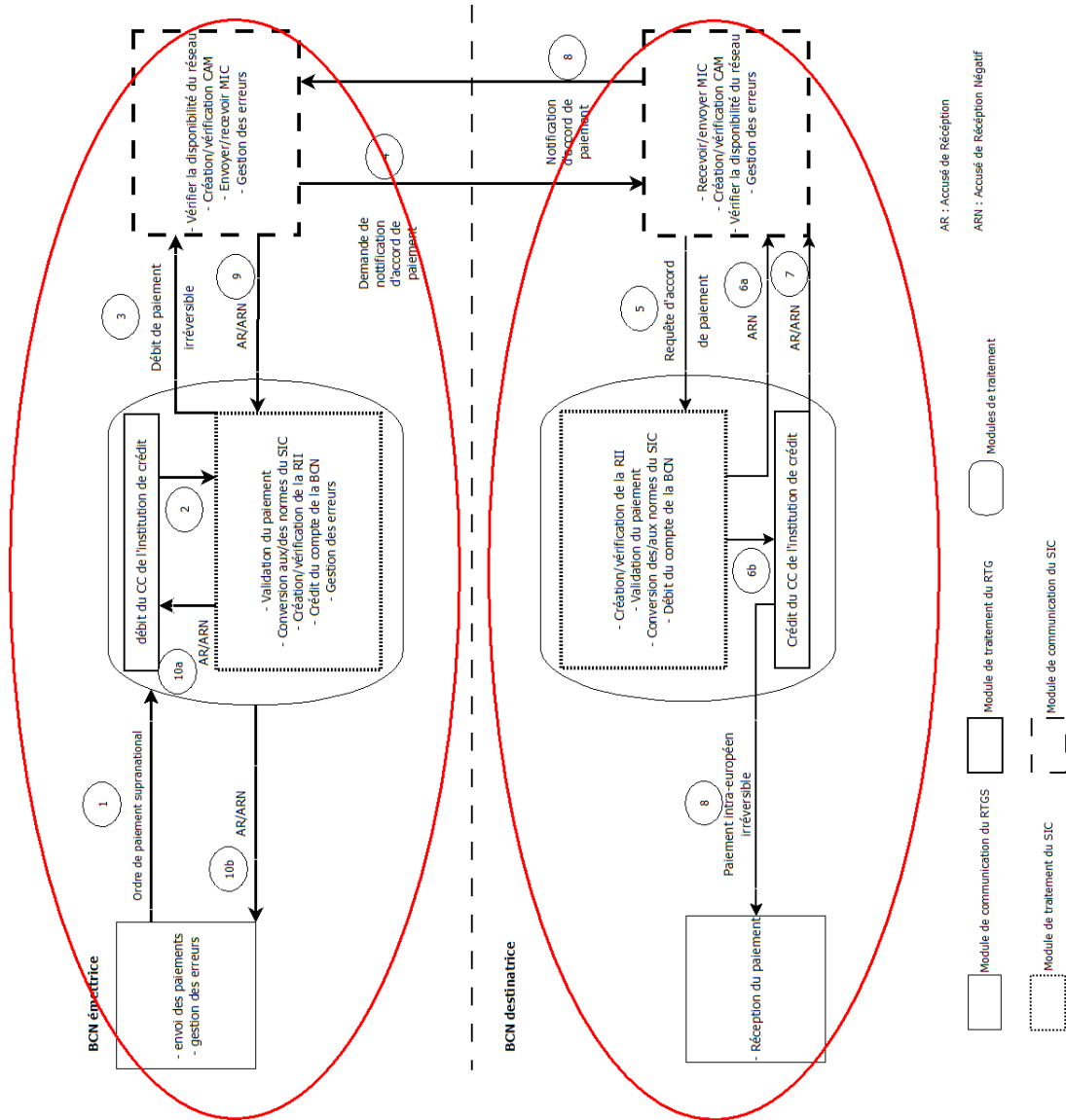


FIGURE 1.5 – Mécanisme de paiement intra-européen  
Source : Elaboration personnelle à partir de BCE (2002); Rossi (2012).

Le suivi minutieux de ce processus ne fait référence à aucune intervention de la BCE tout au long de la démarche.

« En effet, les paiements transfrontaliers sont traités via les systèmes RGTS nationaux et échangés directement de manière bilatérale entre les banques centrales nationales » - (Rossi, 2012, p. 224).

Le descriptif établi dans la littérature (figure 1.2) ne relève donc pas d'une démarche rigoureuse dans la compréhension du fonctionnement de TARGET2. Les paiements intra-européens recouvrent un caractère supranational et sont soumis à un premier traitement interne propre à chaque pays, mais sont aussi sujets à une conversion à des normes communes à tous les pays participants. Ce parallèle entre un régime local propre à chaque pays puis une centralisation et l'usage d'une voie de communication commune rappelle le Plan de Keynes dans son principe général. Lavoie (2015b) décrit le système TARGET2 comme étant la version européenne du Plan de Keynes. Il établit un lien entre ces deux systèmes en considérant que les paiements intra-européens obéissent au même principe de comptabilité en partie double que les paiements en bancor<sup>33</sup>.

## **1.4 Le système TARGET2 : similarités et différences avec le Plan de Keynes**

Les travaux de Keynes concernant les politiques monétaires remontent à la période antérieure à la première guerre mondiale. Son premier livre, publié en 1913, est issu de ses travaux sur le cas de la conversion de la roupie indienne en or et l'organisation des différentes fonctions de banque centrale avec le système bancaire indien existant, son rattachement à la livre sterling et à la place financière de Londres. Il y exprime l'importance d'une autorité bancaire et de son indépendance pour un système monétaire (Bibow, 2002). Ses travaux postérieurs obéissent aux mêmes convictions et défendent les mêmes idées. En effet, sa proposition d'une réforme du système financier international à la suite de la seconde guerre mondiale a pour vocation d'apporter une solution aux divergences des positions des balances des paiements, notamment entre les pays européens et les Etats-Unis.

---

33. Il s'agit du nom de la monnaie internationale proposée par Keynes dans le cadre de son plan de réforme du système monétaire international.



Le projet d'intégration des systèmes bancaires et de paiement de l'Eurosystème rappelle dans son principe général le projet de mise en place d'une monnaie internationale proposé par Keynes lors de la conférence de Bretton Woods en 1944. Comme nous l'avons mentionné, les économies européennes éprouvaient le besoin pour un plan de relance et de restructuration au lendemain de la seconde guerre mondiale. Le plan de Keynes vient donc répondre à ce besoin à travers la réforme de l'ordre commercial international par la création d'une banque internationale chargée de la compensation des balances courantes des pays déficitaires et celles des pays excédentaires. Le mode opératoire de ce projet serait de mettre en place un système d'attribution de crédits aux économies déficitaires sur la base des surplus réalisés par les économies excédentaires, ceci dans une monnaie internationale. Ainsi, il existerait un taux de change entre chacune des monnaies nationales et le bancor, utilisé pour les paiements au niveau de la banque internationale. Cette configuration rappelle celle de l'Eurosystème durant la phase II de la mise en place du projet de l'UME. Durant cette phase, l'euro est entré en circulation pour les paiements entre banques centrales nationales, tandis que les monnaies nationales circulaient encore dans les économies de l'Eurosystème. Même si ce dernier est parfois considéré comme une pure production intellectuelle de Robert A. Mundell, les ressemblances avec le plan de Keynes restent évidentes.

« L'argument de la zone monétaire optimale a été utilisé à la fois pour et contre la création de l'euro. Les opposants de l'euro dénoncent l'absence de mobilité du travail en Europe. Mais en fait, l'Europe a autant de mobilité de la main-d'œuvre qu'elle le souhaite. La Commission européenne envoie de l'argent dans les régions défavorisées afin que la main-d'œuvre n'ait pas à émigrer. Le fait est qu'il existe de solides arguments en faveur de l'élargissement des zones monétaires et ceux-ci prédominent en faveur de leur réduction. » - (Vane et Mulhearn, 2006, p. 98).

A travers ces propos, R. Mundell exprime le paradoxe de la zone euro et de son attribut de zone monétaire optimale. En effet, les arguments utilisés pour prouver que la zone euro est une zone monétaire optimale sont eux-mêmes ceux permettant de démontrer qu'elle ne l'est pas. Les travaux de Mundell sur la théorie de la zone monétaire optimale en 1961

sont considérés comme les réflexions pionnières sur les politiques et les zones monétaires dont la zone euro. Il établit son fameux triangle d'incompatibilité entre régime de changes fixes, politique monétaire autonome et libre circulation des capitaux<sup>34</sup>.

### 1.4.1 Origines et principes du plan de Keynes

Keynes, dès 1930, avait déjà affirmé qu'un système monétaire international idéal devrait incorporer l'existence d'une autorité bancaire supranationale. Une telle banque centrale particulière aurait comme actifs de l'or, des titres publics et des avances aux banques centrales nationales. Son passif serait constitué des dépôts des banques centrales nationales à la banque supranationale, c'est-à-dire les réserves de ces banques centrales, que Keynes appelait la monnaie de la banque supranationale. Cette configuration rappelle celle d'une banque centrale nationale vis-à-vis des institutions de crédit sur lesquelles elle exerce son autorité. Tous les échanges internationaux devraient passer par la banque supranationale, avec paiement dans la monnaie de la banque supranationale. Keynes affirmait qu'une banque centrale supranationale serait l'idéal arrangement. Une institution sans capital initial mais avec ses passifs garantis par les banques centrales des pays membres (Chandavarkar, 1985). Il a souligné à juste titre que si les pays débiteurs doivent poursuivre un certain ajustement à la baisse parce qu'ils finiront par manquer de réserves de change, les pays créanciers ne sont pas obligés de poursuivre un ajustement à la hausse. Ainsi, Keynes affirme que l'objectif du nouveau système doit être d'exiger l'initiative principale des pays créanciers, tout en maintenant suffisamment de discipline dans les pays débiteurs.

Les politiques d'austérité proposées comme solution à la crise de la zone euro par les économistes orthodoxes et par la Commission européenne illustrent le principal inconvénient des régimes de change fixe actuels. Qu'il s'agisse du régime standard ou d'unions monétaires à l'image de la zone euro<sup>35</sup>, la situation de déficit du compte courant, plus souvent appelé déficit de la balance des paiements<sup>36</sup>, constitue le facteur révélateur des déséqui-

---

34. Voir le chapitre 2.

35. En supposant que la zone euro est une adaptation du régime de change fixe.

36. Un déficit de la balance des paiements est impossible par défaut. La balance des paiements, de la même manière qu'un bilan comptable, est toujours équilibrée dans la mesure où il s'agit de la somme des excédents et des déficits du compte des transactions courantes, du compte financier et du compte de capital. Ces trois composants évoluent les uns en fonction des autres. Un déficit du compte des transactions courantes, par exemple, se traduit inévitablement par un excédent du compte financier et vice versa. Voir McCombie et Thirlwall (1994)

libres en l'absence des ajustements possibles à travers les taux de change.

L'alternative au système de Bretton Woods que Keynes proposait dans les cinq ébauches de son projet d'union monétaire internationale, qu'il écrivit entre septembre 1941 et août 1942, reposait précisément sur le principe inverse : c'est le pays qui gère le compte courant excédent qui devrait défendre la parité du taux de change. En d'autres termes, Keynes souhaitait que la charge de l'ajustement retombe principalement, ou du moins à parts égales, sur le créancier, et non sur le débiteur. Comme on l'a souligné plus haut, la raison pour laquelle le créancier - le pays qui a un excédent de compte courant - devrait soutenir la parité des taux de change est qu'il est beaucoup plus facile d'empêcher une monnaie de s'apprécier que de l'empêcher de se déprécier. Dans le premier cas, la banque centrale peut acheter des devises sans limites en émettant sa propre monnaie. Le pays excédentaire peut vendre des quantités illimitées de sa propre monnaie et ainsi conserver un taux de change fixe. En revanche, le pays débiteur dont la balance courante est déficitaire finira par manquer de réserves de change. Keynes voulait un système où les déséquilibres internationaux seraient résolus en augmentant les exportations et les importations, et non en restreignant les importations par des politiques d'austérité, car il pensait qu'en général les pays possédaient la capacité de produire plus. Il visait

« la substitution d'une pression expansionniste, à une pression contractionniste, sur le commerce international » - (Lavoie, 2015, p. 5).

Comme l'a souligné Keynes dans plusieurs de ses projets, l'idée qui sous-tend l'Union monétaire et la banque internationale des compensations est simple,

« à savoir généraliser le principe essentiel de la banque, tel qu'il s'expose dans tout système fermé. Le principe est la nécessaire égalité des crédits et des débits, des actifs et des passifs. Si aucun crédit ne peut être retiré de l'extérieur du système bancaire mais seulement transféré à l'intérieur de celui-ci, la Banque elle-même ne peut jamais être en difficulté » - (Minsky, 1976, p. 140).

Paul Davidson, qui a longtemps été un défenseur d'un tel plan, ou plus précisément d'une version légèrement modifiée de celui-ci, est d'accord avec Keynes, affirmant que le plan consiste à avoir une institution de compensation comptable fermée et en partie double pour tenir l'enregistrement des paiements entre les différentes régions commerciales (Keynes,

1990; Arestis, 1993).

Afin de clarifier le fonctionnement du système, prenons l'exemple d'un importateur espagnol de produits allemands, avant l'introduction de l'euro. L'importateur espagnol aurait payé les produits allemands en monnaie locale (*peseta*), à partir de son compte dans une banque espagnole. Le paiement passerait par le Banco de España, qui serait débité au niveau de la Banque Internationale de Compensation (BIC) en bancor. La Bundesbank se verrait alors accorder un crédit en bancor auprès de la BIC, et créditerait en monnaie locale (*Deutschmark*) le compte de la banque de l'exportateur, qui créditerait alors le compte de l'exportateur. Le traitement comptable de ce processus est illustré dans le tableau 3.1 (chapitre 3).

#### 1.4.2 Similarités et différences avec le système TARGET2

La zone euro est souvent considérée comme l'idée originale de Robert Mundell, qui s'est souvent vanté de sa paternité. En réalité, la configuration de la zone euro, plus précisément le système TARGET2, présente plusieurs caractéristiques communes avec le plan d'union monétaire internationale proposé par Keynes au début des années 1940. Lavoie (2015b) évoque les similitudes et les différences entre l'union monétaire de la zone euro et le plan de Keynes.

Premièrement, dans le cadre du plan de Keynes, les banques centrales participantes pourraient toujours acquérir les titres émis par leurs gouvernements, à la fois sur les marchés primaire et secondaire, contrairement aux règles ou conventions au sein de la zone euro. Deuxièmement, dans le plan de Keynes, les crédits détenus à la Banque internationale de compensation ne portaient aucun intérêt et pouvaient être confisqués ou étaient soumis à des intérêts. En revanche, les crédits sur l'Eurosystème impliquent un taux d'intérêt égal au taux directeur de la BCE. Keynes voulait que les débiteurs et surtout les créanciers participent aux ajustements nécessaires. Au sein de la zone euro, l'esprit de Maastricht, fondé sur l'hypothèse que les déficits extérieurs sont causés par des déficits publics ou un manque de compétitivité coûts-salaires, stipule que les pays déficitaires doivent être punis par des sanctions et des politiques d'austérité. Pendant ce temps, aucune pression n'est exercée sur les pays créanciers afin de les inciter à augmenter leur activité économique et leurs importations dans le but d'atténuer les difficultés des pays déficitaires.

Lavoie (2015b) explique, à l'image de certains économistes hétérodoxes, que la structure de la zone euro pourrait être modifiée afin d'intégrer cette caractéristique du plan de Keynes, à savoir l'obligation de réviser les parités existantes au sein de la zone euro, et de dévaluer ou de réévaluer tous les contrats et actifs financiers détenus dans un pays donné de la zone euro (Lordon, 2013 ; Duwicquet et Mazier, 2015). Lavoie (2015b) affirme que les déséquilibres financiers au sein de la zone euro ne devraient pas représenter une contrainte, outre le fait évident qu'un déficit commercial a un impact négatif sur l'activité économique. Il aborde également certaines des confusions qui ont résulté de l'analyse du système TARGET2 et de la décision de la Cour constitutionnelle allemande concernant le financement des déficits publics par la BCE<sup>37</sup>. En outre, il traite de la question de savoir si la crise financière européenne des pays GIIPS (Grèce, Italie, Irlande, Portugal et Espagne) s'apparentait ou non à une crise de la balance des paiements.

Costabile (2009) estime que le plan de Keynes reste toujours d'actualité pour remédier aux déséquilibres internationaux actuels. Bien que le plan ait été conçu pour faire face aux déséquilibres internationaux imputables au rôle de l'or dans un régime de convertibilité et résultant en des pressions déflationnistes, sa logique est toujours valable aujourd'hui, alors que l'or est depuis longtemps sorti de la circulation internationale et que la convertibilité ne fait plus l'objet de questionnement. Même si le plan de Keynes ne représente pas une solution optimale à certains des déséquilibres internationaux actuels, il peut encore fonctionner comme une source d'inspiration utile pour projeter des arrangements monétaires internationaux ou, au moins, comme une référence utile pour évaluer des projets d'ajustement alternatifs<sup>38</sup>. Dans la zone euro, la crise de la dette souveraine est souvent assimilée à une crise des balances des paiements<sup>39</sup>, mais aussi à une crise institutionnelle due à la

---

37. La Cour constitutionnelle fédérale allemande a plutôt invoqué l'article 123 du traité de Lisbonne pour soutenir que la BCE n'avait pas le droit de mener son programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) annoncé en août et septembre 2012, programme selon lequel la BCE effectuerait d'importants achats de titres publics sur les marchés secondaires chaque fois qu'un membre de la zone euro le demanderait et serait disposé à respecter les conditions fixées par la BCE.

38. Cet article n'a pas essayé d'évaluer la faisabilité politique d'une monnaie supranationale. Même à une époque où le monde essayait de construire son propre avenir selon de nouvelles lignes, le Plan Keynes était, selon son propre auteur, « peut-être utopique, dans le sens non pas qu'il est irréalisable, mais qu'il suppose un degré plus élevé de compréhension, un esprit d'innovation audacieux, et de coopération et de confiance internationales qu'il est sûr ou raisonnable de supposer ». Ces éléments n'étant pas observables à l'heure actuelle, le plan de Keynes se positionnerait plutôt comme un modèle qui pourrait inspirer des réformes internationales.

39. Sinn et Wollmershäuser (2012a,b) estiment que du point de vue d'un pays avec un excédent de son compte courant comme l'Allemagne, une crise de la balance des paiements dans la zone euro survient si

configuration de l'Eurosystème, notamment de par le fonctionnement de son système pour les paiements supranationaux.

Le système de compensation et de règlement TARGET2 mis en place dans la zone euro présente quelques similitudes avec le projet de Keynes. Dans un sens, ce n'est pas surprenant car la zone euro est un cas particulier de régime de changes fixes. Bien sûr, les choses sont simplifiées dans le cas de la zone euro dans la mesure où l'équivalent du bancor est aussi la monnaie utilisée pour les transactions privées, l'euro. Bien que l'on parle beaucoup de la BCE et de ses décisions de fixer le taux d'intérêt cible et d'accorder diverses facilités de prêt spéciales aux banques, la plupart des opérations effectives se font par l'intermédiaire des banques centrales nationales des pays qui font partie de la zone euro. Lorsqu'il s'agit de transactions monétaires impliquant des systèmes bancaires situés dans différents pays de la zone euro, la BCE opère d'une manière très similaire à la Banque internationale de compensation : la BCE laisse les banques centrales nationales accumuler des excédents ou des découverts sur leurs comptes à la BCE. Ceci peut être montré avec l'exemple suivant.

Les cinq ébauches du plan de Keynes proposent la même configuration. Ils ne diffèrent que par les limites imposées aux débiteurs ou aux créanciers, aux conséquences d'excédents ou de déficits prolongés et à la manière dont les soldes créditeurs et débiteurs seraient rémunérés ou payés. Les principales caractéristiques du plan de Keynes sont les suivantes : (1) toutes les transactions internationales doivent d'abord passer par les banques centrales nationales concernées. De ce point de vue, l'avantage d'une telle procédure est qu'elle facilite l'imposition de contrôles de capitaux et augmente la probabilité de se débarrasser de la spéculation monétaire ; (2) toutes les transactions internationales sont ensuite compensées via les comptes de compensation que ces banques centrales détiennent auprès de la banque internationale de compensation. (3) Chaque banque centrale doit être prête à convertir sa propre monnaie à crédit sur son compte de compensation à la Banque internationale de compensation. (4) Les comptes de compensation sont exprimés en monnaie unique, semblable à la monnaie supranationale – le bancor. (5) Le plan est basé sur un

---

les exportations de capitaux privés domestiques ne suffisent plus à financer les déficits courants des pays étrangers. Dans ce cas, ce capital doit être remplacé soit par des prêts publics intergouvernementaux que ce pays accorde à d'autres pays, soit la banque centrale nationale doit honorer les ordres de paiement nets en provenance d'autres pays, c'est-à-dire leur fournir un crédit TARGET, et donc enregistrer une créance vis-à-vis du reste de la zone euro.

système de taux de change fixes, chaque monnaie étrangère étant exprimée en valeur fixe du bancor. Les parités seraient d'abord fixées en fonction des taux de change existants, exactement comme lorsque les taux de conversion vers l'euro ont été décidés en janvier 1999, puis seraient modifiées, selon les circonstances, en suivant des règles préétablies.

(6) Chaque banque centrale nationale, sur la base de la valeur passée de ses transactions internationales de biens et services, se voit attribuer un corridor à l'intérieur duquel sa position débitrice ou créditrice auprès de la Banque de compensation supranationale doit s'afficher.

Les banques centrales nationales qui sont en position débitrice, donc contraintes de prendre des avances auprès de la Banque internationale de compensation, se voient facturer un faible taux d'intérêt fixé par cette dernière. Dans les versions ultérieures, le taux d'intérêt appliqué est plus élevé sur les débits qui dépassent celui autorisé par le corridor. Lorsqu'ils sortent du corridor pendant un certain temps, les pays débiteurs ont le droit de déprécier leur monnaie. Keynes a légèrement changé d'avis sur les banques centrales nationales qui sont en position de crédit. Dans les versions antérieures, les soldes créditeurs ne portaient aucun intérêt et les excédents pouvaient être confisqués par la Banque internationale de compensation. Dans les versions ultérieures, les banques centrales ayant des soldes créditeurs devaient payer des frais d'intérêt similaires à ceux des banques centrales ayant des soldes débiteurs. Les deux régimes ont été conçus pour encourager les créanciers à développer leur activité économique et ainsi éviter de futures charges. Les pays créanciers peuvent également être tenus d'apprécier leur monnaie.

Supposons à nouveau qu'une entreprise espagnole importe des voitures d'Allemagne et effectue son paiement par l'intermédiaire de sa banque espagnole, Santander. Le paiement passe par TARGET2 et aboutit au crédit sur le compte de l'entreprise allemande exportatrice, auprès de sa banque allemande, ici la Deutsche Bank. A ce stade, la banque espagnole a une position débitrice à la Banco de España, tandis que la banque allemande a une position créditrice à la Bundesbank. En outre, la Bundesbank débite le compte de la Banco de España. Tout cela se passe bien car les banques centrales nationales de la zone euro se fournissent mutuellement des lignes de crédit illimitées et non garanties. Cependant, à la fin de la journée, les banques centrales nationales doivent également régler les soldes entre elles. Tous les débits et crédits sont compensés dans les livres de la BCE, où

chaque banque centrale nationale acquiert alors une position nette vis-à-vis du reste du SEBC.

Il n'y a pas de limite à la position débitrice qu'une banque centrale nationale peut encourir dans les livres de la BCE ; c'est-à-dire que ses engagements vis-à-vis du reste de l'Eurosystème ne sont pas limités. Ils peuvent être transportés indéfiniment. Aucun délai n'est prescrit pour le règlement des soldes TARGET2. En outre, les banques centrales nationales débitrices se voient appliquer le principal taux officiel, qui est également le taux obtenu par les titulaires de créances sur l'Eurosystème. Ainsi, ces déséquilibres pourraient se prolonger indéfiniment car Santander prendrait des avances du Banco de España selon le taux de refinancement principal, alors que le Banco de España accumulerait des engagements au sein de l'Eurosystème au même rythme, au même taux d'intérêt.

Si nous supposons que les banques allemandes ne fourniraient pas de prêts au jour le jour ou de prêts à plus long terme aux banques espagnoles, le déficit courant de l'Espagne serait compensé par un excédent du compte financier. Il n'y aurait pas d'augmentation de la taille du bilan de la BCE. Mais si le marché interbancaire de l'Eurosystème est partiellement gelé, comme ce fut le cas à partir de l'été 2007, alors des déséquilibres des comptes courants se manifesteront en conséquence, avec le maintien de la taille du bilan de la BCE, de celui de la Deutsche Bank ainsi que la Bundesbank et de la Banco de España. Celui de Santander diminuerait progressivement face à la sortie des capitaux jusqu'à l'épuisement de ses actifs menant à une faillite.

Il existe ainsi de grandes similitudes entre le projet de Keynes et le fonctionnement du système de paiement dans la zone euro, dans la mesure où les deux projets envisagent une banque de compensation internationale qui octroie des avances aux pays déficitaires. De toute évidence, le traitement comptable des transactions supranationales de l'Eurosystème (voir le chapitre 3) est similaire à celui des paiements réalisés en bancor. Les deux configurations reposent sur un système bancaire fermé, où les débits sont nécessairement égaux aux crédits de la banque supranationale. En effet, TARGET2 est moins contraignant que le plan de Keynes car TARGET2 n'a pas de limite sur le montant des avances pouvant être contractées par les banques centrales nationales auprès de la BCE, qui joue ici le rôle de chambre de compensation internationale, alors que le plan de Keynes imposait un plafond sur les montants qui pourraient normalement être empruntés par les banques centrales na-



tionales auprès de la banque de compensation internationale, en plus d'imposer des limites à la durée pendant laquelle le plafond pourrait être dépassé.

## Conclusion

Le besoin de faire converger les systèmes de paiement des pays membres de la zone euro constitue une démarche nécessaire à la finalisation du projet d'unification des systèmes bancaires officialisé par le Traité de Maastricht. Cette démarche s'inscrit dans la continuité d'une série de mesures prises afin de garantir la fluidité des opérations de commerce à l'intérieur de l'UME. Ainsi, une opération de commerce international devait intervenir de la même manière qu'une simple transaction découlant d'un processus d'achat à l'intérieur d'une seule et même économie. Le système TARGET – et sa version actualisée TARGET2 – est donc garant de cette fluidité dans le cas des paiements de montants importants entre entreprises appartenant à deux économies différentes mais faisant partie de l'UME. A travers cette initiative, un système suffisamment sécurisé, doté d'une capacité de traitement hors du commun et surtout accessible à toutes les banques centrales nationales au sein de l'UME est mis en place. Ce système doit donc répondre à tous ces besoins, mais aussi au besoin le plus élémentaire, celui de réaliser des opérations de paiement.

Les opérations réalisées à travers TARGET2 n'obéissent pas tout à fait au même mécanisme que celui d'un paiement national sous l'autorité d'une seule banque centrale nationale à travers un seul système RTGS. De son côté, la BCE n'y apporte pas une contribution directe et n'exerce pas une quelconque autorité sur les opérations de paiement entre pays membres de l'UME, bien au contraire. La BCE dispose du même accès qu'une banque centrale nationale. Il est donc théoriquement possible pour la BCE d'enregistrer un solde TARGET2 positif ou négatif. Le développement de ces soldes par les banques centrales nationales est le résultat du détachement et de la différence réelle entre une opération de paiement et une transaction consistant à enregistrer une créance et une dette à travers TARGET2 et son système de soldes.

Il en reste tout de même que la configuration actuelle de TARGET2 présente des similitudes avec le plan de Keynes du point de vue de la centralisation et de la tenue d'une comptabilité en partie double. Ces ressemblances sont toutefois insuffisantes à l'optimi-

sation des paiements libellés en euros du point de vue de leur finalité et des répercussions de leur accumulation.

## **Chapitre 2**

# **Les paiements intra-européens dans la théorie monétaire**

### **Introduction du chapitre**

Au même titre que les similarités avec le plan de Keynes et les réformes que celui-ci pourrait apporter à la construction institutionnelle de l'UME, la question de la nature des paiements intra-européens opérés à travers le système TARGET2 suscite encore de vifs débats dans la littérature. Les points de vue s'opposent quand il s'agit de définir les critères permettant de faire la distinction entre une opération de paiement et un simple échange ou un enregistrement d'une dette d'une part et d'une créance d'autre part. Dans le cas de cette dernière, l'accumulation des dettes est dissimulée par l'interprétation abstraite des faits. Assimiler ces opérations à des paiements fait abstraction de la nature réelle des dettes accumulées par les pays membres de l'Eurosysteme.

Dans la littérature autour de la question des dysfonctionnements de l'Eurosysteme, certains travaux traitent de la question de la configuration institutionnelle de ce dernier et des perspectives pour le maintien de l'UME européenne. Lavoie (2013) considère que l'euro peut être maintenu sous sa forme actuelle sans apporter des réformes significatives aux rôles des institutions supranationales, particulièrement la BCE. L'assurance de la pérennité de l'UME face au risque minime de retrait d'un pays membre laisse supposer que les dettes et les créances intra-européennes peuvent continuer à s'accumuler, ou du moins leur reconduction à travers le remboursement d'une dette par une autre dette. De ce point de

vue, une solution structurelle profonde n'est pas nécessaire. En présence d'une monnaie unique, la dévaluation et le risque de spéculation et de pressions inflationnistes ne sont pas d'actualité. Il en demeure que cette situation est loin d'être rassurante et les fragilités dévoilées dans un passé pas si lointain que cela nous rappellent qu'une crise de la dette publique est possible et que les solutions apportées par la BCE restent des mesures temporaires et non-conventionnelles, desquels l'Eurosystème peine à se retirer encore douze ans plus tard.

L'histoire du projet de l'UME, qui intervient bien avant sa concrétisation à travers la création de l'Eurosystème, soulève la question de l'unification des systèmes bancaires et des politiques monétaires en Europe. Triffin (1965) évoque les mesures à mettre en place afin de faire face à ce besoin d'unification dans l'environnement institutionnel européen. Les accords conclus pour un nouvel ordre monétaire laissaient prédire l'avenir de l'unification européenne souhaitée déjà à cette époque par certains pays. La création d'une monnaie unique regroupant les systèmes bancaires de plusieurs pays dont les économies sont à la base très hétérogènes nécessite une bonne compréhension de la nature même de la monnaie, de sa création et de sa manipulation. Dans chaque système monétaire national du monde, la direction générale de ce processus évolutif a été de la monnaie-actif à la monnaie-passif. Au début, la création de cette monnaie de crédit était laissée à la discrétion et à la sagesse de plusieurs établissements bancaires, mais plus tard elle a été progressivement placée sous la supervision centralisée des autorités monétaires nationales, à savoir les trésoreries et les banques centrales.

Avant de s'engager dans l'analyse d'un système monétaire supranational et d'en proposer les réformes, il est fondamental d'en comprendre l'essence. L'identification des dysfonctionnements structurels passe par une définition claire et rigoureuse de la nature même de la démarche de paiement. Celle-ci ne pouvant pas être engagée sans monnaie, il est aussi important de définir la monnaie en tant que grandeur économique.

TARGET2 porte la mention de « système des paiements intra-européens ». Notre démarche est d'apporter d'abord une définition claire et concise de ce qu'est la monnaie utilisée dans les paiements. Même si cette démarche paraît banale, elle reste importante pour la compréhension du fonctionnement réel du système des paiements dans son ensemble. Par la suite, nous allons situer les opérations de paiement entre agents économiques ap-

partenant à la même économie dans la comptabilité par son principe de la partie double. Cela nous permettra de raisonner plus profondément sur la nature des opérations réalisées à travers le système TARGET2 et sur la crédibilité de leur qualification de « paiements ». Nous apporterons un bref rappel des faits économiques ayant accompagnés la création de l'UME, afin d'évoquer sa malformation observable dans le temps.

## 2.1 La monnaie, la dette et la formation des salaires

La monnaie et le crédit existent depuis des millénaires. Les pièces en or, en argent ou en d'autres métaux ont circulé pendant l'Empire romain, et les pièces de monnaie romaine étaient encore utilisées en Europe bien des siècles après l'effondrement de l'Empire. Les billets de banque ont aussi été inventés il y a des siècles. Les prêts sous la forme d'entrées dans un livre de comptes enregistrant une dette exécutoire sont encore plus anciens que les pièces de monnaie ou les billets.

De ce fait, il apparaît inadapté de dire que l'activité économique a d'abord débuté par des échanges de biens contre d'autres biens ou services entre individus, pour se développer ensuite avec l'élargissement des cercles de ces échanges, par l'augmentation de leur nombre et de leur complexité, faisant émerger le besoin pour un intermédiaire permettant de faciliter ces échanges. Cet intermédiaire devant être transmissible, divisible et échangeable à l'infini, il s'agit de la monnaie. Cette définition de la monnaie en fait un bien à son tour, jouant le rôle d'intermédiaire et pouvant être détenu pour la valeur qu'il représente, mais aussi pour sa convertibilité immédiate en d'autres biens et services. Nous allons, dans un premier temps, expliquer l'incohérence de cette configuration et les raisons qui en font une construction erronée des faits.

Dans une économie monétaire de production, et si on considère  $E$  l'ensemble des entreprises évoluant au sein de cette économie, ces entreprises donnent naissance à un produit pour lequel, et en échange de leurs services et leur contribution au processus de production, elles versent un revenu  $R$  à leurs employés ou titulaires du revenu  $TR$  égal aux coûts de production sur une période donnée  $Ct$ . Cette opération est définie tel un flux. Ainsi, et dans un premier mouvement,  $TR$  perçoivent un revenu  $R$ , et en contrepartie,  $E$  s'attend à retrouver au moins  $R$  à travers l'ensemble des ventes  $V$  réalisées dans un temps  $t+1$ . Il

s'agit du mouvement inverse du flux initial – un *reflux*.

Cette distanciation dans le temps entre ces deux étapes signifiant respectivement la production et la consommation permet « *l'analyse du flux et du reflux, leur relation avec l'offre réelle de E, mesurée par le prix demandé par E dans ses ventes* » et c'est ce qui fait la théorie des circuits (Gueneau, 2014, 46).

La réflexion la plus en accord avec cette théorie est que E dispose d'un fond circulatoire à travers un prêt bancaire lui permettant de lancer la production. Le processus dit de *reflux* doit donc faire remonter la monnaie à sa source, et signaler ainsi la fin du circuit. En supposant que *TR* dépensent l'intégralité de leur revenu monétaire dans la consommation de leur produit (produit par l'une des entreprises de *E*), la thésaurisation dans ce cas est nulle.

Les trois grandeurs dans ce modèle<sup>1</sup> doivent être équivalentes afin de réaliser le fameux équilibre. Or, la fracture surgit au moment où on cherche à expliquer le profit. En temps normal, le profit est l'objectif naturel de la plupart des entreprises. Il signifie que les entreprises doivent réaliser sur leurs opérations de vente une rémunération supérieure aux salaires versés dans l'économie.

La situation d'équilibre est une étape initiale indispensable à la compréhension du reste du processus. Toutefois, se retrouver dans une situation d'équilibre, ou du moins l'espérer, semble un peu naïf. Par contre, le cours normal des choses est l'ambition de réaliser des profits par les entreprises. A première vue, la difficulté intellectuelle est de situer le profit monétaire dans un circuit tel que nous venons de le décrire. Car la réalisation d'un profit signifie que dans le cas où l'entreprise verse 100 unités de monnaie à ses employés en espérant écouler 100 unités de produit, –en supposant qu'une unité de monnaie donne accès à une unité de produit –, le circuit restera dépourvu de bénéfice car la différence se joue au niveau du prix. Si l'entreprise demande le prix de 125 unités de monnaie pour le produit pour lequel elle avait versé 100 unités de monnaie, là, les ménages ne pourront pas acheter l'intégralité du produit, mais seulement 80%. L'entreprise à ce moment-là aura recouvert ses coûts de production et gardé à son niveau 20% de cette production sous forme physique (ou réelle). Le profit n'est donc pas monétaire puisque toutes les unités de monnaie

---

1. Ces trois grandeurs sont les revenus perçus par les ménages *R*, les ventes réalisées par les entreprises *V*, et les prix demandés par les entreprises pour leurs produits écoulés dans un temps *t*.

ont été détruites dans la consommation et mis fin au circuit. L'entreprise a ainsi capté une partie du produit de ses salariés.

Un nouveau circuit peut commencer, mais cette fois avec 20% de produits en plus. Si l'entreprise envisage d'écouler ce surplus  $P_t$  au même moment que  $P_{t+1}$ , elle ouvre la voie à une situation de déflation. Car si elle tient à écouler l'intégralité de son produit cette fois, il va falloir baisser les prix en dessous des coûts de production afin de retrouver l'équilibre (Gueneau, 2014).

### 2.1.1 La monnaie, grandeur économique endogène

La théorie de la monnaie endogène a été largement adoptée et développée, notamment à partir des travaux de Moore (1979), qui remet en question les fondements de la théorie monétariste et affirme que la quantité de monnaie en circulation est endogène et non exogène. L'auteur souligne que le système bancaire n'a pas un contrôle direct sur les prix des biens individuels ni sur les taux de rémunération monétaire des facteurs de production. De plus, il indique que la banque centrale n'a pas un contrôle direct de la quantité de monnaie, car elle est prête à acheter des titres de certaines catégories approuvées à un taux de réduction prédéterminé<sup>2</sup>.

La notion de monnaie endogène suggère que la création monétaire est générée par le système économique lui-même et n'est pas uniquement déterminée par les actions des banques centrales ou les politiques monétaires. Cela implique que les décisions de prêt des banques commerciales et les relations entre les agents économiques jouent un rôle essentiel dans la création de monnaie<sup>3</sup>.

Ce point de vue est vivement critiqué, notamment par Gedeon (1985), qui émet des critiques à l'égard de cette synthèse de Lavoie (2014b). Il estime que Lavoie a simplifié de manière excessive la revue de littérature préalable à son argumentation et a omis le rôle

---

2. Moore (1979) distingue aussi deux sous-questions essentielles concernant l'inflation. La première concerne la relation entre la croissance monétaire et l'inflation, tandis que la seconde s'intéresse aux sources des variations de la masse monétaire. L'auteur indique que les accélérations et les décélérations de l'inflation sont historiquement accompagnées d'accélérations et de décélérations de la croissance de la masse monétaire.

3. Lavoie (1984) présente une vision alternative des questions monétaires qui diffère à la fois de la perspective néo-quantitative des monétaristes et de la synthèse néoclassique représentée par des auteurs tels qu'Edmond Malinvaud, James Tobin ou Paul Samuelson. Il soutient qu'il existe un courant théorique cohérent et distinct, qu'il qualifie de "postkeynésien", partagé par des économistes des deux côtés de l'Atlantique.

indépendant des banques commerciales en tant que fournisseurs de monnaie de crédit. Il souligne aussi que si les banques commerciales ont leurs propres « *esprits indépendants* », et sont une source d'instabilité sur les marchés financiers, la courbe de l'offre de monnaie ne peut pas être infiniment élastique.

Moore (1979) critique également la politique monétariste en soulignant le manque de recherche empirique sur les ajustements à la baisse des salaires et des prix à court terme. Il suggère que les économistes monétaristes ont été lents à se concentrer sur les causes sous-jacentes fondamentales des variations de la masse monétaire plutôt que sur le rôle de la monnaie en tant que déterminant fondamental des changements des revenus et des prix. En examinant la politique monétaire de croissance, l'auteur rejette l'exogénéité statistique de la masse monétaire et affirme que, du moins pour les États-Unis pendant la période d'après-guerre, la base monétaire, bien qu'exogène d'un point de vue de contrôle, est endogène d'un point de vue statistique, étant étroitement corrélée avec le taux de variation des salaires monétaires. Cette conclusion remet en question l'explication monétariste traditionnelle de la direction de la causalité entre la croissance monétaire et l'inflation.

La théorie de la monnaie endogène constitue donc un élément essentiel de l'analyse économique postkeynésienne. Son intégration complète dans la macroéconomie nécessite de considérer la création de monnaie par les banques et son impact direct sur la demande effective. Cela représente un défi pour les conventions établies dans l'économie postkeynésienne, mais cela est nécessaire pour accomplir pleinement les promesses de la révolution de la monnaie endogène dans la macroéconomie (Keen, 2014).

Or, Keen (2014) considère que cette notion n'a pas encore été pleinement intégrée dans la macroéconomie postkeynésienne, et qu'afin de l'intégrer à l'analyse macroéconomique, il faudrait dépasser la définition de la demande agrégée dans la théorie générale de Keynes, qui fait peu référence au rôle des banques. Keen (2014) estime qu'il est nécessaire d'inclure l'impact direct des changements dans la dette sur la demande effective, ainsi que les marchés financiers et le secteur financier dans la macroéconomie. Cela nécessitera de remettre en question des conventions établies depuis longtemps dans l'économie postkeynésienne. A ce propos, Lavoie (2014a) remet en question le caractère révolutionnaire de l'analyse de Keen (2014) en ce qui concerne la monnaie endogène. Il estime qu'il n'y a rien de nouveau dans les idées présentées par Keen (2014), mis à part une utilisation étrange



des comptes en T. Lavoie souligne que des économistes tels que Kaldor (1972) ont déjà contribué à la théorie de la monnaie endogène bien avant Keen (2014). De plus, il mentionne que de nombreuses citations d'officiels de la Réserve fédérale américaine étaient déjà présentes dans le livre de Moore (1988b). Lavoie conclut donc que Keen (2014) n'apporte pas véritablement de nouveauté dans ce domaine.

A ce propos, Rochon et Rossi (2013) examinent deux perspectives principales de la monnaie endogène : le point de vue évolutionniste et le point de vue révolutionnaire. Selon le premier, la monnaie est devenue endogène au fil du temps, notamment avec le développement du système bancaire et l'introduction de la création de crédit. Dans leur article, Rochon et Rossi (2013) remettent en question cet attribut et mettent en avant la perception révolutionnaire selon laquelle la monnaie a toujours été endogène, indépendamment de la période historique et de la présence ou de l'absence d'une banque centrale. Cela s'explique par la nature de la monnaie et le besoin d'une institution de règlement pour la création endogène de la monnaie. Cette approche met l'accent sur la relation entre les banques et les entreprises, plutôt que sur l'évolution des institutions bancaires.

Il faut en effet rappeler que la question de la monnaie endogène n'est pas nouvelle. Elle est abordée dans les travaux de Swedberg (2020), Perroux (1965) ainsi que Minsky (1986). Schumpeter affirmait déjà que :

*« Walras reconnaît que, dans le cas des billets de banque, le fait que les banques créent des moyens de paiement ou, comme il le qualifie, prêtent aux entrepreneurs sans emprunter un montant équivalent auprès des épargnants »* - (Schumpeter, 1954, p. 1045).

Ces prêts créaient un nouveau pouvoir d'achat et augmentent la demande totale dans l'économie au-delà du seul revenu. A cet effet, les analyses des travaux de Schumpeter (Spatig, 2008; Becker et al., 2012; Dangel-Hagnauer, 2013) démontrent que le montant du crédit total dépassait celui qui serait possible avec des crédits entièrement couverts par des contreparties existantes en or et en biens. Ainsi, c'est effectivement la demande de crédit qui stimule la création monétaire. Cette dernière se concrétise par un dépôt du montant du crédit sur le compte du demandeur pour contrebalancer la création monétaire et fait donc évoluer les dépôts. Pour que cette évolution des dépôts s'accompagne d'un accroissement des niveaux de revenus, l'investissement devait dépasser l'épargne selon Minsky (1990),

1996). Il soulignait l'importance de la création endogène de monnaie par le secteur bancaire dans une économie en croissance et cherchait à concilier la monnaie endogène et les balances sectorielles.

Il est important de garder à l'esprit que les réserves bancaires ne sont pas identiques aux réserves obligatoires totales et que celles-ci sont toujours disponibles pour les banques. Les banques centrales peuvent effectivement influencer les taux d'intérêt à court terme grâce aux opérations de marché ouvert, mais n'ont pas un contrôle direct sur la quantité de monnaie en circulation.

L'influence des banques commerciales sur l'offre de monnaie constitue un aspect incontournable à aborder. Gedeon (1985) remet en question l'affirmation de Lavoie (1984) selon laquelle les banques commerciales fixent le coût du crédit et sont disposées à fournir autant d'unités monétaires que les entrepreneurs demandent<sup>4</sup>. Gedeon (1985) propose une division de la demande de monnaie en deux secteurs : la demande et l'offre de monnaie bancaire, et la demande et l'offre de crédit non-bancaire. Il affirme que dans une situation de restriction monétaire, les banques commerciales peuvent réagir de différentes manières, par exemple en encourageant la transformation des dépôts à vue en dépôts à terme, en ignorant les réserves obligatoires, ou en refusant de renouveler les prêts existants ou d'en accorder de nouveaux. Cela a été le cas face à la crise de la dette publique de la zone euro en 2011. De leur côté, les entreprises peuvent réagir en créant leurs propres formes de paiement non bancaires ou en réduisant leur demande de monnaie.

D'autre part, Moore (1988a) aussi remet en question la notion selon laquelle les banques centrales ont un contrôle total sur la quantité de monnaie en circulation. Il affirme que l'offre de monnaie est endogène et déterminée par les forces du marché, mettant ainsi en doute la théorie du multiplicateur monétaire largement acceptée. Selon Moore, les banques jouent un rôle fondamental en tant que pourvoyeurs de crédit, et ce sont les prêts accordés par les banques qui créent les dépôts<sup>5</sup>. Le processus de création monétaire n'est donc pas

---

4. Ces contributions de Schumpeter et de Minsky contredisent les modèles d'équilibre de Keynes, mais ce dernier, dans ses écrits ultérieurs, reconnaissait le besoin de séparer le secteur bancaire du secteur des entreprises lorsqu'on considère la demande de monnaie (Asimakopulos, 2020).

5. Moore (1983) examine la relation entre les prêts bancaires et l'offre de monnaie, en se concentrant sur le rôle de la Fed dans la politique monétaire. L'auteur remet en question l'idée que l'offre de monnaie est exogène et soutient que les prêts bancaires sont endogènes et déterminent en grande partie la croissance de la monnaie. L'article utilise des données empiriques pour soutenir cette thèse et examine également les effets des taux d'intérêt sur la demande de crédit.

initié par l'épargne préexistante. Les unités de monnaie agissent comme unités de compte et de reconnaissance des dettes. Elles interviennent au début du circuit et ne sont pas intégrées dans l'économie par les banques commerciales sur la base des dépôts qu'elles détiennent.

### **2.1.2 La monnaie, unité de compte et reconnaissance de dette**

La monnaie est une représentation en unités de valeur, mais n'agit pas en tant que réserve de valeur pour autant. La compréhension de la nature de la monnaie passe par ce raisonnement crucial autour de son rôle et du moment dans lequel elle intervient dans le processus économique. Si nous considérons une configuration linéaire des choses, alors la monnaie est un bien qui intervient à la fin de chaque opération d'échange de biens ou de services afin d'en faciliter les modalités et de fluidifier l'échange en marquant un point de convergence entre les valeurs des biens et des services, et la mise en commun de cette valeur. Dans ce cas, la monnaie peut être considérée comme un bien dont la détention peut être motivée par la valeur qu'il représente. Il devient donc sage et avisé de stocker de la monnaie afin de conserver la valeur qu'elle représente (Cencini, 1988 ; Dangel-Hagnauer, 2013).

Cette perception nous emmène à soulever quelques interrogations :

1. Si la monnaie est un bien, elle est donc produite, et fait donc l'objet d'un processus de production lui attribuant sa valeur prétendue. Comment la mise en place de ce processus de production peut-elle être rémunérée en premier lieu en l'absence d'unités de monnaie, n'étant pas encore produites ?
2. La production de la monnaie devant être rémunérée, la rémunération qui se fait par des unités de monnaie réduirait par défaut la masse monétaire dans les économies. Comment peut-on prétendre à l'équilibre théorique entre la valeur de la monnaie et celle des produits dans une économie dans ce cas ?
3. Si la monnaie est un bien, alors sa production ne devrait-elle pas être conditionnée par la disponibilité des ressources plutôt que par des objectifs inflationnistes et de niveaux des taux d'intérêt selon lesquels on en choisit la quantité à mettre en circulation ?

En réponse à ces interrogations, il est simple d'identifier des contradictions avant d'apporter quelques éléments de précision :

1. La monnaie n'est pas un bien faisant l'objet d'une production. Cela ferait d'elle un actif brut, or la monnaie est un actif-passif. Si la monnaie apparaît sur l'actif du bilan d'un agent économique, un nombre équivalent d'unités de monnaie apparaît sur le passif du bilan d'un autre agent économique appartenant au même espace économique ;
2. La création monétaire n'est pas rémunérée. Elle est réalisée par les institutions de crédit et il s'agit d'écritures comptables affectant leurs bilans et ceux des agents économiques dont elles tiennent les comptes ;
3. La monnaie n'étant pas un bien, ceci explique les objectifs d'inflation visés par les banques centrales.

Dans ce qui suit de notre raisonnement, nous allons poser quelques hypothèses permettant de simplifier la démarche :

1. L'économie comprend la main-d'œuvre et les équipements de toutes sortes. Elle produit des biens et des services destinés à la consommation et à l'investissement.
2. Au début de la période de production, aucune unité de monnaie n'est encore en circulation. Cette hypothèse n'apporte aucune distorsion fondamentale.
3. Les biens et services produits au cours des périodes antérieures à la première période sont déjà épuisés au début de cette dernière.
4. Une banque représente l'ensemble du système bancaire.
5. Pour simplifier l'analyse, nous prendrons deux agents économiques pour l'ensemble de l'économie.
6. Les travailleurs sont payés en monnaie et non en biens réels.

Ces hypothèses émises par Schmitt (1972) permettent d'établir un cadre conceptuel guidant le raisonnement théorique. La première étape est sans doute la plus importante. Les entreprises demandent de la monnaie à la banque pour payer les coûts de leurs facteurs de production. En termes courants, on dit que la banque crée du pouvoir d'achat qu'elle avance aux entreprises. Cette phrase est incorrecte. La banque crée de la monnaie, et l'assimilation que cette monnaie confère un pouvoir d'achat naît de l'identité même de la

monnaie et du pouvoir d'achat. La théorie a donc besoin de prouver que la banque a la faculté de créer du pouvoir d'achat.

La nouvelle monnaie extraite comme les métaux précieux pourrait peut-être être directement assimilée au pouvoir d'achat. Cependant, la monnaie moderne est purement fiduciaire. C'est un papier ou un livre de compte. C'est ici que se trouve la divergence. Un objet sans valeur réelle aurait-il le pouvoir d'acheter des biens, des services ou des actifs produits ? D'un point de vue monétariste, la valeur de la monnaie est entièrement fondée sur la confiance. Le vendeur accepte la monnaie en ayant la certitude que d'autres vendeurs l'accepteront de leur part<sup>6</sup>. Mais cela soulève une question : le pouvoir d'achat que nous prenons doit d'abord être expliqué. Le vendeur fonde sa confiance sur le pouvoir d'achat qui existe réellement. Mais il ne faut pas éluder le vrai problème. La monnaie telle qu'elle est émise par la banque n'a aucune valeur économique, ou très peu, car elle n'a aucun lien, naturel ou juridique, avec aucune autre marchandise (Schmitt, 1984). De ce point de vue, les unités de monnaie émises par la banque sont creuses, ou dépourvues de valeur intrinsèque. La représentation de la valeur par la monnaie ne peut se faire qu'en présence d'un processus de production.

Afin de saisir le rôle de la monnaie dans une économie, imaginons un système de paiement simple basé sur la comptabilité dont la fonction est de permettre aux individus de dépenser et de recevoir de la monnaie, c'est-à-dire du crédit transférable. Chaque individu obtient un compte avec un côté débit (-) et un côté crédit (+), de telle sorte que les entrées et sorties de monnaie peuvent être enregistrées. Les crédits dans ce système sont libellés en unités de monnaie dont la détention exprime une reconnaissance de dette, et donc la détention d'une créance sur un individu dont la comptabilité affiche un solde débiteur (-). Par son traitement comptable, la monnaie est donc un actif-passif. Elle n'est ni un actif propre, ni un passif propre. Son enregistrement sur l'actif du bilan d'un agent économique signifie qu'une quantité équivalente de dette est enregistrée sur le passif du bilan d'un autre agent économique appartenant à la même économie. La monnaie exprime la dette, elle en est une reconnaissance et elle permet la circulation.

La nature fondamentale de la dette est donc que les actifs d'un individu correspondent aux passifs d'un autre. On suppose que le débiteur éteint ses dettes en transférant de la

---

6. Voir Friedman (1969a,b).

monnaie ou des biens au créancier, ou en fournissant des services afin de rembourser la dette. Sur la base de cette entente, le créancier possède un actif qui a la même valeur que le passif du débiteur. Par conséquent, si le débiteur se retrouve dans l'incapacité d'éteindre son engagement, ou refuse de le faire et ne peut être contraint, l'actif est annulé avec la dette défailante. L'actif et le passif sont les deux faces d'une même pièce. Cela signifie que les actifs et les passifs monétaires surviennent toujours simultanément, car il ne s'agit en réalité que de deux perspectives sur la même transaction (Wray, 1990, 2016). Dans les systèmes bancaires modernes, ils surviennent à travers l'acte de prêt, lorsque les banques octroient des crédits aux emprunteurs.

La démarche de la banque d'accorder un prêt bancaire à un emprunteur crée une dette remboursable à la banque, et en même temps crée également un dépôt de crédit bancaire compensatoire et de même taille sur le compte de l'emprunteur. C'est l'actif de l'emprunteur. Mais du point de vue de la banque, ce crédit bancaire sur le compte de l'emprunteur est un engagement de la banque vis-à-vis de l'emprunteur. Les deux sont des images miroir numériquement égales l'une à l'autre.

Le dépôt résultant d'un crédit bancaire enregistré sur le compte d'un emprunteur lorsqu'une banque accorde un prêt représente une augmentation du pouvoir d'achat au sein du système financier. En d'autres termes, c'est de la monnaie neuve. Dans une économie moderne, le crédit bancaire et ce que les particuliers considèrent comme de la monnaie sont en réalité la même chose. Dans l'ensemble du système bancaire le volume total du crédit bancaire correspond précisément un pour un au volume total de la dette des emprunteurs envers les banques. Les crédits et dettes, actifs et passifs, sont enregistrés dans des colonnes de chiffres compensatoires dans des tableaux selon le principe de la comptabilité en partie double. Même la monnaie liquide n'est rien de plus qu'un enregistrement transportable des opérations de bilan qui ont eu lieu dans le système de comptabilité en partie double du système bancaire. Lors de la remise d'espèces aux personnes aux distributeurs automatiques de billets, certains comptes sont débités. Lorsque la monnaie est versée sur un compte dans une banque, ces comptes sont crédités.

Les unités de monnaie sont utilisées pour les paiements de biens et de services ainsi que pour le règlement des dettes et des obligations fiscales. Les dépôts électroniques sur des

Débit	Particulier	Crédit
Emploi		Ressource

TABLEAU 2.1 – Enregistrement en partie double pour un individu  
Source : Elaboration personnelle à partir de Ponsot et Rossi (2009) et Ehnts (2017).

comptes bancaires peuvent être utilisés dans le même but, en transférant des fonds d'un compte à un autre. Dans le monde d'aujourd'hui, les systèmes de paiement et de crédit sont étroitement interconnectés. Les enregistrements sur les tableaux en débit et en crédit se font de la même manière que pour les dépôts et retraits de liquidité.

### 2.1.3 La création monétaire et les dépôts bancaires

En créant de la monnaie, la banque doit se reconnaître débitrice du client. Et le client devient en même temps le débiteur de la banque. La création monétaire est simplement l'échange d'une reconnaissance de dette entre la banque et le reste de l'économie. Aucune valeur économique ne peut être produite de cette manière.

*« Nous l'avons prêté [la monnaie] par tous les moyens possibles et par des voies que nous n'avions jamais explorées auparavant [...] vue l'horrible situation dans laquelle la population était, nous avons apporté tout le soutien qui était en notre pouvoir. » - (Bagehot, 1873, p. 202)*

Si aucune valeur ne peut être créée par l'émission de nouvelles unités de monnaie, les mesures expansionnistes de politique monétaire n'ont pas pour objectif d'augmenter le pouvoir d'achat, mais de permettre la rémunération des facteurs de production en espérant une reprise de l'activité et de la croissance économique. Les pièces et les billets intégrés à l'économie de cette manière sont des dettes dont le client ne peut pas réclamer le remboursement à sa banque. Dans cette situation, il se verrait simplement restituer la même dette. La reconnaissance de dette émise par la banque n'est pas faite pour être remboursée. Lorsque le crédit arrive à échéance, les billets de banque sont simplement rappelés et la dette est éteinte (Schmitt, 1972).

**Les dépôts bancaires sont des améliorations sur la note de reconnaissance de dette**

La monnaie aujourd'hui, à l'image d'une reconnaissance de dette, se résume à des enregistrements sur un livre de comptes. Ces enregistrements sont créés par le biais d'opérations de bilan dans le système bancaire, de sorte à ce que le montant total de monnaie soit toujours compensé par un montant égal de dette bancaire. Pourtant, malgré le fait que la monnaie bancaire n'est en réalité rien de plus que des enregistrements de reconnaissances de dette transférables, elle est largement acceptée, de la même manière que les pièces d'or l'étaient dans le passé.

Dans un système bancaire moderne, l'équivalent le plus proche de cet échange se produit lorsqu'un particulier conclut un contrat de financement pour un achat immobilier avec une banque. Ce contrat stipule le remboursement d'un montant qui correspond au coût d'acquisition du bien par des échéances indiquées sur une période donnée. Ce contrat est juridiquement exécutoire, car si les remboursements réguliers ne sont pas réalisés tel qu'il a été convenu entre la banque et l'emprunteur, la conséquence pourrait être le retrait du bien acheté grâce au crédit bancaire perçu en échange de la promesse juridiquement contraignante de rembourser le principal du prêt en plus des intérêts.

L'absence d'une quantité d'or stockée au niveau de la banque centrale afin de garantir la valeur de la monnaie est un reproche qu'on fait souvent aux systèmes monétaires modernes en expliquant qu'il n'y a rien qui puisse garantir la valeur d'un billet de 100 euros. Toutefois, c'est la promesse de remboursement juridiquement contraignante par le prêt hypothécaire qui a été contracté, et des millions d'autres contrats de dette similaires, couplés à un système juridique géré par le gouvernement, qui garantissent la valeur annoncée pour un billet de 100 euros. Ces contrats de dette engagent la responsabilité des débiteurs qui travaillent afin d'obtenir de nouvelles unités de monnaie leur permettant de répondre à leurs obligations vis-à-vis des banques et éteindre progressivement leurs dettes. Le pouvoir contractuel qui réside dans ces reconnaissances de dette est plus efficace et fonctionnel que la présence d'un stock de métaux précieux équivalant dont la plupart des agents économiques n'ont pas connaissance.

Il n'est donc pas correct de penser qu'un stock de métaux précieux est nécessaire afin d'attribuer une valeur à la monnaie car, dans ce cas, les billets de banque seraient adossés à une quantité d'or, ce qui ferait de ces billets des actifs financiers et non pas des unités



de monnaie. L'initiative visant à rétablir un stock d'or au niveau des banques centrales vise à centraliser les émissions monétaires par l'attribution du plein pouvoir à la banque centrale afin de faire face au développement d'éventuelles bulles, notamment les bulles immobilières à l'image de celle à l'origine de la crise financière globale éclatée en 2008.

### **L'attribution du pouvoir d'achat aux unités de monnaie**

La création monétaire se présente donc comme l'attribution d'un prêt. La banque émet une dette sur elle-même, contrebalancée par un prêt attribué à son client. La monnaie n'est donc pas attribuée définitivement au client, elle lui est simplement prêtée, et dans le cas où une dette n'est pas remboursée à l'échéance indiquée, la banque procède à son effacement par la reprise et la destruction de la monnaie précédemment émise.

*« L'actif-passif est seulement prêté par les banques. Il s'en suit qu'il ne peut se déplacer que dans un circuit : l'actif-passif revient nécessairement à son point d'injection » (Schmitt, 1975, p. 19).*

Dans la continuité de ce raisonnement, la valeur économique d'une écriture comptable ou de la monnaie nouvellement créée par les banques paraît nulle. Ceci est vrai, mais il est incorrect de s'arrêter à ce niveau-là. Jusque-là, nous n'avons toujours pas expliqué l'origine du pouvoir d'achat attribué à la monnaie. L'actif-passif sans valeur intrinsèque attribue la capacité d'acquérir des biens et des services avec une valeur marchande réelle. A l'époque où la monnaie était créée à partir de métaux précieux, le raisonnement paraissait simple en assimilant la valeur de la monnaie à celle des métaux à partir desquels elle est faite. A présent, la monnaie scripturale n'ayant plus ces propriétés, il n'existe pas de lien direct entre la valeur de la monnaie et son pouvoir d'achat.

C'est le paiement des facteurs de production qui convertit la monnaie nominale en monnaie réelle. Les travailleurs sont payés soit en marchandises, soit en monnaie. Dans le premier

Débit	Entreprise	Crédit
Liquidité 100		Dettes 100

TABLEAU 2.2 – Traitement comptable de la création monétaire (1)  
Source : Elaboration personnelle

Débit	Banque	Crédit
Créances 100		Dépôts 100

TABLEAU 2.3 – Traitement comptable de la création monétaire (2)  
Source : Elaboration personnelle

cas, nous avons une économie d'échange. Nos économies sont monétaires dans la mesure où la force de travail, du manuel à l'intellectuel, est payée en monnaie. Toute somme versée pour la rémunération de services de main-d'œuvre est considérée comme un salaire. Lorsque les salaires sont payés, la nature de la monnaie change.

Avant la production, le fonds des salaires est purement nominal. A ce stade, il serait prématuré de parler de pouvoir d'achat de la monnaie. Même après la production des 100 biens, les 100 unités de monnaie constituant le fonds des salaires sont encore purement nominales. L'intégration n'a pas encore eu lieu entre la monnaie et les biens réels. Le simple fait de produire des biens et des services n'entraîne aucune corrélation entre la production et le fonds des salaires. L'intégration nécessite un processus supplémentaire. Ce n'est que lorsque les salaires, qu'ils soient nets ou non, sont distribués, qu'une corrélation s'établit entre les revenus et la production réelle. Une fois les salaires payés, la monnaie n'est plus nominale, mais réelle. Cette conversion a un sens précis. Les 100 unités de monnaie versées ne sont plus de la simple monnaie bancaire nominale, elles ont le pouvoir exact d'acheter les 100 biens mis en vente.

Chacun des salariés des deux entreprises supposées dans notre analyse va dépenser son salaire afin de consommer des biens et des services qu'il paiera avec les unités de monnaie détenues. Les salaires sont progressivement détruits dans ce processus de consommation et les entreprises récupèrent les unités de monnaie par la vente des produits. Ceci constitue à travers le chiffre d'affaires une ressource pour les entreprises leur permettant le remboursement de leurs dettes auprès de la banque.

La monnaie et le crédit ne sont donc pas simplement des moyens de paiement similaires à des marchandises pour faciliter le troc, de même que des pièces d'or. La monnaie n'est rien d'autre que le crédit bancaire. Le crédit bancaire naît simultanément avec des montants exactement égaux de dette bancaire, contractés au cours de types spécifiques de transac-

tions commerciales : les entreprises ont des lignes de crédit avec d'autres entreprises ou avec des banques ; les exportateurs utilisent les crédits à l'exportation ; les ménages mettent à découvert leurs comptes de dépôt et utilisent des cartes de crédit pour effectuer des achats de consommation ; ils contractent des hypothèques pour acheter des maisons dont le prix se positionne au-dessus de leurs capacités de paiement. La monnaie ne provient pas au départ directement de la production ou du commerce ; elle résulte de la volonté de certains acteurs de l'économie de s'endetter par rapport à d'autres acteurs.

Cela montre que pour avoir une économie monétaire, la création de monnaie – c'est-à-dire de reconnaissances de dette transférables – doit commencer par l'octroi d'un crédit. L'entreprise ne rémunère pas ses salariés de manière immédiate. Ces derniers n'emportent pas non-plus une partie de la production à la fin d'une journée de travail par exemple. Au lieu de cela, ils acceptent la reconnaissance de dette de l'entreprise exprimée sous forme de dépôt bancaire – résultant du versement des salaires, car ils sont conscients que cette reconnaissance de dette est transférable à d'autres agents économiques ayant participé à la production d'autres biens et services, cherchant eux aussi à en consommer.

Sans crédits, aucun paiement – qui est un transfert de crédits – ne peut être effectué. C'est pourquoi les systèmes de paiement et de crédit sont étroitement liés. Quiconque veut parler de monnaie dans un contexte moderne, par opposition à une économie médiévale basée sur les pièces, doit aussi implicitement parler de dette, car aucune monnaie moderne n'est créée sans la création simultanée d'un montant égal et compensatoire de dette.

## **2.2 Le principe de la comptabilité en partie double**

L'existence d'un système des paiements est donc conditionnée par celle de la monnaie. Le besoin d'une unité de compte permettant d'exprimer la quantité de dette, mais aussi sa transférabilité, impose le choix d'une monnaie à mettre en circulation. Les unités de monnaie accompagnent donc les opérations de paiement quotidiennes, ce qui suppose l'existence d'un stock de monnaie en circulation dans l'économie. N'étant pas un produit issu d'un processus de production, le stock de monnaie initial le jour du lancement d'un nouveau système est théoriquement nul. Aucune unité de monnaie n'est encore en circulation, puisque personne n'a encore accumulé de crédits dans le système. Dans des conditions nor-

males, contrairement aux conséquences d'un effondrement mondial qui viendrait anéantir tous les systèmes monétaires existants, il semblerait évident que tout le pouvoir d'achat en circulation, exprimé par les unités de monnaie, a pris la forme de crédits bancaires créés par la vente de biens, de services, objets de valeur ou sous la forme de rémunération d'une main-d'œuvre dans le passé.

Mais à un moment donné dans le passé, il a bien dû y avoir un approvisionnement de biens ou de services d'une personne à une autre sans l'obtention immédiate d'une compensation avec d'autres biens ou services de valeur égale. S'ils avaient immédiatement reçu une telle compensation, nous appellerions l'échange : troc, et il n'y aurait pas eu besoin d'un système de suivi des crédits. Dans ce cas, aucun système de paiement n'aurait été nécessaire et la monnaie n'aurait pas un rôle à jouer dans l'enregistrement des dettes. Le troc n'est pas un système sur lequel une économie peut être fondée. Si cela permet de réaliser quelques échanges simples à une échelle extrêmement réduite, il ne permet pas en revanche de déployer des biens et des services à l'échelle d'un pays ou d'un groupe de pays de sorte à ce que tous les individus, résidents ou pas, puissent acquérir lesdits biens et services.

Il s'avère que la solution à cette énigme est que certaines personnes s'endettent et d'autres se constituent en conséquence une participation de crédits, et que ces crédits soient transférables à des tiers. Les crédits transférables sont ce qu'est réellement la monnaie.

La banque centrale a un bilan. Le gouvernement en a aussi un, et les banques, les ménages et les entreprises ont aussi des bilans. La méthodologie que nous utiliserons dans la suite de ce raisonnement est basée sur l'inspection de bilans simplifiés qui sont eux-mêmes des abstractions de contrats de dette juridiquement contraignants et d'autres dettes socialement exécutoires.

Cette méthodologie quantitative nous semble objective, puisqu'elle se concentre sur les dettes et la comptabilité en partie double. Elle nous permet de suivre la logique d'un système économique en suivant les enregistrements de transactions qui nous montrent ce qui se passe réellement – c'est-à-dire les stocks et les flux de crédits et de dettes, qui doit quoi à qui, qui sont les créanciers et qui sont les débiteurs, et comment ils en sont venus à avoir ces rôles.

### 2.2.1 Les mouvements prévus par le traitement comptable en partie double

Dans ce qui suit, nous définissons diverses équivalences de valeurs monétaires comme des soldes de richesse et de dette, d'actif et de passif, de crédits et de débits. Pour simplifier le traitement de ces flux et la représentation de ces stocks, nous utiliserons les termes « actif » et « passif » dans les bilans. Le principe général dans ce cas est de retrouver à chaque étape, ou du moins à la fin de chaque période définie, l'équilibre entre l'actif et le passif, entre la richesse et la dette. Même si la tenue d'une comptabilité en partie double telle qu'elle est présentée dans notre analyse n'est pas une pratique courante, particulièrement pour les ménages qui ne se trouvent pas dans l'obligation de produire des documents comptables, elle existe dans les rapports quotidiens et peut même aider à comprendre certains déséquilibres structurels à une plus grande échelle. De manière générale, il est peu probable qu'un individu ait des actifs et des passifs de même valeur à un instant  $t$ . Le principe étant de raisonner sur l'ensemble et la finalité.

Un bilan permet d'extraire des informations sur le patrimoine net d'une personne ou d'une institution. Il s'agit d'une liste en deux colonnes de tous les actifs et passifs monétaires ou monnayables, avec les actifs – le patrimoine détenu – affichés à gauche et les passifs – ressources employées pour l'obtention des éléments de l'actif – à droite.

Débit	Particulier	Crédit
Actifs (+)		Passifs (-)
Richesses (+)		Dettes (-)

TABLEAU 2.4 – Répartition des éléments de l'actif et du passif

Source : Elaboration personnelle à partir de Ponsot et Rossi (2009) et Ehnts (2017).

Supposons qu'une personne A dispose de plus d'actifs que de passifs. Des actifs d'une valeur de 20 sont opposés à des passifs de 10. Les actifs de A se composent des dépôts bancaires et des paiements qu'elle a reçus, ainsi que de la valeur monétaire des actifs qu'elle possède, qui correspond au montant en monnaie qu'elle pourrait recevoir si elle vendait ces actifs. Les passifs sont des dettes qu'elle devra régler à un moment donné dans le futur, généralement à une date convenue à l'avance – pour une dette donnée, ce

délai de remboursement convenu est appelé échéance de la dette. Puisqu'un bilan doit, par définition, être équilibré, le montant de l'actif doit correspondre au montant du passif. Nous créons l'équilibre en saisissant l'entrée « richesse nette » au passif du bilan. Le patrimoine net correspond à l'actif moins le passif – où le passif n'inclut pas le terme « richesse nette » aux fins de ce calcul –, dans ce cas  $20 - 10 = 10$ .

La richesse nette est toujours inscrite au passif du bilan, par convention. Théoriquement, cela soit dit en passant, il pourrait être plus logique d'afficher la richesse nette du côté des actifs avec un signe inversé, puisqu'il s'agit d'une créance du propriétaire sur le bilan. L'emplacement du terme « richesse nette » dans le bilan n'est qu'une question de règles comptables.

Débit	Individu A	Crédit
Actifs 20		Passifs 10
		Richesses 10

TABLEAU 2.5 – Comptabilité en partie double par individu (A)

Source : Elaboration personnelle à partir de Ponsot et Rossi (2009) et Ehnts (2017).

Les individus, ainsi que les institutions, comme le gouvernement, la banque centrale ou les entreprises, ont des actifs non seulement sous forme d'actifs financiers comme les actions et les obligations, mais aussi des actifs corporels (biens immobiliers, etc.) et incorporels (brevets, marques, etc.). Certains de ces actifs sont monétisables. Cela signifie qu'il est possible de les vendre et obtenir un crédit bancaire, ou de la « monnaie », en retour. Ces actifs ne sont pas encore monétisés car ils n'ont pas encore été vendus. En revanche, il est possible de qualifier les actifs qui ont déjà été monétisés, et qui sont désormais détenus sous forme d'unités monétaires, de « dépôts bancaires » ou simplement de dépôts. On pourrait aussi parler de « crédit » ou de « monnaie ». Il est important de noter qu'un bilan est instantané dans le temps, et qu'il s'agit d'une estimation. Dans un bilan, il ne s'agit donc pas d'un énoncé de faits absolus.

L'individu hypothétique dont le bilan apparaît dans le tableau 2.3 dispose d'actifs de natures différentes. La valeur de ses actifs dépasse la valeur de ses passifs de 100. S'agissant d'une situation particulière d'un point de vue comptable et selon le principe de la comp-

Débit	Individu B	Crédit
Immobilier 200		Hypothèques 150
Actifs financiers 30		<b>Richesses 100</b>
Dépôts 20		

TABLEAU 2.6 – Comptabilité en partie double par individu (B.1)

Source : Elaboration personnelle à partir de Ponsot et Rossi (2009) et Ehnts (2017).

tabilité en partie double, le nombre de personnes se trouvant dans cette situation est étonnamment élevé. En Allemagne, environ 28% de la population adulte avait une richesse nette nulle ou même négative en 2012 (Ehnts, 2017). Il s'agit donc d'une minorité par rapport aux personnes dont la valeur des actifs dépasse celle du passif. Ceci signifie que les bilans affichent davantage d'actifs que de ressources financières permettant de justifier ces derniers.

Bien que les bilans soient toujours équilibrés, ils ne reflètent pas toujours une image fidèle de la réalité et doivent être analysés avec prudence. Comme les Espagnols et les Irlandais l'ont découvert après 2007, les prix de l'immobilier sont soumis à des baisses soudaines et importantes ainsi qu'à des séquences de hausses pluriannuelles. La valorisation des positions patrimoniales correspondantes n'est donc ni objective ni certaine. La valeur des biens immobiliers peut baisser, tout comme le prix des actions, et les banques peuvent devenir insolvables, bien que les dépôts des clients soient généralement protégés jusqu'à un certain montant au moyen de programmes d'assurance-dépôts mandatés par le gouvernement (Brigo et Mercurio, 2007).

Les actifs connaissent des variations de leur valeur au fil du temps, contrairement aux passifs. Une dette hypothécaire de 150'000 euros resterait la même, même si la banque d'origine faisait faillite. Dans ce cas, l'hypothèque serait vendue dans le cadre de sa liquidation à une autre banque, qui reprendrait alors cette hypothèque. De ce fait, même si l'éclatement d'une bulle immobilière faisait chuter la valeur du bien immobilier détenu par un tiers, sa dette hypothécaire ne changerait pas du tout – sauf dans de rares situations où une banque, peut-être sous la pression du gouvernement dans un environnement post-bulle, accepterait d'encaisser une perte en réduisant l'endettement de l'emprunteur. Or les banques centrales de nos jours ont plutôt tendance à agir en tant que créancier en dernier recours en acceptant de financer les déficits bancaires par le rachat de leurs titres

de dettes. Sans ces interventions, si le remboursement est incertain, la banque pourrait être contrainte de réduire la valeur comptable de l'hypothèque. La perte subie réduirait les capitaux propres de la banque, ou un autre élément du passif de son bilan. Le passif des débiteurs peut être modifié par l'annulation de la dette, mais normalement pas sans le consentement du créancier.

Le bilan représenté dans le tableau 2.6 contient une incertitude concernant la valeur de ses actifs et donc de sa richesse nette. Tous les actifs n'ont pas la même valeur incertaine. Les dépôts bancaires ne fluctuent pas en valeur monétaire nominale, tant que la banque est solvable. Ces dépôts sont des engagements de la banque, c'est-à-dire qu'il s'agit de créances que le tiers détient sur le bilan de la banque. Si la banque devient insolvable et que la somme qu'elle doit aux déposants ne peut pas être entièrement remboursée même après que les systèmes d'assurance-dépôts sont invoqués – ce qui reste techniquement possible si un déposant avait des créances sur la banque dépassant le montant maximum spécifié dans le système d'assurance-dépôts – alors certains déposants peuvent se trouver dans l'incapacité de percevoir pleinement ces créances.

Les bons du Trésor sont généralement tout aussi sûrs que les dépôts bancaires. En effet, dans la plupart des pays, ils sont plus sûrs car le Trésor public est beaucoup moins susceptible de devenir insolvable qu'une banque commerciale, et les pays avec leur propre monnaie ne peuvent vraiment pas devenir insolubles du tout, sauf s'ils accumulent des dettes excessives dans une monnaie étrangère<sup>7</sup>.

Supposons qu'une crise immobilière survient suite au développement d'une bulle spéculative. La crise affectant les prix de l'immobilier de manière générale, le bilan dans le tableau 2.6 pourrait ressembler à celui représenté dans le tableau 2.7.

Avec l'ajustement des prix de l'immobilier, la richesse nette a été réduite de 100 à -20, sans qu'il y ait de nouvelles transactions. Le bilan devant s'équilibrer, les réductions des valorisations à l'actif se reflètent dans une réduction totale numériquement identique de la richesse nette, enregistrée au passif. Cela conduit à une vision actualisée de la réalité. L'ef-

---

7. Si nous observons la situation de l'Eurosystème de ce point de vue, nous constatons que des pays peuvent effectivement se retrouver dans des situations d'insolvabilité comme cela a été le cas pour la Grèce. Dans ce cas, nous pouvons dire que la crise de la dette souveraine apporte une indication claire de l'incomplétude de l'intégration monétaire de la zone euro car la Grèce n'est pas souveraine de sa monnaie.



Débit	Individu B	Crédit
Immobilier 100		Hypothèques 150
Actifs financiers 10		<b>Richesses -20</b>
Dépôts 20		

TABLEAU 2.7 – Comptabilité en partie double par individu (B.2)

Source : Elaboration personnelle à partir de Ponsot et Rossi (2009) et Ehnts (2017).

fet que ce changement peut avoir sur le pouvoir d'achat du propriétaire du bien immobilier dépend de la nature de l'emploi du bien en question.

### 2.2.2 Les flux monétaires et les stocks financiers

A présent il est important de distinguer les stocks et les flux de valeurs et leur traitement comptable. Auparavant, nous nous sommes focalisés sur les stocks. Ici, nous n'entendons pas les stocks au sens des stocks détenus par une entreprise, mais plutôt la valeur à l'instant t de chaque poste du bilan. La valeur d'un bien immobilier et la valeur d'un portefeuille d'actions d'entreprise à un moment donné sont des stocks – ce sont des données qui appartiennent à une date de répertoriage précise. Les revenus et les dépenses, en revanche, sont des flux car ils mesurent des données qui s'accumulent sur une période définie. Les données de flux appartiennent à un laps de temps, et non pas à un instant précis dans le temps.

		Individu B	
Flux		Revenu 20	Dépenses 10 Epargne 10
		Immobilier 100	Hypothèques 150
Stocks		Actifs financiers 10	Richesse nette - 10
		Dépôts 30	

TABLEAU 2.8 – Traitement comptable des flux monétaires (1)

Source : Elaboration personnelle à partir de Ponsot et Rossi (2009) et Ehnts (2017).

Dans le bilan illustré dans le tableau 2.8, qui représente la situation comptable un an après le bilan représenté dans le tableau 2.7 – incluant l'évolution des prix de l'immobilier, une ligne sépare les stocks et les flux. Au-dessus de la ligne, nous avons des flux, et en

dessous, nous avons des stocks. L'épargne est définie comme un revenu non dépensé. Une augmentation des dépôts bancaires de 10 est identique à une épargne de même montant. La hausse des actifs dans ce cas représente une augmentation de la richesse nette, qui reste néanmoins négative à -10.

		Individu B	
Flux		Revenu 20	Dépenses 10 Epargne 10
	Stocks	Immobilier 100 Actifs financiers 10 Dépôts 20	Hypothèques 140 Dettes nette - 10

TABLEAU 2.9 – Traitement comptable des flux monétaires (2)

Source : Elaboration personnelle à partir de Ponsot et Rossi (2009) et Ehnts (2017).

Si nous nous penchons sur ce bilan à présent, il est possible de rendre sa construction encore plus optimale. Si, par exemple, les intérêts perçus sur les dépôts bancaires sont inférieurs aux intérêts dépensés sur l'hypothèque, il pourrait paraître rationnel d'utiliser les dépôts d'épargne disponibles pour rembourser une partie de l'hypothèque, si cela est possible selon les termes du contrat hypothécaire avec la banque. Un remboursement de 10 changerait le bilan tel qu'il apparaît dans le tableau 2.9.

D'un point de vue financier, nous pouvons dire que le portefeuille d'actifs est plus équilibré sous cette forme. Il est également possible de prendre d'autres décisions, comme vendre des actions, liquider une partie des actifs financiers et utiliser la monnaie collectée pour réduire davantage l'hypothèque, et donc augmenter la richesse nette par conséquent, toujours selon le principe du traitement comptable en partie double.

### 2.2.3 Impact des paiements supranationaux sur la comptabilité des banques centrales de l'Eurosystème

En général, les bilans des banques centrales sont affectés par les paiements internationaux. Ces paiements recouvrent la forme de flux et non pas celle de stocks. En effet, le circuit monétaire indique le processus de circulation de la valeur à travers la monnaie qui joue ici le rôle d'unité de mesure. Les paiements transfrontaliers, et donc les unités de monnaie

par lesquelles ils passent, devraient partir d'un pays pour parvenir à un autre pays membre de l'Eurosystème. Ceci n'est pas le cas quand il s'agit du système TARGET2.

Très souvent, on suppose que les prêts de trésorerie à court terme des banques centrales constituent la source de financement des prêts accordés par les banques commerciales. Les banques non-américaines qui accordent des prêts libellés en dollars et créent des dépôts en dollars n'ont besoin que de comptes *nostro* dans les banques américaines correspondantes pour compenser et régler leurs transactions libellées en dollars via le système de paiement de la Réserve fédérale et retirer des liquidités libellées en dollars si nécessaire. Les dollars utilisés dans ce cas sont donc le pur produit des écritures comptables liées à l'attribution de ces prêts (Chmielewski et Sławiński, 2019). De ce fait, l'accès à la liquidité n'est donc pas strictement contrôlé par la Réserve Fédérale, et celle-ci n'en détient pas l'exclusivité. Ceci est le cas en ce qui concerne l'Eurosystème. Les banques allemandes bénéficient de plus de liquidités, qu'elles ne sont pas disposées à utiliser ni pour le financement direct du commerce ni sur le marché interbancaire, vraisemblablement en raison d'une perception accrue des risques de crédit. Cette liquidité excédentaire est réinjectée dans l'Eurosystème par l'intermédiaire de la Bundesbank, dont elle est largement créancière. La zone euro a utilisé le mécanisme TARGET2 pour faire face au changement majeur de direction des flux de capitaux (Bornhorst et Mody, 2012).

D'importantes transactions ponctuelles au dernier trimestre 2010 ont fait passer le compte de capital en périphérique au positif. Mais même en l'absence de ces transactions, les flux nets de capitaux vers l'Irlande seraient aujourd'hui proches de zéro. Les flux de capitaux allemands vers les économies en difficulté de la zone euro sont passés d'une moyenne de 20 milliards d'euros par trimestre à la fin de 2008 à près de zéro à la mi-2011. Bien que l'Allemagne bénéficie toujours d'un excédent de compte courant vis-à-vis du reste du monde, elle est devenue un bénéficiaire net de capitaux, en particulier des économies en difficulté financière d'Europe. Sans combler cet écart via TARGET2, l'ajustement aurait été considérablement plus déchirant, avec des faillites bancaires potentiellement généralisées.

L'apparition des déséquilibres de TARGET2 a reflété le rôle que la BCE effectuait en tant que créancier en dernier ressort dans le sauvetage de la zone euro d'une crise bien plus profonde que celle qui s'est produite. Si en 2010 les banques centrales nationales des pays

débiteurs n'avaient pas été en mesure d'accorder des prêts de liquidités pour couvrir la fuite des capitaux, l'Eurosystème aurait connu une crise bancaire beaucoup plus grave, qui aurait même pu se terminer par un éclatement de la zone euro. Vus sous cet angle, les déséquilibres de TARGET2 illustrent les avantages d'avoir une banque centrale supranationale. Le fait qu'entre 2007 et 2012 la BCE soit intervenue sur les marchés de la dette souveraine a fortement réduit le risque d'éclatement de la zone euro. Même si un tel risque peut être très faible, sa simple existence légitime les exigences des pays créanciers de la zone euro de garantir leurs créances nettes sur TARGET2. Il pourrait être possible de satisfaire à ces exigences si les titres achetés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif étaient utilisés comme garantie pour ces créances (Chmielewski et Sławiński, 2019).

Même si les flux de paiements transfrontaliers entre banques sont une caractéristique normale d'une zone monétairement intégrée, il est important de souligner que la structure financière de la zone euro contribue à l'augmentation actuelle des soldes TARGET2 car les paiements transfrontaliers sont une caractéristique inhérente à la mise en œuvre décentralisée des mesures de politique monétaire de la BCE au sein d'un marché intégré. Le seul moyen pour un pays membre de l'UME de régler ses soldes TARGET2 négatifs est de vendre les obligations qui garantissent la liquidité créée par sa banque centrale nationale et, ce faisant, d'annuler la totalité de la monnaie de banque centrale que sa banque centrale nationale a émise jusqu'au moment où ce pays quitte l'UME. Quoiqu'il en soit, à l'exclusion de ce scénario de rupture extrême hypothétique, des déséquilibres TARGET2 trop importants sont une manifestation de tensions sous-jacentes entre les pays membres de l'UME, mettant en évidence une situation de gestion unidirectionnelle prédominante de la liquidité des banques centrales nationales avec des passifs TARGET2 vers les banques centrales nationales disposant de créances TARGET2 (Moro, 2019).

Les soldes TARGET2 ne doivent pas être compris de manière bilatérale. Une banque centrale nationale a toujours des créances et des engagements TARGET2 envers l'Eurosystème dans son ensemble. Ils résultent de toutes les transactions transfrontalières avec des réserves en euros et les déséquilibres commerciaux bilatéraux sont souvent évoqués pour tenter d'expliquer l'accumulation des soldes TARGET2. En effet, les flux commerciaux jouent certes un rôle, mais tout aussi importants sont les transactions purement financières,

les opérations de paiement avec des contreparties extérieures à la zone euro, le comportement des investisseurs et les caractéristiques de l'infrastructure financière contribuent aussi à cette augmentation. A titre d'exemple, au plus fort de la crise, les créances TARGET2 de l'Allemagne ont augmenté de 30 milliards d'euros par mois<sup>8</sup> et les dettes de l'Espagne de 20 milliards d'euros par mois (voir la figure 3.1)<sup>9</sup>.

Il découle de la nature des transferts monétaires que les soldes TARGET2 ne sont pas simplement des éléments de compensation du bilan, mais des créances et des engagements réels ayant des caractéristiques de crédit qui génèrent des intérêts. D'un côté de la transaction dans l'exemple précédent, la Bundesbank a dû créer et créditer de la monnaie de banque centrale sans recevoir d'actif négociable ni de créance sur une banque commerciale allemande, comme c'est généralement le cas. Au bilan d'une banque centrale nationale, les actifs négociables ainsi que les prêts accordés aux banques commerciales sont inscrits à gauche parmi les actifs, tandis que la monnaie de banque centrale qu'elle a créée est inscrite à droite parmi le passif (Sinn et Wollmershäuser, 2012b).

Certes, il n'est pas tout à fait cohérent de considérer que le système TARGET2 est détourné par la création monétaire. Les pays membres de l'union monétaire ont convenu que les décisions sur la quantité de création monétaire et les instruments de politique monétaire sont prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Mais les achats d'actifs sont exécutés par toutes les banques centrales nationales de l'Eurosystème et la BCE au prorata de leurs parts de capital. Les vendeurs des obligations sont souvent des non-résidents de la zone euro et exécutent souvent la transaction par l'intermédiaire de banques de correspondance qui détiennent des comptes de réserve auprès de la Bundesbank. Cette dernière sert de porte d'entrée au marché financier de l'euro, comme le font les Pays-Bas ou le Luxembourg. Inversement, lorsque les résidents de la zone euro achètent des obligations d'Etat américaines, par exemple, cette transaction est souvent exécutée également par un

---

8. La volonté des acteurs du marché de détenir des montants importants dans les comptes de réserve de la Deutsche Bundesbank montre qu'ils y considèrent leurs actifs comme très sûrs et ne voient pas des réductions ou des pertes drastiques de pouvoir d'achat comme un risque réaliste (Schoenwald et Zeuner, 2018).

9. L'excédent du compte courant de l'Allemagne sur certaines économies - la Grèce, l'Italie, le Portugal et l'Espagne - a été beaucoup plus régulier que les soldes du compte de capital avec ces mêmes économies. Les comptes courants et de capital bilatéraux n'ont pas besoin d'être équilibrés et, il n'y a presque aucune corrélation entre ces deux soldes, ce qui implique que le commerce bilatéral de biens et de services n'a exercé qu'une influence limitée sur les flux de capitaux transfrontaliers bilatéraux, et ces soldes ont évolué vers des positions différentes (Bornhorst et Mody, 2012).

virement vers une banque de correspondance (Schoenwald et Zeuner, 2018).

## 2.3 TARGET2, régime de change fixe et nature des paiements intra-européens

Les paiements internationaux s'opérant entre des pays indépendants les uns des autres recouvrent une caractéristique particulière. Au-delà du processus de production et de consommation et de la nature de la monnaie, étant un actif-passif, les paiements internationaux impliquent les interventions des institutions bancaires appartenant aux deux pays. A la différence des anciennes monnaies-actifs, les nouvelles monnaies-passifs nationales n'étaient généralement acceptables qu'à l'intérieur des frontières nationales de chaque pays. Elles n'étaient pas acceptées, ou du moins retenus, en paiement par les résidents d'autres pays. Le règlement des transactions internationales exigeait donc l'échangeabilité des monnaies nationales. Cette responsabilité s'est progressivement concentrée sur les banques centrales nationales et, pour régler les déséquilibres nets des transactions internationales, il a fallu que chacune d'entre-elles accumule des réserves internationales acceptables pour les autres banques centrales.

L'évolution de ces réserves internationales est étroitement parallèle, bien qu'avec un retard considérable, à celle des systèmes monétaires nationaux. Les réserves-marchandises sont progressivement remplacées par les réserves-crédits dans le système monétaire international, tout comme les monnaies-actifs étaient auparavant remplacées par les monnaies-passifs dans les systèmes monétaires nationaux<sup>10</sup>.

Une opération de paiement internationale sollicite les réserves de change – de monnaie-passif – du pays dans la mesure où un paiement doit s'opérer dans une monnaie étrangère, et que le pays se doit de disposer d'une réserve de cette monnaie permettant d'honorer les paiements. En soi, ceci ne change donc rien à notre raisonnement jusque-là<sup>11</sup>. Si nous

---

10. Une évolution parallèle peut être notée en ce qui concerne la centralisation des responsabilités. Les réserves de matières premières – sous forme d'or – représentaient environ 91% des réserves monétaires mondiales à la veille de la seconde guerre mondiale. Les réserves de crédit décentralisées — sous forme de devises, c'est-à-dire en grande partie de dollars et de livres sterling — sont passées au cours de la même période de 9 à 38% des réserves mondiales, et les réserves de crédit centralisées — sous forme de créances sur le Fonds Monétaire International — de 0 à 9% (Triffin, 1969).

11. Nous faisons ici abstraction des problématiques liées à l'accumulation des dettes internationales et des déficits des balances commerciales.

nous centrons sur les paiements, le traitement en partie double impliquera deux bilans supplémentaires, ceux des banques centrales des deux pays engagés dans un paiement international. Leurs bilans sont affectés de la même manière avec une diminution et une augmentation des réserves de change de part et d'autre.

La crédibilité et la notoriété de l'étalon-or en tant que mécanisme assurant l'équilibre monétaire international remonte à l'analyse classique des réajustements des balances des paiements. Cette analyse a cependant été développée sur la base d'une catégorie particulière de déséquilibres, ayant pour origine des désajustements de coûts entre un pays et le reste du monde. Elle n'a jamais été conçue pour s'appliquer aux déséquilibres internationaux associés aux phases du cycle économique international<sup>12</sup>.

Dans le cas des déséquilibres cycliques internationaux des balances des paiements, le résultat de l'automatisme de l'étalon-or a été d'assurer la propagation du cycle des centres de perturbations cycliques vers les zones géographiques périphériques. Ce faisant, ceci a accentué plutôt que corrigé l'intensité des fluctuations cycliques dans le monde (Triffin, 1947). Nous pouvons donc dire que les évolutions historiques des systèmes de paiement partent de la création monétaire à l'échelle nationale pour parvenir aux mécanismes de change au niveau international. En ce qui concerne l'Eurosystème, la démarche est différente, car la création de l'euro est passée par la mise en place d'une démarche visant à faire abstraction des mécanismes de change par la mise en place d'une monnaie unique et le retrait des monnaies nationales.

### **2.3.1 D'un régime de changes fixes au retrait définitif des taux de change**

Quand il s'agit de politiques de change, les possibilités ne sont pas nombreuses. Chaque pays choisit de pratiquer des taux de change fixes de sa monnaie, ou de libérer ces taux de change afin qu'ils évoluent en fonction du taux de change d'une autre monnaie étrangère – souvent le dollar américain. Le mouvement de flottement généralisé est dommageable pour l'Europe mais il n'est guère moins dommageable pour les Etats-Unis et le reste du

---

12. Voir "National Central Banking and the International Economy" dans *The United States in World Trade and Finance* (n° 7 de la série "Postwar Economic Studies," Board des gouverneurs de la Réserve fédérale).

monde. Pour le meilleur ou pour le pire, le système du dollar ancré à l'or avait fourni un ancrage à la stabilité monétaire. Ne faisant plus face aux contraintes de balance des paiements ou, dans le cas des États-Unis, à la contrainte de convertibilité de l'or, les politiques monétaires et fiscales se sont relâchées, entraînant une flambée des prix de l'or et une explosion des liquidités sur le marché euro-dollar, dont le résultat fut un quadruplement des prix du pétrole en 1974 suivi d'un autre doublement des prix du pétrole en 1980. Le prix de l'or a atteint 875 dollars l'once au début de 1980, 25 fois son prix officiel d'avant 1971. Trois années consécutives de taux d'inflation à deux chiffres en 1979-1981 ont mis fin à une décennie de pires performances économiques depuis les années 1930.

Le développement d'une Union économique et monétaire efficace de la Communauté européenne était certainement destiné à jouer un rôle important dans le futur des échanges internationaux et des déséquilibres des balances des paiements des pays membres. Triffin (1973) considère même qu'il s'agit d'une condition préalable indispensable à des accords internationaux plus larges. De son point de vue, la progression vers une union monétaire complète permettrait de fusionner la participation des pays membres au Fonds Monétaire International (FMI) et devenir un membre unique de cette organisation, afin que cette évolution réduise la portée et l'autorité du FMI sur le plan international.

Face à l'inconvertibilité du dollar, le besoin pour une unification monétaire européenne devenait grandissant. La gestion de cette crise devant être une priorité, Triffin considérait qu'une coopération étroite avec les États-Unis et le Japon de l'époque devait viser un rétablissement rapide d'un équilibre tenable de la balance des paiements américaine et un retour à la convertibilité du dollar. En attendant, la Communauté européenne ne pouvait échapper aux trois seules voies d'action alternatives qui s'offrent à elle. Elle serait obligée, inévitablement, de choisir entre elles, ou plutôt d'adopter une combinaison des trois : (1) des réajustements des taux de change, (2) des renforcements des mesures de contrôle des échanges et des taux de change et (3) le financement du solde résiduel issu des déséquilibres de paiement.

*« Je doute fort à l'heure actuelle de la capacité et de la volonté de tous les pays concernés de rétablir une configuration stable des taux de change vis-à-vis du dollar, tant que le dollar restera inconvertible. On ne peut guère s'attendre à ce que les pays étrangers fournissent des quantités illimitées de*



*leurs devises pour défendre un cours du dollar que nous refusons de défendre nous-mêmes. » - (Triffin, 1972, p. 2)*

Les perspectives à long terme avec toute l'importance qu'elles représentent devaient demeurer à l'esprit lors de l'élaboration des mesures plus immédiates et provisoires nécessaires de toute urgence pour mettre fin aux perturbations monétaires de l'époque. Des progrès plus rapides dans le développement d'un Fonds européen de coopération monétaire efficace constitueraient l'instrument idéal à cet égard, ainsi que pour l'achèvement de l'Union économique et monétaire souhaitée de la Communauté européenne.

### **Convergence vers le retrait des taux de change à l'intérieur de l'Eurosystème**

*« L'émergence de « l'Union économique et monétaire » de la Communauté européenne pourrait jouer un rôle majeur dans la réussite ou l'échec des tentatives visant à rétablir à la fois un ordre monétaire international viable et la convertibilité du dollar, dont le premier est clairement indissociable. » - (Triffin, 1973, p. 5)*

la démarche qui a permis d'ajuster de manière réaliste le système de taux de change institutionnel de la Communauté européenne aux réalités économiques est celle de relier les monnaies de l'Eurosystème. Cette démarche consistait à laisser flotter leurs taux communs vis-à-vis du dollar, plutôt que de définir un taux de change bilatéral et de lier chacune d'entre-elles séparément au dollar par le biais de taux pivots. Le centre de gravité des taux de change de la Communauté n'était, toutefois, pas les États-Unis, qui n'absorbaient qu'environ 8% de leurs exportations totales, mais la future zone monétaire européenne elle-même car les trois quarts du commerce extérieur des futurs membres de l'Eurosystème s'effectuait déjà entre eux. La stabilité des taux de change intra-européens devrait grandement minimiser l'impact d'un dollar flottant sur leur commerce et leur économie, amplifié par des réactions diverses et conflictuelles à chaque crise du dollar.

L'intérêt des travaux de Triffin réside en partie dans ses réflexions qui correspondaient déjà en partie à l'euro tel qu'il existe aujourd'hui. Il proposait déjà à cette époque « la vulgarisation de l'unité de compte » – en désignant la future monnaie unique – et sa redéfinition comme équivalent d'un lot pondéré des monnaies participantes. La monnaie unique servirait, de son point de vue, non seulement d'unité de compte, mais aussi de monnaie de

transaction pour la Communauté européenne, plus stable et attractive que l'euro-dollar, et destinée à le remplacer progressivement dans les fonctions qu'elle exerce aujourd'hui.

*« Le système proposé ne doit cependant pas être utilisé pour permettre le financement indéfini de déséquilibres persistants des balances des paiements. Toute accumulation excessive de dettes ou de créances en euros devrait déclencher des consultations visant au réajustement et à l'harmonisation des politiques intérieures et, en cas d'échec, au réajustement inévitable de la configuration des taux de change au sein de la Communauté elle-même. »*  
- (Triffin, 1973, p. 7)

Or, ceci n'a pas été le cas comme nous allons l'expliquer dans le chapitre suivant. Les évolutions récentes des soldes TARGET2, et donc des dettes et des créances intra-européennes, ont été toutes autres.

L'achèvement de l'union monétaire ne semblaient réalisables que lorsque les efforts d'harmonisation des politiques nationales auront montré leur plein succès et se seront consolidés et institutionnalisés par les nécessaires transferts de compétence des institutions nationales vers les institutions communautaires. Cette démarche devait inévitablement passer par la mise en circulation de l'euro, destiné à devenir à terme la monnaie unique de la Communauté européenne, remplaçant les unités monétaires nationales en circulation. A ce propos, nous nous demandons toujours si cela a été le cas, et si, dans le cas contraire, les efforts entrepris par la BCE permettront le maintien de l'Union sur le long terme.

La situation telle qu'elle est qualifiée par Triffin de chaos monétaire international pouvait prendre la forme d'un nouvel ordre monétaire international dont l'UME constituait la première étape majeure. Politiquement, cependant, les pays européens n'étaient pas encore prêts à passer rapidement à l'union monétaire. Le plan final n'avait pas été fixé et il n'y avait pas d'accord sur la monnaie du pays, le cas échéant, qui devrait remplacer le dollar comme pivot de la fixation des taux de change lors de la transition vers l'union monétaire. On ne s'est pas rendu compte alors que le fait de ne pas tirer parti de la convergence d'avant 1971 réalisée grâce au dollar retarderait le résultat final de plus de deux décennies. La raison pour laquelle les réformes supranationales mettent plusieurs années à être négociées, ratifiées et mises en œuvre est leur fragilité par leur simple dépendance des réactions nationales disparates concernant les taux de change, et en particulier les restrictions

commerciales et de change, qui pouvaient renverser les politiques de coopération qui ont contribué de manière si cruciale à la prospérité économique du monde d'après-guerre. En attendant, l'inconvertibilité du dollar avait posé des problèmes aigus à un monde qui en était devenu totalement dépendant pour les paiements internationaux, même entre pays tiers.

La Communauté européenne élargie porte à cet égard des responsabilités particulières compte tenu de son poids prépondérant dans le commerce et les paiements internationaux. Des accords entre les pays de l'UME étaient censés contribuer à ouvrir la voie à des accords plus larges avec d'autres grands pays. Le réaligement des taux de change tel qu'il était prévu a levé le principal obstacle qui avait paralysé les progressions de la convergence vers l'unification. Ceci a permis la mise en place d'un modèle convenu de ces taux qui peut servir de point de départ pour la réduction proposée des fluctuations admissibles des taux de change entre les monnaies de la Communauté européenne (Triffin, 1972).

### **Le régime de Maastricht et le renouveau du projet de l'UME**

Rappelons que l'argument de Mundell (1961) était que les chocs asymétriques peuvent nécessiter un ajustement des taux de change réels, ce qui, en l'absence de taux de change nominaux, nécessite que les facteurs et/ou les prix des facteurs soient suffisamment mobiles et/ou flexibles pour y parvenir. En réalité, cependant, le ralentissement de la croissance économique mondiale de 2001 n'était sûrement pas un choc asymétrique. Il s'agissait plutôt d'un choc commun et largement symétrique, qui – en raison de l'échec du régime de politique macroéconomique de l'Eurosystème – n'a pas été contré de manière appropriée. Pourtant, il est gravement erroné d'interpréter la faiblesse cyclique de l'Allemagne comme un choc asymétrique, et d'excuser ainsi sa stratégie de sous-offre salariale alors que cette même stratégie a causé la faiblesse cyclique de l'Allemagne en premier lieu (Rochon, 2012).

Le régime de Maastricht lui-même a amplifié les divergences dans le processus. A commencer par l'Allemagne. En poussant sa tendance nationale d'inflation des salaires et des prix en dessous de celle de tous les autres, avec des taux d'intérêt nominaux communs à l'ensemble de l'Eurosystème, l'Allemagne finit par avoir des taux d'intérêt réels plus

élevés que ses partenaires.

L'Allemagne a payé un lourd tribut à cette erreur politique en termes d'années de stagnation de la consommation privée et de faiblesse prolongée de la demande intérieure, entraînant une baisse des taux d'intérêt dans l'ensemble de l'Eurosystème. Après une longue reprise déclenchée par la baisse des taux d'intérêt, l'Espagne a aussi payé lourdement les conséquences de ces choix politiques affectant l'ensemble de l'UME alors que la crise immobilière s'y est intensifiée à la suite de la crise de la dette souveraine de 2011<sup>13</sup>.

En résumé, notre observation des performances de l'Eurosystème confirme ce à quoi on pouvait s'attendre sur la base de l'analyse des paramètres du projet de l'UME. Les critères de Maastricht ont propagé le défaut de fabrication allemand de la dépendance mercantiliste à l'exportation associée à une négligence grave concernant la stabilisation de la demande intérieure. La présomption des concepteurs du régime était qu'exporter le modèle allemand le rendrait encore meilleur, à la fois pour l'Allemagne et pour le reste de l'Eurosystème. En réalité, imiter le modèle allemand signifie une gestion asymétrique de la demande intérieure et un biais anti-croissance. Ironiquement, et à la surprise de l'Allemagne, l'exportation de l'expérience de la Bundesbank a également sapé son travail à domicile, ce qui, à son tour, a entraîné de graves divergences et déséquilibres intra-européens alors que l'Allemagne a adopté une stratégie de déflation salariale. D'un point de vue international, le régime de Maastricht a créé un géant économique sans gouvernail qui dérive en espérant des courants d'exportation suffisamment forts pour l'entraîner sur une trajectoire de croissance sponsorisée. Jean-Claude Trichet l'a dit en 2004 : « *La croissance commence par les exportations, puis passe à l'investissement puis à la consommation. C'est la séquence normale pour l'Europe dans cette phase du cycle* » (*Financial Times*, 2004).

## **2.4 Malformations institutionnelles du modèle économique de l'Eurosystème**

Un système de paiement est indispensable pour permettre aux agents économiques de se payer les uns les autres pour les biens et services produits. En l'absence d'un système des paiements, une société basée sur des divisions complexes du travail ne pourrait évoluer.

---

13. Voir le chapitre 3, section 3.2.2.

Cependant, il existe une autre fonction du système de paiement, à savoir la fiscalité. Le but de la fiscalité est de réaffecter dynamiquement une partie du crédit bancaire – pouvoir d’achat – enregistré dans les comptes du secteur privé du système bancaire vers les dépenses de l’État. Notons cependant que dès que l’État dépense de la monnaie, cela rentre dans les comptes du secteur privé. Cela inclut la monnaie que l’État dépense pour ses propres employés : leurs salaires représentent une source de revenu pour les ménages privés (Mason et Jayadev, 2018).

Alors que la banque moderne évoluait au début de la renaissance en Italie et que les gouvernements devenaient de plus en plus sophistiqués, les obligations fiscales libellées en pièces d’or ou d’argent ont été complétées par l’application de plus en plus rigoureuse des lois sur les contrats de propriété en tant que fonction principale du gouvernement. Cela a rendu les crédits bancaires assujettis à une part de l’action du gouvernement, c’est-à-dire à la fiscalité. Les nombres enregistrés dans les lignes et les colonnes des systèmes de comptabilité en partie double des banques précisent le statut de chaque individu en termes de dettes ou de créances enregistrées dans les comptes individuels que chacun tient à la banque commerciale. La banque, à son tour, ne gère qu’une partie d’un ensemble de livres de comptes électroniques interconnectées à l’échelle nationale. Elles sont interconnectées par une myriade de contrats financiers et par des relations privilégiées avec leurs banques centrales nationales, qui sont, par définition, des banques spéciales auprès desquelles seules les banques commerciales et le Trésor public détiennent des comptes. Les banques centrales sont un moyen de créer une certaine cohésion pour le système bancaire dans son ensemble. Elles sont le moyen par lequel les crédits et les dettes enregistrés par différentes banques commerciales peuvent être compensés entre elles, permettant d’éteindre des dettes, à la fin de chaque jour bancaire. Elles constituent également un mécanisme institutionnel clé qui canalise les pouvoirs du gouvernement pour collecter et dépenser de la monnaie.

Ce qui fait la particularité de la BCE est qu’elle est désignée comme étant la banque centrale, non pas d’un pays, mais d’un groupe de pays. Le fonctionnement et le déploiement du pouvoir institutionnel de la BCE est conditionné par son environnement bancaire. Ses fonctions et son rôle sont définis par le régime de Maastricht, de même que les étapes et les mesures de mise en circulation de l’euro en tant que monnaie unique de l’Eurosystème. A ce stade, nous pouvons considérer, en partant de notre raisonnement précédent, que l’euro

est une monnaie qui répond aux caractéristiques et aux critères qui distinguent la monnaie des produits, des services et des actifs financiers.

D'un point de vue keynésien, les conditions pour que le régime de Maastricht fonctionne vraiment pour l'Eurosystème en l'absence d'un régime fiscal unique peuvent être identifiées comme suit : (1) la politique monétaire devrait stimuler suffisamment la demande intérieure pour éviter que la politique budgétaire ne devienne trop pesante ; (2) l'environnement mondial et les taux de change de l'euro devraient être modérés, et (3) l'évolution des salaires et les réformes structurelles devaient être telles qu'elles ne créent pas non plus de graves déséquilibres intra-européens (Rochon et Rossi, 2007). En réalité, ces conditions n'ont pas été remplies de manière minutieuse et constante depuis le début des années 1990 et les performances économiques de l'Eurosystème se sont révélées d'autant plus décevantes.

### **2.4.1 Projection du modèle allemand sur le reste de l'UME**

Le passage d'une multitude de systèmes monétaires et d'autant de monnaies nationales à une monnaie unique par l'unification de ces systèmes, tout en maintenant les régimes fiscaux en place, supposait de penser à une manière de mettre en ordre les divergences existantes entre les pays membres. Cette démarche a été de se référer à un modèle économique dans un premier temps, et de déployer des critères afin de faire converger les économies de l'Eurosystème vers ce modèle. Il s'agissait de l'Allemagne dans ce cas.

Exporter le modèle allemand vers l'Europe via le régime de Maastricht signifiait que l'inflation serait faible dans toute l'Europe, alors que tous les pays essaieraient d'équilibrer leurs budgets en même temps et répondre aux critères d'accès à l'UME. Lorsque la politique de stabilité allemande a été appliquée conjointement dans toute l'Europe au début des années 1990, le résultat prévisible a été une stagnation de la demande intérieure et une augmentation du chômage. Même en 1996, il semblait que l'UME n'allait pas décoller car la stagnation maintenait les déficits budgétaires au-dessus du plafond de 3% à travers le continent. Heureusement, la reprise économique américaine et la force du dollar américain sont venus à la rescousse, et 11 pays se sont qualifiés au printemps 1998 pour lancer l'euro en janvier 1999. En d'autres termes, sous les contraintes de Maastricht, l'Europe n'a pas réussi à générer la croissance suffisante de la demande interne, mais des forces

extérieures bienveillantes ont permis à l'euro de se lancer dans la phase suivante du projet d'unification.

La récession dans l'Eurosystème au début des années 1990 à la suite des mesures monétaires restrictives de la Bundesbank en réponse à l'unification allemande – un choc asymétrique frappant le pays d'ancrage, dont la réaction de politique monétaire s'est transmise dans toute l'Europe, a une fois de plus convaincu les partenaires de l'Allemagne combien il serait utile de se débarrasser de la suprématie de la Bundesbank. Les deux récessions du début des années 1990 et du début des années 2000 ont été suivies d'une faiblesse prolongée de la demande intérieure, plus prononcée en Allemagne même.

La zone euro a toutefois connu une brève période de croissance économique plus forte de la demande intérieure vers la fin des années 1990, et de nouveau en 2006-2007, alors même que la crise asiatique a entraîné des contributions nettes négatives aux exportations. L'un des principaux moteurs de cette poussée de croissance a été la convergence des taux d'intérêt. Dans les années 1990, à l'approche de l'introduction de l'euro, les taux d'intérêt des pays membres naissants ont convergé vers leurs niveaux allemands inférieurs. Ce processus a donné une impulsion temporaire importante aux prix des actifs et à la demande intérieure dans des pays autres que l'Allemagne, comme l'Espagne et l'Irlande. Le même type de processus s'est répété dans les années 2000 au moment de l'entrée des nouveaux pays membres de l'UME en Europe orientale et centrale, car la perspective d'adhésion à l'UME qui sera suivie de l'adoption de l'euro a de nouveau encouragé les marchés à s'engager dans cette démarche de convergence. Entre 2003 et 2008, ces pays ont été les destinataires d'afflux massifs de capitaux, laissant derrière eux des taux de change non compétitifs, des bulles des prix des actifs et des bonds de la demande intérieure, ainsi que d'énormes déficits courants, comme cela a été le cas encore une fois à partir de 2011.

Il est instructif d'examiner de plus près la période 2001-2005, durant laquelle l'Allemagne et l'Eurosystème ont participé au ralentissement mondial de 2001. Dans leur cas, cet épisode a surtout été marqué par un effondrement de la demande intérieure. L'effondrement de la demande intérieure a suivi le resserrement monétaire de la BCE, qui a eu l'effet secondaire de faire déprécier l'euro et ainsi d'augmenter l'inflation de son niveau de départ de seulement 0,8% en 1999 à plus de 2%. Alors que de plus en plus de pays membres étaient confrontés à des procédures de déficit public excessif, la priorité des banquiers

centraux était de ramener l'inflation à un niveau inférieur à 2%. Celle des ministres des Finances était de ramener le déficit public à un niveau inférieur à 3%, afin de répondre à nouveau aux critères de Maastricht. Les conséquences imprévues ont été de maintenir à la fois l'inflation et les déficits publics au-dessus de ces seuils respectifs.

La divergence intra-européenne a également fait surface au cours de cette période durant laquelle le point d'ancrage, entendez l'Allemagne, stagnait la plupart du temps, tirant ainsi les taux d'intérêt dans l'Union plus bas que ce qui aurait été autrement justifié, tout en infligeant une faible croissance des importations allemandes aux pays partenaires. Une raison possible pour laquelle l'Allemagne était en proie à une stagnation particulièrement tenace est que le modèle allemand n'a pas fonctionné dans son pays d'origine, car les partenaires de l'Allemagne ont convergé vers la norme allemande, fermant les voies des exportations de l'Allemagne vers le reste de l'UME.

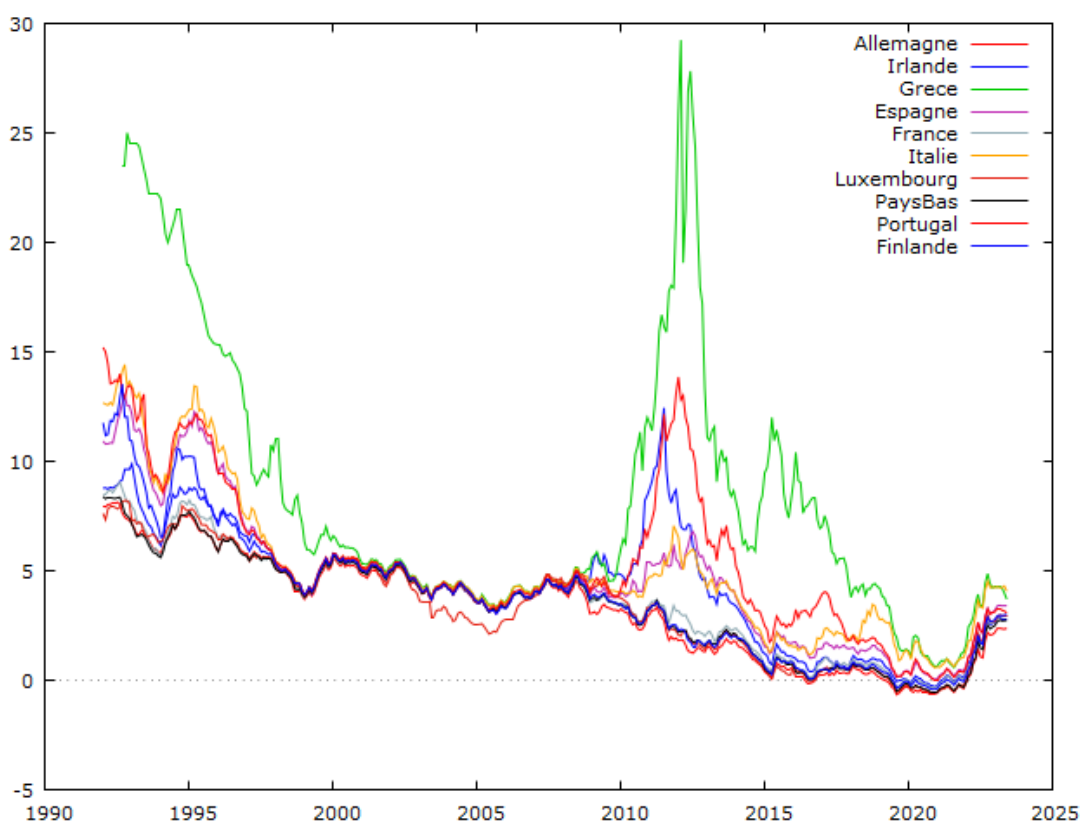


FIGURE 2.1 – Taux de convergence aux critères de Maastricht

Source : Elaboration personnelle à partir des données de la BCE (données mensuelles : 01 :1992-06 :2023)



La situation a été bien aggravée par la réaction de l'Allemagne à son moteur d'exportation, puisque, à partir du milieu des années 1990, l'Allemagne s'est imposée une stratégie de déflation salariale, s'écartant à la baisse de sa propre norme de stabilité précédente et supposée nouvelle de l'Eurosystème. En conséquence, l'Allemagne a connu une amélioration très importante de sa position concurrentielle au sein de l'Europe, qui au fil du temps n'a pas manqué de relancer les exportations, laissant l'Allemagne avec un excédent de compte courant de 8% du PIB en 2007.

La projection du modèle allemand sur le reste de l'Eurosystème a donc été contreproductive dans la mesure où si l'idée de choisir une économie performante pour la prendre pour modèle paraissait brillante, la prise en compte des divergences historiquement démontrées entre les économies de l'Eurosystème aurait été plus adaptée dans la conception des critères de Maastricht; des critères dont l'adoption s'est faite dans la foulée et dont la crise de la dette souveraine a révélé la vraie nature. La figure 2.1 montre que le taux de convergence aux critères de Maastricht a retrouvé son niveau originel en période de crise.

Pour des pays comme la Grèce, le Portugal ou l'Irlande, le taux de convergence aux critères de Maastricht retrouve en 2011 son niveau enregistré en 1992 – année de signature de l'accord sur l'UME. La période qui s'étale entre 2001 et 2011 constitue donc la phase durant laquelle les divergences sont restées dissimulées par ces pays, qui ont tout fait pour répondre aux critères d'accès à l'euro sans tenir compte des instabilités structurelles futures potentielles.

#### **2.4.2 L'euro et la théorie des zones monétaires optimales**

D'après Mundell (2000b,a), une réforme durable de l'architecture financière devrait être un objectif de la politique future. Le problème de la volatilité des taux de change pourrait être mieux résolu en rétablissant des taux de change fixes. Un régime de changes fixes fonctionnerait probablement mieux, mais il y aurait des difficultés politiques à établir sa gestion internationale. Si l'objectif principal est la stabilité des prix, un objectif secondaire devrait néanmoins être la stabilité des taux de change. De fortes fluctuations des taux de change ne peuvent jamais être justifiées entre les pays qui ont atteint la stabilité des prix. Il existe de nombreux modèles pour les zones monétaires. La forme la plus stricte est une union monétaire à monnaie unique, à l'image de la zone euro. Le choix d'une nouvelle

monnaie créée par accord politique implique un degré élevé de coopération politique et de partage de souveraineté. Les unions monétaires à monnaies multiples pourraient inclure des dispositions de caisse d'émission et un système monétaire parallèle, qui pourraient tous deux être considérés ou non comme des étapes vers une union monétaire à monnaie unique plus complète.

Le problème d'une monnaie supranationale pourrait être résolu par la création d'une banque centrale supranationale produisant un actif international adossé à des réserves de dollars, de yens, d'euros et d'or. Un tel plan a été proposé par Keynes lors de la conférence de Bretton Woods en 1944, mais a rencontré des difficultés politiques. Un schéma récurrent dans l'histoire de la monnaie est que le pays dominant rejette une réforme monétaire significative, probablement parce qu'elle implique un partage du pouvoir et un affaiblissement de la position monétaire monopolistique. Mais que la seule option pour les petits pays soit de fixer leurs monnaies à une autre monnaie appartenant à une économie plus grande, laisse présumer que c'est une union dans laquelle ces économies sont destinées à rester les « petites économies » ou les « économies périphériques ». Une solution multilatérale basée sur une banque centrale mondiale et une monnaie mondiale impliquerait un certain partage du pouvoir ainsi qu'une répartition plus équitable du seigneurage international. Les avantages d'un tel système seraient si grands que tous les pays pourraient en bénéficier<sup>14</sup> (Mundell, 1998, 1999).

Mundell (2011) évoque les avantages et les inconvénients, particulièrement pour les petites économies, à rejoindre une union supranationale. Nous allons en citer quelques-uns des plus percutants.

1. Obtenir une monnaie stable comparable au dollar sur le plan international.

Les pays agissent de la même manière quand il s'agit de leurs réserves de change,

---

14. Brissimisa et Skotida (2008) fournissent une démonstration empirique des gains à réaliser en prenant en compte l'hétérogénéité de la structure des économies de l'Eurosystème en utilisant les données de deux pays, l'Allemagne et la France. Selon les résultats obtenus, les taux d'intérêt devraient être ajustés de manière à stabiliser davantage les variables du pays avec la plus faible rigidité nominale et la plus faible élasticité de substitution de la consommation. Sinon, les décisions de politique monétaire peuvent entraîner une grande variabilité des variables cibles dans ce pays et générer des pertes de croissance économique. La prise en considération des caractéristiques nationales dans la formulation de la politique monétaire de la BCE améliorerait la stabilité monétaire, en particulier dans la perspective d'un plus grand nombre de pays rejoignant l'union monétaire européenne à l'avenir. Cependant, à mesure que l'intégration monétaire et financière progresse, les avantages pour le bien-être de la politique monétaire répondant aux variables de chaque pays peuvent devenir moins importants.

quel que soit la taille de leurs économies.

2. Stabilité des prix car il n'y a pas de problèmes d'inflation dans la zone euro.

Faire partie de l'UME offre l'assurance de voir son inflation se dissoudre dans le taux global de l'ensemble de la zone euro. Ceci permet une allocation des ressources à l'échelle du continent plus efficace, car les fluctuations soudaines dues aux variations des taux de change sont exclues.

3. Stabilité de la politique.

Il n'y a pas de confusion sur la forme de la politique des plus grands membres de la zone euro, comme l'Allemagne ou la France, puisque l'élément de la politique de change est exclu. La seule chose que les membres de la zone euro doivent faire est de maintenir l'équilibre budgétaire et la crédibilité de la solvabilité budgétaire. Il n'y a pas d'autre bonne politique et aucune inflation et dévaluation imprévue, source d'instabilité, n'est redoutée.

4. Avec la certitude des taux de change, le commerce se fera comme à l'intérieur des frontières d'un seul pays.

Ceci permet d'éliminer la taxe spéculative sur les devises et de réduire les coûts de transaction dans le commerce entre les pays de la zone euro car il n'y a pas besoin d'échange de devises.

L'accès à l'UME n'en reste pas moins risqué pour les économies présentant des fragilités structurelles historiquement connues. Le risque ici étant la propagation du risque systémique dans l'ensemble de la zone monétaire.

1. Perte de pouvoir discrétionnaire sur le taux de change.

Bien sûr, jusqu'en 1971, lorsque les États-Unis ont unilatéralement mis fin à la convertibilité du dollar en or, les pays n'avaient pas de pouvoir discrétionnaire sur le taux de change. Pendant toutes les périodes de l'étalon-or, le taux de change n'a pas changé, le prix de l'or étant fixe.

Bien que le taux de change puisse être considéré comme un instrument politique pouvant être utilisé au jour le jour ou de semaine en semaine, la perte de pouvoir discrétionnaire peut ne pas impliquer de coûts. La discrétion sur le taux de change crée de l'incertitude à son sujet et de la spéculation. Les pays pauvres n'appré-

cient jamais leur monnaie – la discrétion est toujours asymétrique – car si le taux de change est modifié, on s'attend à ce qu'il soit à la baisse. Ceci entraînera des taux d'intérêt plus élevés. En rejoignant la zone euro, aucune influence sur le taux de change ne pourra être exercée – ce sera un facteur donné, un taux de change d'équilibre.

## 2. Perte de contrôle du taux d'inflation.

La perte de contrôle de l'inflation serait un coût très important si l'on rejoint une zone monétaire d'ancrage instable. Ceci n'étant pas le cas pour la zone euro, c'est le niveau d'inflation parfois estimé trop faible qui pourrait être contraignant.

## 3. Gonfler la dette publique.

Compte tenu de la crise de la dette, un pays peut gonfler la dette publique s'il a sa propre monnaie. Lors de la création de la zone euro, il paraissait clairement que l'Italie n'est pas parvenue à se mettre en conformité avec les critères de Maastricht. En 1999, elle avait un ratio dette publique/PIB de 120%, alors qu'elle était censée atteindre un maximum de 60%. Or, d'autres pays avaient également violé ce critère. L'Italie étant une économie importante pour l'avenir de la zone euro, un traitement de faveur lui a été accordé. Dans ce cas, un scénario politique était envisageable avant que l'Italie n'intègre la zone euro : le lancement soudain d'une forte inflation pour gonfler la dette publique italienne puisque le taux de change vis-à-vis de l'euro est déjà fixé. Une fois membre de l'UME, cette dette surévaluée devra être supportée par l'ensemble des économies membres, dissimulée sous une position débitrice vis-à-vis du reste de la zone euro pour l'Italie. Des accords politiques existant déjà, cette possibilité reste purement théorique, mais permet de mesurer le risque que cela pourrait représenter particulièrement durant la phase III du projet de l'UME.

## Conclusion

Aussi paradoxal que cela puisse paraître, l'abandon général de l'étalon-or dans les années 1930 était une réaction, non pas contre l'ordre monétaire international, mais contre l'absence d'un tel ordre. Un système monétaire international ne peut pas être abordé par la re-

nonciation aux instruments nationaux de politique monétaire, mais implique, au contraire, le renforcement de ces instruments et leur utilisation effective et leur intégration dans un cadre politique international. En d'autres termes, l'internationalisme monétaire doit commencer dans la sphère des fins et des politiques plutôt que des moyens et des techniques. Les paiements intra-européens ne peuvent pas être qualifiés de paiements au sens de la théorie du circuit monétaire. Les opérations réalisées à travers TARGET2 n'obéissent pas à la même logique que celle présente dans l'essentiel des travaux de Bernard Schmitt, et ce pour différentes raisons :

1. La création monétaire est réalisée par les banques de l'Eurosystème selon les directives des banques centrales nationales. Ces dernières doivent suivre la ligne directrice indiquée par la BCE à travers les mesures de sa politique monétaire. De ce fait, la monnaie créée à l'intérieur de l'Eurosystème provient de plusieurs banques centrales nationales mais est libellée en unités de monnaie unique. Ceci ne pose pas de problèmes quant à la définition des paiements intra-européens, car l'euro recouvre toutes les spécificités de la monnaie dans la théorie en tant qu'unité de compte et d'actif-passif. Il est toutefois question de structure et d'organisation institutionnelle. Comme nous pourrions le constater par la suite, l'excès de flexibilité dans la création monétaire a pour résultat le développement de divergences très importantes à l'intérieur de l'Eurosystème. Plus ces divergences se creusent, plus il devient compliqué de revenir au point de départ.
2. Durant la crise de la dette souveraine, le passage d'une monnaie nominale à une monnaie réelle a plus que jamais été freiné par la crise de confiance sur les marchés interbancaires. Les banques ayant conservé la monnaie au lieu d'accélérer la création monétaire, la reprise espérée par les mesures non-conventionnelles de la politique monétaire de la BCE n'est pas intervenue comme conséquence systématique de ces mesures.

La monnaie est subitement devenue un facteur d'assurance pour les banques l'ayant conservé sans augmenter l'offre de crédit. Cette préférence pour la monnaie n'est pas motivée par l'assurance qu'elle procure de détenir un niveau équivalent de pouvoir d'achat, car à ce stade du circuit, il ne s'agit que de monnaie nominale. La raison pour laquelle les banques détiennent la monnaie est la gratuité de cette dé-

tention dont le coût reste inférieur à la prime de risque sur les prêts bancaires, et ce malgré la nullité du taux d'intérêt pour les dépôts au niveau des banques centrales. Dans cette situation particulière, les banques n'avaient pas de préférence pour la liquidité, mais détenaient cette liquidité par manque d'alternatives.

3. L'analyse du processus de paiement tel qu'il est présenté dans ce chapitre permet de noter quelques divergences avec le mécanisme de fonctionnement du système TARGET2 tel que nous l'avons expliqué dans le chapitre précédent.

Quand on passe d'un paiement national à un paiement supranational, le point crucial est la mobilisation des réserves de change. Le principe du traitement en partie double est respecté par l'affectation des postes des bilans des banques commerciales par le biais de ceux des banques centrales. Le résultat du paiement est la destruction d'une partie du stock de monnaie étrangère détenu pour la consommation de produits étrangers. Les évolutions récentes des soldes dans TARGET2 n'ont pas la même conséquence en l'absence de réserves de change entre les pays membres de l'Eurosysteme.

# Chapitre 3

## Analyse des évolutions récentes des soldes TARGET2

### Introduction du chapitre

La crise de la dette souveraine de la zone euro est le résultat d'une malformation constitutionnelle qui trouve ses racines dans les fondements mêmes de l'UME. Les périodes de crises sont généralement accompagnées par des changements à différentes échelles en fonction de la persistance et de l'intensité de la crise survenue. Dans le cas de l'Eurosystème, la crise a dévoilé une spécificité particulière, celle de l'hétérogénéité institutionnelle et économique des pays membres.

Lors de sa création, le traité fondateur de l'UME stipulait des critères précis afin d'accéder à la monnaie unique. Ces critères standardisés ne tenaient pas compte de la divergence institutionnelle, de l'écart de développement économique et celui des marchés interbancaires de chaque pays. La plupart des membres actuels de la zone euro ont adhéré à la monnaie unique après une adaptation quelque peu forcée et temporaire de leurs indicateurs économiques<sup>1</sup>. Ceci rend le système des paiements intra-européens vulnérable face au besoin de flexibilité imposé par l'hétérogénéité des économies de l'Eurosystème afin de maintenir

---

1. Afin de pouvoir faire partir de l'UME, les pays membres devaient avoir un niveau de dette publique inférieur à 60% du PIB, un niveau de déficit budgétaire inférieur à 30% du PIB, en plus d'un taux d'inflation ne dépassant pas plus de 2 points de pourcentage le taux d'inflation le plus bas parmi ceux des pays membres de la future zone euro. L'évolution du taux de convergence vers les critères de Maastricht illustre la convergence inhabituelle et guidée vers les seuils demandés (Boutefnouchet, 2016).

un équilibre des positions de ces économies vis-à-vis du reste de la zone euro. Ce système constamment sollicité, notamment en période de crises de confiance des systèmes bancaires, peut contribuer à la propagation du risque systémique à travers son rôle de système pour les paiements instantanés entre les pays membres de l'Eurosystème.

Les soldes TARGET2 ont évolué de manière significative depuis le début de la crise financière globale en 2008, et plus particulièrement durant la crise de la zone euro, faisant accroître les position débitrices et créditrices des banques centrales dans l'Eurosystème. Le rôle de système des paiements a quelque peu laissé la place à celui de système de compensation des écarts de développement constatés entre les pays membres. En effet, les évolutions récentes des soldes TARGET2 ne sont pas le résultat d'un accroissement subit de l'activité commerciale intra-européenne, mais celui de l'augmentation d'une circulation unidirectionnelle des capitaux à l'intérieur de la zone euro<sup>2</sup>. Ces capitaux en provenance des économies périphériques de la zone euro étaient rapatriés vers les économies du centre de la zone euro. Ceci caractérise une facette intéressante du dysfonctionnement de l'Eurosystème en période de crise, et implique des interventions plus larges de la part de la BCE afin d'y faire face. De ce fait, l'impact financier de ses opérations de politique monétaire suscite un grand intérêt dans la littérature<sup>3</sup>.

Dans ce chapitre nous allons d'abord observer l'évolution des soldes TARGET2 depuis la création de l'UME avec un intérêt particulier pour les deux phases de crise. L'évolution des soldes TARGET2 en périodes de crise contribue à l'augmentation de la taille des bilans des banques centrales nationales et du bilan de la BCE, particulièrement depuis le début de la crise de la zone euro. Les bilans des banques centrales nationales de certains pays membres de l'UME évoluent de manière proportionnelle à celle des soldes TARGET2, mais de manière disproportionnelle à la taille de leurs actifs enregistrés avant le début de la crise pour certains pays ayant une position débitrice vis-à-vis du reste de la zone euro. Ceci nous emmène à analyser les relations existantes entre les soldes TARGET2 d'une sélection de pays membres de l'Eurosystème. Les soldes TARGET2 de certains pays semblent suivre la même tendance tandis que d'autres évoluent dans des directions in-

---

2. En l'absence d'un régime de change entre les pays membres de la zone euro, l'excès d'épargne des ménages allemands a été absorbé, dans un premier temps, par l'augmentation de la demande de crédits dans les pays périphériques.

3. Pour une étude empirique de l'impact du programme d'achat des actifs par la BCE voir Altavilla et al. (2015).



verses. Il s'agit d'une particularité de l'Eurosystème d'après-crise, là où le système TARGET2 a joué un rôle central dans le maintien des flux monétaires interbancaires. Cette fluidité véhicule aussi des risques liés à la crise de confiance sur les marchés interbancaires. L'identification du rôle réel du système TARGET2 permet de mesurer sa contribution à la transmission du risque systémique particulièrement en période de crise.

### 3.1 Evolutions récentes des soldes TARGET2

Les évolutions récentes des soldes TARGET2 (figure 3.1) sont le principal résultat de deux types d'opérations économiques menées à l'intérieur de la zone euro : des opérations commerciales dans le cadre de la circulation des biens et des services à l'intérieur de la zone euro, et des opérations financières relatives aux mesures de politique monétaire particulièrement en période de crise. Dans un cas comme dans l'autre, des institutions bancaires de deux pays sont impliquées. Comme nous l'avons expliqué auparavant, un paiement à travers le système TARGET2 implique obligatoirement deux banques centrales nationales. De ce fait, le pays importateur doit lever de son économie intérieure une somme équivalente au montant de ses importations afin de maintenir l'équilibre de sa balance courante. Le cas échéant, la banque commerciale devra s'appuyer sur la liquidité qu'elle détient au niveau de sa banque centrale afin d'honorer le paiement. Après l'enregistrement d'une dette vis-à-vis du reste de la zone euro, cette banque centrale affichera un solde TARGET2 débiteur. Les opérations financières obéissent au même principe, sans toutefois le transfert de bien ou de services, mais simplement des transactions faisant l'objet d'enregistrements comptables des deux côtés de la transaction. Le nombre et le volume de ces transactions ont très fortement augmenté durant la crise de la zone euro.

Les démarches sont différentes quand il s'agit d'expliquer les facteurs ayant influencé l'évolution des soldes TARGET2. Auer (2014) présente une étude empirique à travers laquelle il explique que les balances courantes et les soldes TARGET2 ne manifestaient aucune corrélation apparente jusqu'au début de la crise financière en 2008. Cette tendance s'est inversée depuis, et jusqu'au début de la crise de la zone euro fin 2011<sup>4</sup>. La relation de

---

4. Cette étude établit un rapport de corrélation et non-pas de causalité. Le financement des déficits des balances courantes par les soldes TARGET2 n'est donc pas démontré avec certitude de manière explicite.

corrélation n'est d'ailleurs établie qu'entre les deux épisodes de crise et pas au-delà<sup>5</sup>. Le financement des déficits des balances courantes par des soldes TARGET2 négatifs n'est possible à démontrer que sur une courte période. Ainsi, le déficit de balance courante n'a pas toujours été financé par un solde TARGET2 débiteur. Cet inversement de tendance est dû à une diminution des flux commerciaux en raison de la crise.

### **3.1.1 Analyse de la tendance des soldes TARGET2 depuis la création de l'UME**

Le système TARGET2 assure la majeure partie des paiements intra-européens depuis sa mise en service. A travers ce système, des positions débitrices ou créditrices sont au fur et à mesure acquises par les pays membres de l'Eurosystème. Les soldes TARGET2 ne manifestaient pas de divergences particulièrement significatives en termes de volume, jusqu'au début de la crise financière en 2008. Ce constat n'était toutefois plus valable depuis le début de la crise financière et son arrivée en Europe. Ces soldes ont évolué en volume de manière hétérogène reflétant ainsi le degré de difficulté auquel font face certains membres de l'Eurosystème, notamment les économies périphériques.

Le principal objectif de la mise en place de ce système est d'assurer les paiements intra-européens. TARGET2 est ainsi perçu comme étant le système des paiements intra-européen. En plus de la zone euro, le système TARGET2 permet aussi aux pays externes à la zone euro d'effectuer des paiements à l'intérieur de cette dernière. A la seule différence des pays membres, il reste nécessaire de solder les opérations de paiement à la fin de chaque journée. Cela signifie que les pays extérieurs à la zone euro ne peuvent pas accumuler des

---

5. Reichlin (2014) apporte un descriptif précis de la politique monétaire de la BCE et de l'évolution de l'activité sur le marché interbancaire intra-européen entre ces deux épisodes de crise. Elle explique que le refinancement interbancaire a progressivement laissé place aux réserves de liquidité des banques centrales nationales sans que ces ajustements soient cohérents avec l'évolution du PIB des pays débiteurs du point de vue de leurs soldes TARGET2. Même si les mesures non-conventionnelles de la BCE ont été de la même intensité, voire même plus intenses durant la crise de la zone euro, cette dernière s'est distinguée par un recul conséquent de l'activité bancaire avec des répercussions directes sur l'économie réelle. Tsionas (2014) explique que l'expansion de l'offre de crédit et la baisse des taux d'intérêt sont favorables aux investissements à long terme. A travers la création monétaire, les banques ont la possibilité d'augmenter l'offre de crédit à des niveaux qui vont bien au-delà de leurs actifs et des dépôts de leurs clients. Ceci a pour effet de réduire les taux d'intérêt à des niveaux inférieurs à ceux observés en période normale. A travers sa politique monétaire, la BCE a procédé à des opérations de refinancement à long terme (LTRO). Celles-ci étaient favorables au maintien des systèmes bancaires et éviter la faillite des banques commerciales, mais l'offre de crédits destinés à la stimulation de l'activité économique – qui était attendue par la suite – ne s'est pas manifestée de la même manière compte tenu de la crise de confiance sur les marchés interbancaires intra-européens.

soldes TARGET2 positifs ou négatifs.

L'augmentation significative du recours au financement de la banque centrale pendant la crise, et sa répartition inégale entre les pays, ont été associées à une augmentation correspondante des créances et des engagements TARGET2. Celles-ci ont augmenté jusqu'à la mi-2012 en raison des banques de certains pays confrontées à des sorties nettes de paiements associées à un accès réduit aux marchés de financement à court terme, tandis que les banques d'autres pays ont bénéficié d'importantes entrées de capitaux. Les créances et les engagements de TARGET2 ont cessé d'augmenter après que le président de la BCE, Mario Draghi, a annoncé, lors d'une conférence des investisseurs à Londres en juillet 2012, que la BCE aurait fait « tout ce qu'il fallait » pour préserver l'euro et lutter contre la crise (Moro, 2019).

Les soldes TARGET2 d'une sélection de pays membres de l'Eurosystème, tels que nous pouvons les observer sur la figure 3.1, manifestent une divergence assez significative depuis le début de la crise de la zone euro en 2011. Nous pouvons constater que la période qui s'étale entre 2001 et 2008 constitue la phase durant laquelle tous les soldes convergent vers des niveaux relativement bas. Les positions débitrices et les positions créditrices suivent la même tendance et évoluent de manière constamment rapprochée de celle du solde TARGET2 de la BCE – théoriquement estimé à zéro<sup>6</sup>. Le développement de positions débitrices et créditrices vis-à-vis du reste de la zone euro commence à être bien plus visible à partir du début de la crise financière de 2008. Ces positions évoluent de manière significativement divergente à partir de 2010, lorsque les soldes TARGET2 de certains pays se distinguent de manière très particulière par rapport au reste de la zone euro.

L'Allemagne acquiert une position créditrice à partir de novembre 2007. L'écart entre son solde TARGET2 et la moyenne de l'Eurosystème s'accroît et atteint un premier sommet en 2011. Ce solde TARGET2 positif évolue très rapidement pour atteindre son niveau le plus élevé en août 2012, atteignant un montant de 748 812 millions d'euros, puis 1,05

---

6. La BCE n'étant pas autorisée à acquérir des titres de dette publique ou de se constituer des créances vis-à-vis du reste de la zone euro, son solde TARGET2 doit être nul. Le rôle de banque centrale supranationale se limite à la tenue d'une comptabilité qui synthétise la position de chacune des BCNs de l'Eurosystème vis-à-vis du reste de la zone euro. Il en va de même pour le total des positions débitrices, illustrées par des soldes TARGET2 positifs et négatifs des pays membres de l'Eurosystème. Ces positions se contrebalancent, du fait de la mise en circulation de la monnaie unique et l'existence d'une seule masse monétaire à l'intérieur de l'Eurosystème. Cette masse est répartie de manière hétérogène entre les pays membres. Si la majeure partie est en circulation à l'intérieur des économies débitrices, les titres de créance correspondants sont détenus par les économies créditrices.

milliards d'euros en septembre 2020. Le solde TARGET2 de l'Allemagne représente ainsi environ 70% du total des positions créditrices à l'intérieur de la zone euro. Cela signifie que plus des trois-quarts des titres de créance intra-européennes sont détenus par des institutions bancaires allemandes.

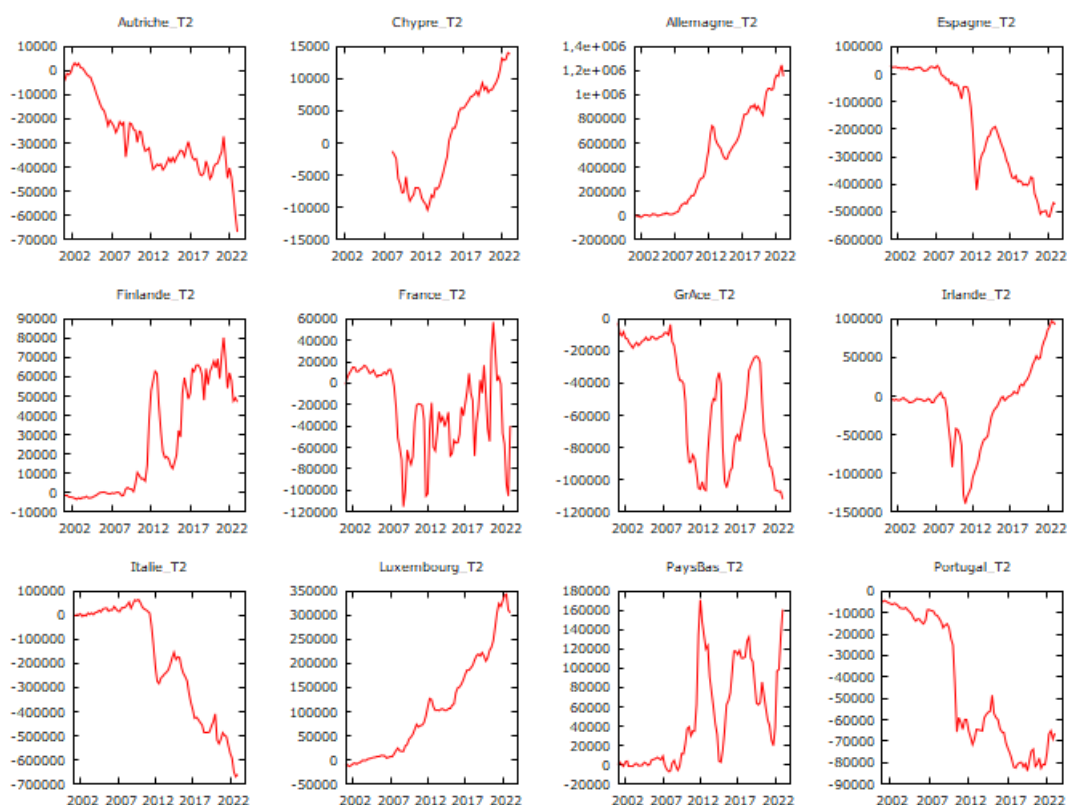


FIGURE 3.1 – Soldes TARGET2 d'une sélection de pays membres de l'Eurosystème (données trimestrielles 2001 :1-2023 :3)

Source : Elaboration personnelle

D'autre part, nous pouvons constater que les soldes TARGET2 d'autres pays membres de la zone euro évoluent dans le sens opposé. L'Espagne et l'Italie développent des niveaux très élevés d'endettement vis-à-vis du reste de la zone euro. Cette évolution négative des soldes TARGET2 intervient sur la même période précédemment mentionnée. Il paraît assez clairement que ces soldes négatifs atteignent leurs niveaux les plus bas sur les mêmes périodes de pics du solde TARGET2 allemand. L'Espagne et l'Italie cumulent 80% du total des positions débitrices à l'intérieur de la zone euro. A l'observation de cette évolution, la question de l'existence de soldes positifs et négatifs illustre la construction institution-

nelle de l'Eurosystème et ne devrait donc soulever aucune interrogation. La répartition de ces soldes est toutefois caractérisée par une hétérogénéité et une concentration particulièrement intéressantes.

Les deux périodes de crise ont très largement modifié la répartition des créances et des dettes intra-européennes en fonction des besoins de financement, des écarts de développement et de la concentration de l'épargne. Cette modification s'est opérée par les mécanismes de paiement du système TARGET2 modifiant ainsi la situation des institutions impliquées dans chacun de ces paiements. A l'image des soldes TARGET2, les divergences sont plus apparentes pour les institutions des pays dont les soldes se distinguent par une position débitrice ou créditrice bien au-delà du niveau moyen. A travers leur participation, les banques centrales nationales des pays en question ont vu leurs bilans évoluer de manière proportionnelle à leurs soldes TARGET2.

### **3.1.2 Les soldes TARGET2 face à la crise de la dette souveraine**

L'évolution des soldes TARGET2 telle que nous l'avons observée traduit les divergences institutionnelles de l'UME illustrée par les positions débitrices et créatrices des pays membres vis-à-vis du reste de la zone euro. Ces évolutions s'accompagnent par des mouvements en ce qui concerne les bilans des institutions de crédit et des banques centrales de l'Eurosystème. L'acquisition d'une position créditrice vis-à-vis du reste de la zone euro génère une augmentation de la taille du bilan de la banque centrale, contrairement au développement d'une position débitrice. Ces évolutions de la taille des bilans des banques centrales restent proportionnelles à celles des soldes TARGET2 dans le cas des économies des pays périphériques de la zone euro<sup>7</sup>.

Le système TARGET2 continue donc à dissimuler l'hétérogénéité institutionnelle des économies de l'Eurosystème à travers ces mouvements, en ne laissant paraître que des soldes

---

7. Cúrdiaa et Woodford (2011) expliquent le rôle des bilans des banques centrales comme outils de soutien pour les mesures non-conventionnelles de leurs politiques monétaires à travers un essai de modélisation de l'influence indirecte des banques centrales sur les taux d'intérêt. Ces mesures communément caractérisées par la réduction des taux d'intérêt directs restent inefficaces, comme cela a été le cas pour la zone euro à partir de 2011. Ce n'est qu'accompagnées par une politique d'acquisition ciblée des titres de dette que les mesures non-conventionnelles gagnent en efficacité. Dellas (2011) estime que certains éléments essentiels du modèle n'ont pas de contreparties empiriquement identifiables, comme le coût marginal des prêts des banques centrales par exemple, rendant difficile l'évaluation de l'analyse quantitative présentée dans son article.

positifs ou négatifs. Cette hétérogénéité du cadre institutionnel implique aussi celle de la répartition du degré d'exposition au risque de défaut des institutions bancaires appartenant aux économies dont les soldes TARGET2 sont négatifs. Suite à la stagnation de l'activité bancaire en raison de la crise de confiance due à la crise de la zone euro, les banques centrales des économies périphériques ont convergé vers le rôle de créancier en dernier ressort au-delà de celui de prêteur en dernier ressort, à travers les crédits accordés dans le cadre des opérations de politique monétaire. En effet, l'offre de crédit n'avait pas pour objectif de financer l'activité économique mais plutôt de faire face au risque d'effondrement du système bancaire face à la crise de confiance et l'absence de refinancement. Les banques centrales garantissaient des titres de dette émis par les banques commerciales sous leur autorité, permettant à ces dernières de se refinancer afin de pouvoir honorer les paiements. Les banques centrales préservent ainsi l'équilibre des bilans des institutions de crédit afin de restaurer le rapport de confiance rompu depuis la crise de 2011<sup>8</sup>.

La dispersion des titres de dette issus des différents systèmes bancaires à l'intérieur de la zone euro peut constituer un facteur de propagation du risque de défaut bancaire pouvant atteindre les économies excédentaires par le biais des positions débitrices acquises à travers les paiements intra-européens du système TARGET2. Cette hypothèse s'appuie sur le principe fondamental de l'Eurosystème stipulant une libre circulation des capitaux : la détention des titres de dettes émis pour des objets de refinancement peut changer de main à travers les paiements intra-européens à travers TARGET2. Une banque centrale nationale créancière du point de vue de TARGET2 détient donc des créances sur des banques commerciales dans d'autres pays membres de l'Eurosystème, notamment des économies déficitaires. Dans l'éventualité d'un défaut sur ces dettes intra-européennes, les banques centrales des pays excédentaires peuvent théoriquement être affectées par la suppression de ces dettes qui constituent une partie des actifs de leurs bilans.

---

8. Altunbas et al. (2014) évoquent le rôle joué par les mesures prises dans le cadre des politiques monétaires durant la crise dans l'accroissement du risque bancaire à l'intérieur d'une union monétaire ainsi que l'impact du risque bancaire sur l'offre de crédits en période de crise. Ils expliquent que la perception du risque bancaire permet de protéger l'offre de crédits des banques face aux changements des mesures de politique monétaire. Les banques à faible risque sont plus susceptibles de protéger leurs prêts face aux chocs monétaires, ayant davantage de marge de manœuvre et un meilleur accès à la liquidité. La perception du risque est toutefois atténuée durant les phases d'expansion et reste restreinte durant les périodes de stabilité.

## **Impact des mesures non-conventionnelles de politique monétaire sur les soldes TARGET2**

Les interventions de politique monétaire ont grandement évolué ces dernières années. Les banques centrales disposent à présent d'un plus large éventail d'outils et de mesures à déployer afin de stimuler différents segments des marchés bancaires selon les besoins de stabilisation face aux crises de liquidité ou de relance économique face aux crises de confiance. Dans sa forme la plus abstraite, le mécanisme de transmission de la politique monétaire d'une banque centrale passe par la modification des passifs de son bilan à travers l'augmentation ou la réduction de la base monétaire. Ces changements nominaux ou celui du taux d'intérêt directeur doivent se traduire par une évolution des variables réelles telles que la productivité ou le niveau de l'emploi (Sellon Jr., 2004 ; Ireland, 2006).

Si les politiques monétaires en période de crise ont été particulièrement expansionnistes allant à l'encontre des pratiques courantes et des contraintes institutionnelles – particulièrement dans le cas de la BCE –, leur impact reste d'une portée différente d'une économie à l'autre. Dans le cas de l'Eurosystème, les mesures prises par les banques centrales dans le cadre de leurs politiques monétaires en accord avec le cadre opérationnel des mesures monétaires de la BCE n'ont pas eu le même impact que dans le cas de la Fed<sup>9</sup> par exemple. La réduction du taux d'intérêt directeur, les opérations de refinancement à long terme (LTRO)<sup>10</sup> et la liquidité abondante n'ont pas empêché le marché interbancaire de subir une stagnation en raison de la rupture du rapport de confiance entre les banques commerciales de l'Eurosystème. Dans ce contexte particulier, les opérations financières à travers TARGET2 ont pris le dessus sur les opérations de paiements intra-européennes issues des échanges commerciaux.

Le lancement du programme d'achat des titres de la dette publique (APP)<sup>11</sup> par la BCE s'en est accompagné par une augmentation des niveaux des soldes TARGET2 compte tenu de l'intégration des marchés financiers de l'Eurosystème. Ceci s'explique aussi par la nature des opérations de paiement dans le cadre de rachats de ces titres car il s'agissait

---

9. Réserve Fédérale des Etats Unis.

10. *Long-Term Refinancing Operations*.

11. *Asset Purchase Programme*.

de paiements intra-européens dans 80% des cas selon la BCE <sup>12</sup>. L'analyse des données relatives à l'évolution de l'APP propre à chaque pays montre que les soldes TARGET2 ont été directement impactés par ces mesures menant à une augmentation des flux entrants de monnaie de banque centrale pour les pays détenant un grand nombre de titres de la dette publique, notamment l'Allemagne, dont les créances intra-européennes représentaient 65% des actifs de sa banque centrale en 2013 (Eisenschmidt et al., 2017 ; Minenna, 2018).

La circulation des capitaux a été unidirectionnelle à l'intérieur de la zone euro, allant des économies périphériques vers les économies les moins impactées par la crise. Les économies les plus développées dont les ménages se sont constitués des niveaux d'épargne élevés par rapport au reste de la zone euro ont profité de la nature expansionniste des mesures de politique monétaire donnant accès aux ménages des pays périphériques à des financements attractifs dans l'espoir d'une relance économique vive et accélérée. De ce fait, la consommation de ces derniers a capté une bonne partie du surplus d'épargne détenue par les économies développées, en l'occurrence l'Allemagne.

Face à l'accumulation des créances intra-européennes, la question de la solvabilité est souvent évoquée dans la littérature. Garber (2010) soulève l'hypothèse du défaut des systèmes bancaires déficitaires dont les dettes intra-européennes sont détenues par la banque centrale en Allemagne par exemple. Dans ce cas, cette dernière s'expose au risque de perte partielle ou complète de la valeur des créances intra-européennes qu'elle détient. En effet, les créances détenues sur le reste de la zone euro issues des opérations financières correspondent aux prêts accordés par les banques centrales nationales des pays débiteurs – du point de vue de leurs soldes TARGET2 – à leurs banques commerciales locales. Le défaut de paiement de ces dernières impactera les bilans des banques centrales nationales qui perdront une partie de la valeur de leurs actifs sous forme de titres couvrant les prêts accordés. Ces actifs sont contrebalancés par des passifs intra-européens illustrés par un

---

12. Hristov et al. (2020) estiment que le recours aux solutions de refinancement offertes aux institutions de crédit de l'Eurosystème dans le cadre de la politique monétaire expansionniste de la BCE aura permis d'éviter une récession plus intense dans les pays périphériques. Les passifs (dettes) intra-européens accumulés par les BCN de ces pays menant au développement des soldes TARGET2 négatifs sont le résultat de la circulation des capitaux durant la période 2008-2014. La modélisation établie dans cette analyse montre que les soldes TARGET2 ont été plus réactifs à la circulation des capitaux dans le cadre des opérations de l'APP qu'à l'offre et à la demande globales. Les opérations financières constituent donc le principal déterminant de l'évolution des soldes TARGET2 sur la période étudiée.



solde TARGET2 négatif. Le risque de défaut est donc susceptible d'atteindre les actifs de la banque centrale nationale détentrice des titres de créance correspondants.

### **TARGET2, le canal de transmission du risque de défaut bancaire**

Les mouvements dus aux opérations commerciales et financières supranationales affectent les bilans des banques centrales en période normale comme en période de crise. Ce constat est d'autant plus évident dans le cas de l'Eurosystème. Nous pouvons voir que les créances détenues sur (les dettes envers) le reste de la zone euro apparaissent à l'actif (au passif) des bilans des banques centrales. Dans un cas comme dans l'autre, l'évolution de ces deux composantes augmente la taille du bilan. Les banques centrales des pays dont le solde TARGET2 est négatif cumulent des dettes vis-à-vis du reste de la zone euro. Ces dettes sont contrebalancées à l'actif par l'attribution de prêts aux institutions de crédit dans le cadre de leurs opérations de politique monétaire. Les banques centrales des pays dont le solde TARGET2 est positif affichent de leur côté des créances vis-à-vis du reste de la zone euro à l'actif de leurs bilans. Ces créances sont contrebalancées aussi du côté du passif par l'augmentation des dépôts sur les comptes courants des banques commerciales cumulés grâce aux paiements des exportations. Celles-ci apparaissent sous la mention « dettes envers les institutions de crédit ».

Un solde TARGET2 constamment croissant est donc dû à des opérations commerciales d'exportation ainsi qu'à des opérations financières dans le cadre des politiques monétaires expansionnistes des banques centrales nationales périphériques. Ces évolutions sont observables à travers celle du bilan de la Deutsche Bundesbank. L'une des raisons évidentes et logiques de la stabilité de la progression des exportations allemandes est la capacité de son économie à produire des biens et des services d'une excellente qualité pour lesquels la demande reste en croissance perpétuelle. Le problème émerge lorsque les importations depuis un pays comme l'Allemagne vers un pays périphérique comme l'Espagne restent constamment inférieures aux exportations sur le long terme (Ehnts, 2017). Ceci se traduit par l'accumulation de créances vis-à-vis de l'économie importatrice compte tenu de la configuration institutionnelle de l'Eurosystème, qui permet le développement des dettes extérieures vis-à-vis du reste de la zone euro par la détention d'un solde TARGET2 négatif. La détention de ces dettes intra-européennes ne détériore pas la balance des paiements

sur le court terme en l'absence de finalité pour les opérations de paiement ainsi que d'un impact sur les réserves de change. Le risque surgit dans le cas où le système bancaire du pays ayant accumulé un solde TARGET2 largement négatif se retrouve dans l'incapacité d'honorer ses engagements intra-européens. Dans ce cas, les créances détenues par le pays détenteurs d'un solde créditeur seront réévaluées à la baisse.

Selon Siekmann (2012), le défaut sur les dettes souveraines peut être assimilé à deux situations : (1) l'incapacité d'une entité gouvernementale à assurer ses obligations financières de manière convenable ; (2) l'initiation d'une procédure légale formalisée ayant pour objectif de résoudre une situation d'insolvabilité ou d'illiquidité<sup>13</sup>. Ces deux situations passent dans un premier temps par l'accumulation des dettes elles-mêmes. Dans ce cas, la déclaration de défaut sur une dette souveraine constitue la finalité d'un processus dont le déclenchement peut être dû à une situation de crise mais aussi à des dysfonctionnements institutionnels comme cela est le cas pour l'UME.

La configuration du système TARGET2 telle que nous l'avons décrit précédemment permet l'accumulation de dettes et de créances vis-à-vis du reste de la zone euro sans restriction. Face à une crise de confiance, la liquidité accordée à des taux d'intérêt relativement faibles aura été insuffisante à stimuler les marchés interbancaires en raison d'une crise de confiance suite aux défauts bancaires sur les dettes préalablement détenues. D'autre part, la réduction des taux d'intérêt à court terme sur de longues périodes – et donc le maintien de l'offre de liquidité – influence le comportement des banques de deux manières : (1) d'abord par son impact sur la valorisation des titres, les revenus et les flux monétaires qui peuvent modifier la manière de mesurer le risque par les banques et les investisseurs ; (2) ensuite à travers une prospection plus intensive et une mise en priorité des rendements des titres<sup>14</sup> (Altunbas et al., 2010).

---

13. L'auteur explique que le terme « défaut souverain » est généralement employé pour identifier toute situation de détresse dans laquelle un débiteur – dans ce cas un Etat ou un gouvernement – ou toute autre entité publique, est susceptible de se retrouver, même si, dans ce cas, les limites exactes de ces entités ne sont pas clairement définies. Dans un essai d'identifier ces dernières, il propose une définition juridique des termes d'illiquidité et d'insolvabilité. Il explique que la réglementation européenne est essentiellement centrée sur la prévention du risque de défaut et non pas sur les mécanismes de résolution des crises. C'est la raison pour laquelle les mécanismes de secours temporaires pour les pays endettés ont été déployés en dehors du cadre opérationnel du SEBC. Voir aussi Siekmann (2015).

14. D'autre part, le maintien d'un niveau bas des taux d'intérêt à court terme sur de longues périodes produit un impact mesurable sur la marge nette d'intérêt réalisée par les banques sur les prêts accordés. Klein (2020) explique que l'application de taux d'intérêt relativement bas sur une courte période atténue la marge nette d'intérêt des banques de la zone euro. L'analyse empirique réalisée identifie une relation

La transmission du risque des dettes publiques est suffisamment significative et démontrée à travers une étude empirique de Brutti et Sauré (2015), qui expliquent que le degré d'exposition des économies aux chocs financiers à l'intérieur de l'Eurosysteme repose sur celui des « *Credit Default Swaps* » (CDS<sup>15</sup>) en prenant l'exemple de la Grèce. L'étude menée dans cette perspective mobilise les informations financières afin d'identifier les chocs financiers à travers un modèle de vecteur autorégressif et identifie l'exposition aux risques souverains comme canal de transmission des chocs financiers. Cette étude empirique montre qu'une augmentation de l'ordre de 1% de la prime de risque sur les CDS grecs a pour conséquence directe d'augmenter les primes de même nature de l'ordre de 0,275% en moyenne sur un échantillon de 11 pays membres de l'Eurosysteme. D'autre part, aucune relation suffisamment robuste d'un point de vue statistique n'a pu être démontrée concernant la transmission du risque de défaut souverain à travers les opérations de refinancement interbancaires. Les mesures non-conventionnelles de politique monétaire mises en place en période de crise afin de relancer l'activité bancaire et stimuler les opérations de création monétaire n'ont donc pas été des facteurs propulseurs du risque de défaut bancaire. Celui-ci émergerait des pratiques financières menées sur la même période aboutissant à la détention d'importantes créances sous la forme de titres de la dette publique.

Les bilans des banques centrales des pays membres de l'Eurosysteme ont vu leur composition et leur taille évoluer durant cette période. Compte tenu des mesures non-conventionnelles de politique monétaire visant à faire face aux répercussions de la crise de la zone euro, les banques centrales nationales ont changé de comportement et ont apporté un soutien massif à leurs systèmes bancaires respectifs.

---

positive entre cette dernière et l'offre de crédits. Les résultats de l'analyse ne démontrent toutefois aucune relation significative dans le cas de taux d'intérêt réels négatifs. La faible rentabilité sur les intérêts des prêts accordés n'a donc aucun impact sur l'offre de crédit car les banques ont compensé ces pertes par la réduction de leurs provisions pour les pertes futures sur les prêts accordés.

15. Dans leur étude de l'impact des mesures non-conventionnelles des politiques monétaires sur l'offre de crédit et les taux de dépôt dans la zone euro, Hofmann et al. (2020) utilisent le CDS pour suivre le rendement des obligations garanties, et non-garanties par les banques centrales, émises par les banques commerciales. L'analyse réalisée par Hofmann et al. (2020) aboutit aux conclusions suivantes : (1) la politique monétaire accommodante de la BCE permet de réduire les taux d'intérêt sur les prêts attribués par les banques de la zone euro ; (2) l'impact des mesures non-conventionnelles de la politique monétaire de la BCE était d'une portée différente d'un pays à l'autre. Les effets de ces mesures étaient plus efficaces au niveau des économies dont la détresse économique et financière étaient plus prononcées, en l'occurrence l'Italie. Voir aussi Allen et al. (2012).

## **3.2 Impact de l'évolution des soldes TARGET2 sur les bilans des banques centrales nationales de l'Eurosystème**

Sinn et Wollmershäuser (2012a,b) qualifient les soldes TARGET2 de système comptable caché dans les recoins des bilans des banques centrales nationales de la zone euro<sup>16</sup>, pour analyser les déséquilibres internes de la zone euro. Afin de financer les déficits de la balance des paiements, la BCE a toléré et activement soutenu la création monétaire et les prêts volumineux par les banques centrales nationales de la périphérie au détriment de la création monétaire et des prêts au centre de la zone euro. Cela a déplacé le stock de crédit de refinancement net de la zone euro du centre vers la périphérie et a converti les banques centrales nationales du centre en débiteurs nets de leurs systèmes bancaires, des institutions qui empruntent et détruisent principalement l'euro plutôt que de l'émettre et de le prêter.

La BCE a agi comme prêteur en dernier ressort pour les systèmes bancaires européens. Il est désormais possible d'identifier deux principaux effets des provisions de liquidité mises à la disposition des institutions bancaires sur le fonctionnement du marché interbancaire quotidien de 2008 à 2014 : (1) la liquidité fournie par la BCE a remplacé l'offre de liquidité du secteur bancaire durant la crise de 2008 ; (2) elle a augmenté l'offre de liquidité sur les marchés interbancaires des PIIGS<sup>17</sup>.

Les mécanismes de politique monétaire déployés en période de crise visent à stimuler les marchés interbancaires afin de restaurer la dynamique de refinancement. Celui-ci s'opère tenant compte des taux d'intérêt directeurs, représentant le coût direct de l'utilisation de la monnaie de banque centrale. La réduction de ce coût permet d'augmenter la masse monétaire en circulation. Une crise de liquidité se traduit par une baisse des taux directeurs et un recul du volume des opérations de paiement interbancaires, accompagnée d'une baisse de la demande pour la liquidité par les banques face à une augmentation de l'offre par les banques centrales. Les banques en manque de liquidité demandent, dans ce cas, moins de

---

16. Les positions vis-à-vis du reste de la zone euro ne sont pas explicitement mentionnées sur les bilans des banques centrales mais sont comptabilisées sous la mention de : créance/engagement intra-Eurosystème

17. Il s'agit de l'acronyme réunissant le Portugal, l'Irlande, l'Italie, la Grèce et l'Espagne.

liquidité sur les marchés interbancaires tandis que les banques excédentaires offrent plus de liquidité<sup>18</sup>.

### **3.2.1 Traitement comptable des opérations de paiement à travers TARGET2**

Les paiements entre les banques des pays membres de l'Eurosystème ne sollicitent plus les réserves de change des pays. Pour un paiement supranational intra-européen, les banques centrales interviennent en tant qu'intermédiaire afin de remplir le rôle expliqué dans le chapitre 1 et piloter la procédure de règlement du système TARGET2 dans le respect des protocoles de sécurité et d'authentification des banques commerciales impliquées dans l'opération de paiement. Les banques centrales jouent aussi leur rôle de prêteur en dernier ressort afin de permettre la création monétaire aux banques commerciales par deux voies possibles : (1) accorder des prêts directs aux banques commerciales ; (2) racheter les titres de dette afin de soutenir la fluidité des marchés interbancaires en augmentant leur liquidité. Il découle de la nature des transferts de monnaie à l'intérieur de l'Eurosystème que les soldes TARGET2 ne sont pas simplement des éléments de compensation du bilan, mais des créances et des engagements réels présentant des caractéristiques de crédit ou de prêt et qui génèrent des intérêts. D'un côté de la transaction, une banque centrale doit créer et créditer de la monnaie de banque centrale afin de financer l'octroi de crédit par une banque commerciale appartenant à son économie, comme c'est généralement le cas. De l'autre côté, une banque commerciale reçoit un financement de la part de sa banque centrale lui permettant d'honorer son engagement supranational dans le processus de remboursement de ce crédit. Or, ces opérations demeurent sans finalité car la création et le transfert de la monnaie de banque centrale ne s'accompagne pas d'un transfert d'actif négociable ni de créance sur une banque commerciale.

Au bilan d'une banque centrale nationale, les actifs négociables ainsi que les prêts accordés aux banques commerciales sont inscrits parmi les actifs, tandis que la monnaie de banque

---

18. Garcia-de Andoain et al. (2016) établissent le rapport de causalité suivant : un choc de liquidité sur le marché interbancaire provoque une baisse du volume des transactions interbancaires et du taux d'intérêt général, seulement accompagnée d'une baisse de la demande de liquidité par les banques et une stabilité de l'offre. L'offre de liquidité des banques centrales remplace la demande bancaire sur le marché et augmente l'offre de crédit sur les segments du marché les plus touchés par la crise de liquidité.

centrale qu'elle a créée est inscrite à droite parmi le passif. Étant donné que le bilan grec, à titre d'exemple, se contractait et que la taille du bilan allemand ne cessait de s'accroître, les soldes TARGET2 sont comptabilisés comme des éléments de compensation, c'est-à-dire comme un passif de la banque centrale grecque et comme une créance de la Bundesbank, dans les deux cas vis-à-vis de la BCE.

### **Traitement comptable d'un paiement intra-européen en période normale**

Les banques centrales cumulent des actifs en fonction de leurs interventions sur le marché interbancaire. L'illustration de la création monétaire renvoie parfois vers celle de l'impression des billets de banque afin de les mettre en circulation, celle-ci étant réalisée en alimentant le compte de réserve de la banque commerciale concernée. Celui-ci apparaît dans les passifs de la banque centrale. Il s'agit donc d'une opération comptable ayant un impact sur les bilans des deux institutions (Whelan, 2014).

Les opérations de refinancement se résument donc à des écritures comptables qui modifient la composition des bilans des banques centrales comme le montrent les tableaux 3.1 et 3.2. Le mécanisme de fonctionnement du système TARGET2 implique, pour chaque opération de paiement, deux banques commerciales appartenant à deux économies différentes et agissant sous l'autorité de deux banques centrales de l'Eurosystème.

En considérant l'exemple d'une banque domiciliée en Espagne effectuant un paiement pour le compte de l'un de ses clients au profit d'une banque domiciliée en Allemagne, et en faisant abstraction des procédures de vérification et d'adaptation des protocoles de communication aux RTGS nationaux spécifiques à chaque banque centrale, l'opération de paiement intra-européenne à travers TARGET2 aura un impact différent en fonction des politiques monétaires des banques centrales nationales. Il est possible d'articuler cette opération en quatre étapes.

En période normale, la banque Santander sollicite ses réserves au niveau de la banque d'Espagne (Banco de España) ; cette dernière vérifie la disponibilité des fonds nécessaires à la transaction sur le compte courant de la banque et transmet la demande de paiement à la banque centrale en Allemagne (Deutsche Bundesbank). Une fois la requête reçue, cette dernière alimente le compte de réserve de la Commerzbank et enregistre une créance vis-à-vis du reste de la zone euro à l'actif de son bilan.

La Commerzbank alimente le compte courant de son client se trouvant au passif de son bilan et enregistre l'augmentation de ses réserves auprès de la Bundesbank à l'actif. Au retour de la confirmation de paiement par la Banque d'Espagne, celle-ci débite le compte de réserve de la banque Santander et enregistre un engagement vis-à-vis du reste de la zone euro au passif de son bilan. La banque Santander quant à elle débite le compte courant de son client au passif de son bilan et enregistre la diminution de ses réserves auprès de la Banque d'Espagne à l'actif.

Actif	<b>Banco de España</b>		Passif
		Réserves banque centrale Santander :	- 100
		Engagements vis-à-vis du reste de la zone euro	+ 100
Actif :	+/- 00		Passif : +/- 00
Actif	<b>Santander</b>		Passif
Compte courant banques centrales nationales :	- 100	Compte client A :	- 100
Actif :	- 100	Passif :	- 100

TABLEAU 3.1 – flux monétaires au niveau du système bancaire émetteur du paiement  
Source : Elaboration personnelle à partir de Rossi (2012); Whelan (2014); Eisenschmidt et al. (2017)

Ainsi, une opération de paiement à travers le système TARGET2 génère d'une part l'augmentation de la taille du bilan de la banque commerciale destinataire du paiement et de la banque centrale nationale sous l'autorité de laquelle elle agit (tableau 3.2). D'autre part, cela comporte la réduction des actifs de la banque émettrice du paiement par la réduction de ses réserves auprès de sa banque centrale nationale. Cette dernière maintient le même niveau de ses actifs et la taille de son bilan reste donc inchangée (tableau 3.1)<sup>19</sup>.

19. Une augmentation de la position débitrice nette d'une banque centrale nationale vis-à-vis de TARGET2 et une augmentation correspondante des créances nettes d'une autre banque centrale nationale peuvent être causées par une grande variété d'opérations. H. Buitter et al. (2011a) discutent de deux exemples de types de transactions qui peuvent donner lieu à de tels changements dans les soldes. Un exemple est une transaction qui entraîne une augmentation du déficit commercial et du déficit du compte courant d'un État membre, par exemple l'Irlande. Ils expliquent qu'il est difficile d'identifier empiriquement une cause probable des changements observés dans les soldes TARGET2, mais présentent des preuves circonstancielles que, du moins pour le cas de l'Irlande, il est peu probable que les déficits d'exportation aient été le principal moteur de la forte augmentation des soldes TARGET2.

Actif	<b>Deutsche Bundesbank</b>		Passif
Créances vis-à-vis du reste de la zone euro :	+ 100	Réserves banque centrale Commerzbank :	+ 100
Actif :	+ 100	Passif :	+ 100

Actif	<b>Commerzbank</b>		Passif
Compte courant banques centrales nationales :	+ 100	Compte client B :	+ 100
Actif :	+ 100	Passif :	+ 100

TABLEAU 3.2 – flux monétaires au niveau du système bancaire récepteur du paiement  
Source : Elaboration personnelle à partir de Rossi (2012); Whelan (2014); Eisenschmidt et al. (2017)

Les banques commerciales de l'Eurosystème font donc appel à leurs réserves auprès des banques centrales de la même manière que les réserves de change sont sollicitées dans un régime de changes fixes. Chaque paiement réduit ces réserves et alimente celles de la banque destinataire du paiement. La crise de liquidité semble avoir divulgué cette similitude qui était, jusque-là, dissimulée sous l'aspect unificateur de la monnaie unique.

Le comportement des banques commerciales a changé en période de crise, passant du statut de prêteur à celui d'emprunteur en premier lieu à travers l'aversion pour la liquidité mise à disposition par les banques centrales dans le cadre des mesures de politique monétaire. Cette liquidité accordée à des taux d'intérêt relativement bas est restée bloquée dans le marché interbancaire sans parvenir à l'économie réelle afin de relancer la croissance économique, comme cela était prévu lors de la mise en place de ces mesures. L'impact des opérations de paiement intra-européennes a changé compte tenu de ces circonstances ayant des répercussions différentes sur les bilans des banques centrales et des banques commerciales des pays périphériques.

### **Traitement comptable d'un paiement intra-européen en période de crise**

Face à une situation de crise, certaines banques commerciales subissent l'obligation de gérer des flux de capitaux sortants suite à l'APP déployé par la BCE. La tendance et l'intensité de ces flux dépassaient les capacités de paiement des institutions bancaires des pays périphériques qui, en l'absence d'une intervention directe de leurs banques cen-



trales, se retrouveraient face à deux possibilités : (1) liquider progressivement leurs actifs jusqu'aux moins liquides afin de faire face aux demandes de paiement ; (2) se mettre en faillite comme cela a été le cas pour Lehman Brothers. Ces deux scénarios ont été évités par l'intervention des banques centrales permettant aux systèmes bancaires de faire face à l'intensité des opérations de paiement durant la crise de la zone euro de par leur nombre et le volume des transactions.

Les paiements intra-européens au début de la crise de la zone euro réduisent la taille des bilans des banques commerciales des économies périphériques à une vitesse supérieure à la normale. La détérioration des bilans des banques commerciales par la réduction constante et rapide de la valeur de leurs actifs aurait certainement mené à une série de faillites qui auraient affecté les économies périphériques en premier lieu, puis toutes les économies détenant des créances vis-à-vis de ces économies, synonymes de propagation du risque de défaut bancaire à travers les opérations de refinancement interbancaire<sup>20</sup>.

Le mécanisme de paiement du système TARGET2 reste inchangé en période de crise. Le processus mené est le même que pour une opération de paiement en période normale. Les différences se situent au niveau des bilans des banques centrales et des banques commerciales des payeurs. Comme nous pouvons l'observer sur le tableau 3.2, le compte courant du client de la Commerzbank est alimenté à l'issue de l'opération de paiement, de la même manière que les réserves auprès des banques centrales et les créances vis-à-vis du reste de la zone euro en ce qui concerne la Bundesbank.

La Banque d'Espagne, de son côté, intervient afin de préserver les actifs de la banque Santander. Ainsi, au lieu de débiter les réserves de cette dernière, elle lui attribue un crédit dans le cadre des mesures de politique monétaire qu'elle enregistre à l'actif de son bilan afin de contrebalancer la diminution de ses réserves. La banque Santander enregistre de son côté la diminution du solde du compte de son client en raison du paiement au passif de son bilan. Elle enregistre aussi la liquidité octroyée par la Banque d'Espagne à l'actif de son bilan afin de compenser la diminution de ses réserves auprès de la banque centrale.

---

20. Garcia-de Andoain et al. (2016) analysent l'impact de la politique monétaire expansionniste de la BCE durant la période 2008-2014. Sur la base des données sur les opérations interbancaires issues de TARGET2, le modèle établi montre que la BCE jouait le rôle de prêteur de dernier ressort par défaut pour le système bancaire de la zone euro. L'offre de liquidité a eu deux effets significatifs sur les marchés interbancaires : d'abord, la monnaie de banque centrale a remplacé la demande de liquidité, particulièrement durant la crise financière (2008-2010). Ensuite, une augmentation de la liquidité au niveau des économies les plus impactées par la crise de la dette souveraine (PIIGS) a été observée.

Actif	<b>Banco de España</b>		Passif
Prêts accordés aux institutions de crédit :	+ 100	Engagements vis-à-vis du reste de la zone euro :	+ 100
Actif :	+ 100	Passif :	+ 100

Actif	<b>Santander</b>		Passif
Compte courant banques centrales nationales :	- 100	Compte client A :	- 100
Liquidité :	+ 100	Dettes banque centrale :	+ 100
Actif :	+/- 00	Passif :	+/- 00

TABLEAU 3.3 – Intervention des banques centrales nationales sur les paiements supranationaux en période de crise

Source : Elaboration personnelle à partir de Rossi (2012); Whelan (2014); Eisenschmidt et al. (2017)

Le bilan de la banque Santander est ainsi préservé face à la sortie des capitaux en direction du système bancaire allemand. La taille du bilan de la Banque d'Espagne augmente par conséquent. L'enregistrement d'une créance (d'un engagement) vis-à-vis du reste de la zone euro alimente le solde TARGET2 positif (négatif) de la banque centrale en Allemagne (en Espagne) au fur et à mesure que ces opérations sont réalisées<sup>21</sup>.

Auer (2014) affirme que les soldes TARGET2 ont évolué en raison d'une rupture des paiements dans le cadre d'échanges commerciaux impactant directement les balances courantes. Par conséquent, il ne constate pas de dysfonctionnement institutionnel de la BCE et réfute ainsi la thèse selon laquelle il faudrait procéder à de profondes réformes. Il s'oppose aussi aux propositions de limiter les soldes TARGET2 dans le but de contrôler l'effet de contagion et transfert du risque entre les pays créditeurs et débiteurs de l'Eurosystème d'un côté, et entre les secteurs public et privé des pays créditeurs de l'autre. A l'échelle de la zone euro, le système TARGET2 ne représente pas un risque en lui-même, mais un

21. Dans les débats actuels, certaines mesures sont proposées afin de limiter les répercussions de la crise de l'euro, et parmi ces suggestions, celle de plafonner les soldes TARGET2 afin d'éviter une augmentation trop importante des positions débitrices ou créditrices des pays membres. Toutefois, cette mesure se focalise sur le symptôme et non pas sur les causes de la crise. Car limiter l'évolution des soldes TARGET2 ne laisserait pas d'autres choix aux économies des pays périphériques que de s'endetter davantage auprès d'institutions extérieures à la zone euro afin de faire face aux mouvements de capitaux. Ou bien ces derniers seraient tout simplement bloqués puisque la liquidité nécessaire manquerait aux systèmes bancaires des pays en question. Une interdiction constitutionnelle serait donc inadaptée étant trop rigide dans le contexte actuel mais aussi contraire aux principes du traité de Maastricht visant à faire de l'UME européenne un espace de libre circulation des personnes, des biens et services et des capitaux.

canal de transfert de ce risque en cas de défaut de paiement, partiel ou complet. Dans ce cas, ce sont les banques centrales des pays créditeurs qui sont exposées au risque et non pas leurs systèmes bancaires<sup>22</sup>.

### **3.2.2 Evolution des composants des bilans des banques centrales de l'Eurosystème : l'exemple de la Deutsche Bundesbank et du Banco de España**

Les opérations de paiement intra-européennes affectent les bilans des institutions de crédit et ceux des banques centrales tant en périodes normales qu'en périodes de crise. Nous allons nous pencher sur les évolutions des bilans de deux banques centrales nationales de la zone euro. En raison de leur particularité, les évolutions des bilans de la Deutsche Bundesbank et du Banco de España nous semblent être l'exemple le plus adapté pour illustrer l'impact des opérations de paiement intra-européennes sur les bilans des banques centrales de l'Eurosystème.

L'analyse des bilans des deux banques centrales montre des tendances similaires du point de vue de l'évolution des actifs et des passifs dans leur ensemble. L'évolution des composants de l'actif et du passif quant à elle reste spécifique à chacune des deux banques centrales.

Nous constatons d'abord que la taille des bilans augmente constamment et progressivement pour les deux banques centrales jusqu'en 2012, lorsqu'un recul est mesuré. Celui-ci s'étale jusqu'en 2014, puis la tendance repart à la hausse. Ce constat est valable pour les deux banques centrales (figure 3.2). La taille du bilan de la Deutsche Bundesbank étant largement supérieure à celle du bilan du Banco de España au moment de la mise en circulation de la monnaie unique, elle progresse à un volume naturellement plus important.

L'observation des évolutions des composants de l'actif et du passif de chacun des bilans permet d'identifier les éléments à l'origine de ces évolutions. Dans le cas du Banco de España, l'augmentation de la taille de l'actif est principalement due aux prêts accordés aux

---

22. Erler et Hohberger (2016) quantifient les pertes et les gains potentiels relatifs à la détention de créances vis-à-vis du reste de la zone euro. Dans cette perspective, ils évaluent une position débitrice et une position créditrice en période normale, puis en période de crise et en l'absence de flux de capitaux privés dans les opérations commerciales intra-Eurosystème. Il en conclue ainsi que le système TARGET2 agit comme un mécanisme d'équilibre implicite.

institutions de crédit intra-européennes dans le cadre de ses opérations de politique monétaire. Il s'agit des financements attribués aux banques commerciales afin de leur permettre de faire face aux flux de capitaux sortants. Dans le cas de la Deutsche Bundesbank, l'actif a principalement augmenté en raison des créances intra-européennes détenues issues des paiements perçus à travers le système des paiements intra-européen. L'augmentation de ces créances est accompagnée d'une augmentation des passifs intra-européens du côté du Banco de España.

A l'observations des données collectées sur la période 2001-2022 (annexes 3.1 et 3.2), nous constatons que l'augmentation des éléments de l'actif et du passif s'opère à des niveaux équivalents en volume. La taille du bilan de la Deutsche Bundesbank passe de 671 259 millions d'euros en 2010 à 1 025 306 millions d'euros en 2012, soit une augmentation en volume de 354 047 millions d'euros environ et donc de 52,74%. Dans le cas du Banco de España, la taille du bilan passe de 202 621,16 millions d'euros en 2010 à 549 683,05 millions d'euros en 2012, soit une augmentation en volume de 347 061,89 millions d'euros. Cette augmentation est équivalente à celle de la Deutsche Bundesbank en volume mais représente un taux de croissance de 171,28%. Nous pouvons considérer dans ce cas que l'augmentation de la taille du bilan du Banco de España est disproportionnelle à sa taille initiale – avant le début de la crise de la zone euro.

A l'observation des bilans des deux banques centrales, nous constatons que seules quelques composants sont à l'origine de ces augmentations. Dans le cas de la Deutsche Bundesbank, il s'agit des créances intra-européennes dont l'augmentation est équivalente à 93,11% de l'augmentation de l'actif. Tandis que pour le Banco de España l'augmentation du volume des prêts accordés aux institutions de crédit représente 86,3% de l'augmentation de l'actif. Ces deux composants représentent environ 65% du total des actifs des deux banques centrales respectivement<sup>23</sup>.

---

23. Des études différentes autour des bilans des banques centrales de l'Eurosystème ont été réalisées, notamment H. Buitter et al. (2011a) qui présentent un modèle stylisé des bilans dans la zone euro. Ils supposent deux pays, l'Allemagne et l'Irlande – chacun avec seulement trois secteurs – la banque centrale nationale, le secteur bancaire et le reste de l'économie. Les auteurs présentent deux exemples de types de transactions qui peuvent entraîner des variations importantes des soldes TARGET2 permettant de parvenir à des conclusions concordantes avec les notes : l'exemple d'un agriculteur irlandais qui emprunte x euros à une banque irlandaise pour acheter un tracteur allemand. Suite à cette transaction, le stock de capital irlandais augmente et le solde des prêts de l'économie irlandaise vis-à-vis des banques irlandaises augmente. Qu'au lieu de réduire ses actifs ou d'emprunter à d'autres La Banque centrale d'Irlande augmente à son tour sa dette à TARGET2. Comme il n'y a pas eu d'autres transactions dans le compte courant de l'Irlande, son

Si l'évolution du bilan de la Deutsche Bundesbank semble naturellement proportionnelle à sa taille initiale, celle du Banco de España est manifestement influencée par un autre facteur que les mesures de politique monétaire. Le développement de dettes et de créances intra-européennes définit le niveau du solde TARGET2 du pays. Dans le cas de l'Allemagne, le solde TARGET2 est positif et largement supérieur à la moyenne des soldes positifs des autres pays. Celui de l'Espagne est en revanche largement négatif, et presque équivalent – en valeur absolue – à celui de l'Allemagne (figure 3.1).

Compte tenu de ces éléments, nous pouvons supposer l'existence d'une relation entre les soldes TARGET2 des deux pays en particulier, et ceux des membres de l'Eurosystème de manière générale. L'implication des banques centrales dans chacune des opérations de paiement intra-européennes affectent les éléments de leurs bilans et donc le solde TARGET2 du pays.

---

déficit courant a augmenté. Un tel exemple pourrait en principe illustrer comment une augmentation des engagements nets TARGET2 de la Banque centrale d'Irlande est créée ou entraînée par un déficit du compte courant irlandais.

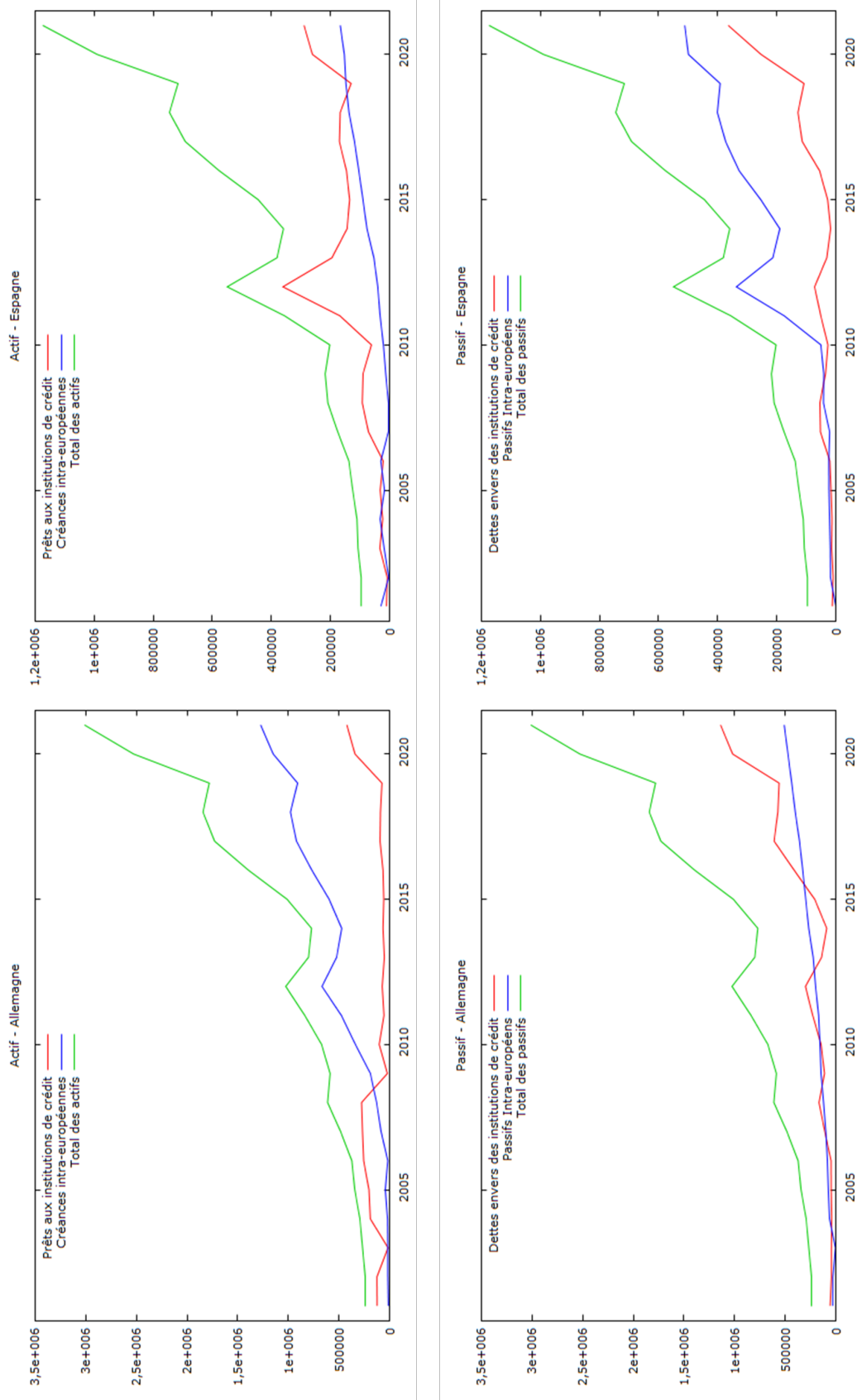


FIGURE 3.2 – Evolution des éléments des bilans de la Deutsch Bundesbank et du Banco de España (2001-2022)  
 Source : Elaboration personnelle à partir des rapports financiers des banques centrales

### **3.3 Analyse de la corrélation des soldes TARGET2 d'une sélection de pays**

A l'observation des évolutions récentes des soldes TARGET2 nous pouvons constater la tendance de ces soldes à évoluer de manière proportionnelle, mais parfois dans un sens opposé les unes aux autres (figure 3.3). La distribution des nuages de points pour certaines paires de séries s'articule parfaitement autour d'une droite décroissante signifiant que l'augmentation du solde TARGET2, et donc de la position créditrice vis-à-vis du reste de la zone euro, d'un pays, s'accompagne par une diminution du solde TARGET2, et donc une augmentation de sa position débitrice vis-à-vis du reste de la zone euro. Le développement de ces soldes dans chaque pays ayant un impact direct sur l'actif ou le passif du bilan de la banque centrale, ils sont aussi susceptibles d'impacter la taille du bilan d'au moins un autre pays membre de l'Eurosystème<sup>24</sup>. Notre démarche ici consiste à démontrer l'existence d'une relation entre les soldes TARGET2 d'un groupe de pays membres de l'Eurosystème par l'intermédiaire des bilans des banques centrales nationales. Le but n'est pas de mesurer l'impact de l'évolution d'un solde TARGET2 sur un autre.

#### **3.3.1 Illustration de l'hétérogénéité par les évolutions des soldes TARGET2**

Le coefficient de corrélation de Pearson est compris entre  $(-1)$  pour une relation négative, et 1 pour une relation positive. Plus le coefficient tend vers ces deux valeurs extrêmes, plus la corrélation est forte. A l'observation des évolutions illustrées dans les annexes 3.3 et 3.4, nous pouvons à première vue distinguer l'existence de quatre zones à forte corrélation (figure 3.3). Les soldes TARGET2 en question sont ceux de l'Allemagne, l'Espagne, la Finlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal en plus de l'Autriche et de la Grèce dans une moindre mesure.

Si Auer (2014) établit une corrélation entre les balances commerciales et les soldes TARGET2 des pays périphériques de la zone euro, il n'en déduit pas forcément un rapport de

---

24. Comme nous l'avons expliqué auparavant, chaque paiement intra-européen via TARGET2, impacte les bilans des institutions de crédit et des banques centrales nationales de deux pays membres de l'Eurosystème.

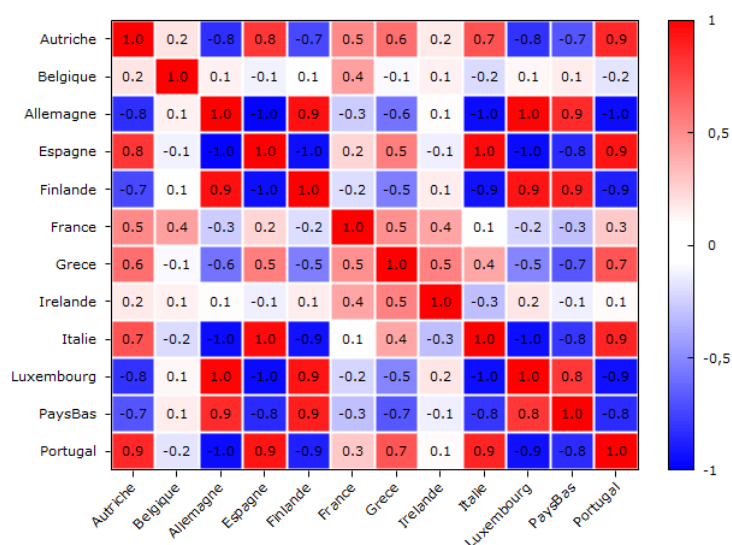


FIGURE 3.3 – Matrice de corrélation des soldes TARGET2 d’une sélection de pays de la zone euro

Source : Elaboration personnelle à partir de TARGET (2003)

causalité, car cette corrélation était inversée avant 2007. Cela signifie qu’un déficit commercial n’influçait pas le solde TARGET2 d’un pays avant la crise; il n’y a donc pas de raison pour que la tendance s’inverse à l’arrivée de la crise financière en Europe. De ce fait, les soldes TARGET2 négatifs des PIIGS sont dus à des opérations financières. A l’observation de l’évolution des bilans des banques centrales de deux pays de la zone euro (l’Allemagne et l’Espagne), nous avons pu constater que les créances sur le reste de la zone euro d’un côté, et les engagements vis-à-vis du reste de la zone euro de l’autre, évoluent simultanément, dans le même sens, et de la même quantité.

Sur la base de la matrice de corrélation des soldes TARGET2 d’une sélection de pays membres de l’Eurosystème, nous constatons que l’indice de corrélation de Pearson le plus élevé est celui des paires Allemagne-Espagne et Allemagne-Luxembourg (annexes 3.5a et 3.5b). Les soldes TARGET2 de ces trois pays évoluent de manière très précisément identique mais dans des sens opposés. La représentation de chacune de ces variables en fonction d’une variable de référence permettra d’exprimer de manière explicite l’existence d’une relation entre les deux.

Comme nous pouvons le voir à travers les représentations graphiques (figures 3.3 et 3.4),



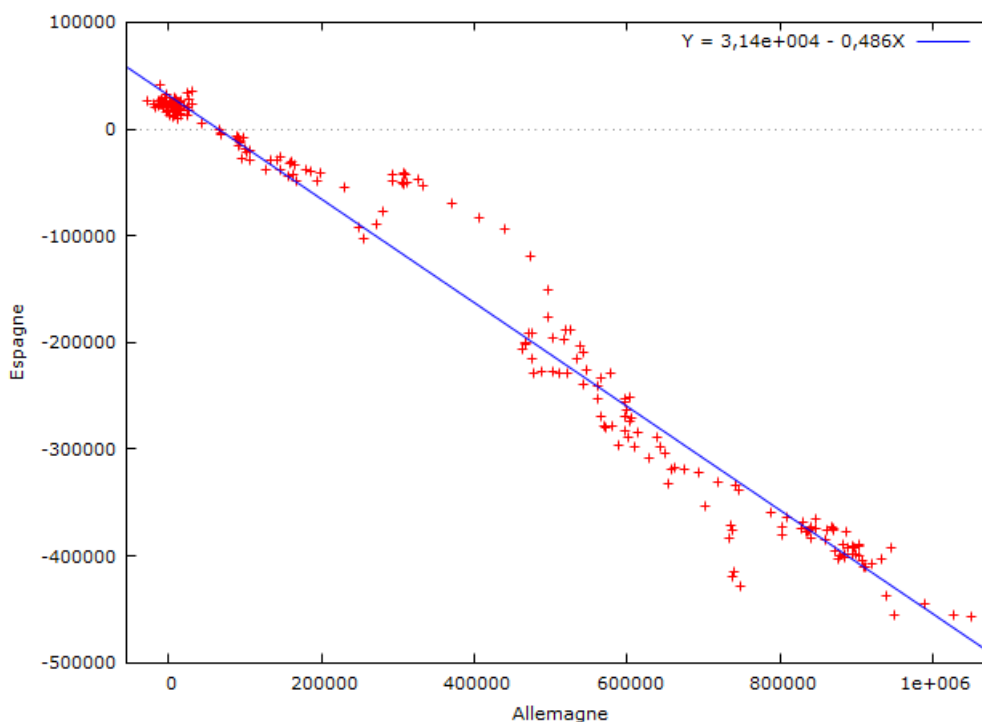


FIGURE 3.4 – Soldes TARGET2 Espagne versus Allemagne - Nuage de points (avec ajustement des moindres carrés)

Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat

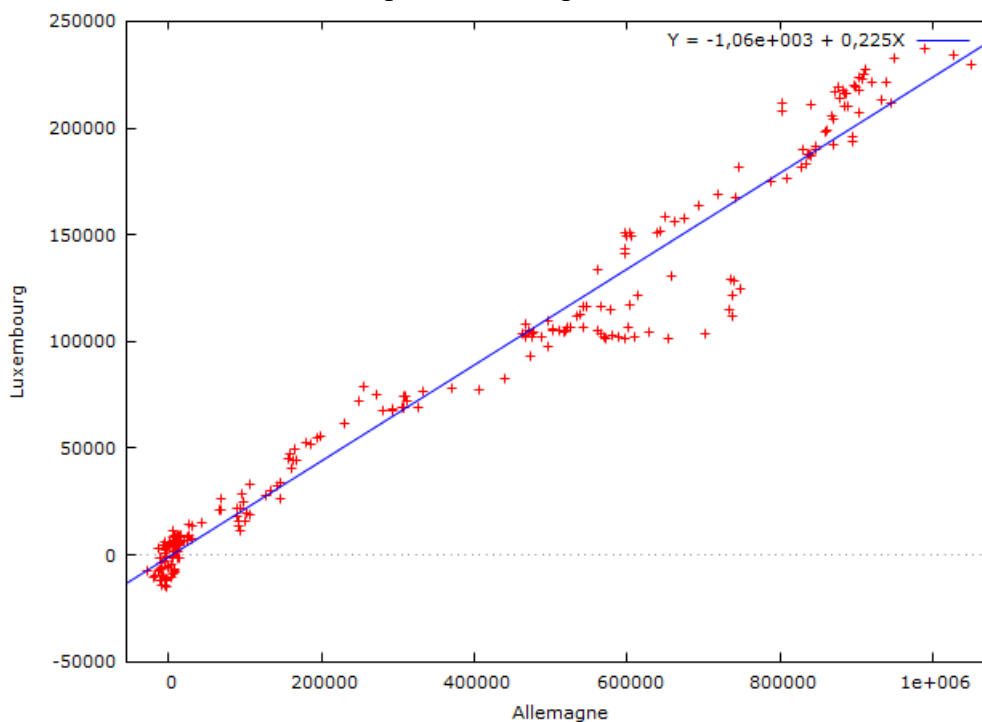


FIGURE 3.5 – Soldes TARGET2 Luxembourg versus Allemagne - Nuage de points (avec ajustement des moindres carrés)

Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat

les nuages de points représentant les soldes TARGET2 de l'Espagne et du Luxembourg en fonction du solde TARGET2 de l'Allemagne s'articulent parfaitement autour de la droite d'ajustement. La forme linéaire dégressive de cette dernière exprime une relation linéaire négative entre deux séries temporelles. D'autre part, la droite d'ajustement pour le nuage de points concernant les soldes TARGET2 de l'Allemagne et du Luxembourg est linéaire croissante, ce qui exprime une relation linéaire positive entre les deux variables.

La corrélation apparaît comme une relation transitive entre les soldes TARGET2 des pays sélectionnés. Si nous prenons l'exemple du solde TARGET2 de l'Allemagne, nous constatons qu'il développe une corrélation négative avec les soldes TARGET2 de l'Espagne et de l'Italie par exemple. Ces derniers affichent tous les deux une corrélation négative avec le solde TARGET2 des Pays-Bas. Celui-ci évolue en revanche dans le même sens que le solde TARGET2 de l'Allemagne, la corrélation entre les deux étant positive. Compte tenu de ces rapports de corrélation, nous pouvons établir une répartition de cette sélection de pays membres de la zone euro en fonction de l'évolution de leurs soldes TARGET2 respectifs. La matrice de corrélation permet d'identifier deux groupes de pays à l'intérieur de l'Eurosystème en fonction de leurs positions respectives vis-à-vis du reste de la zone euro. Nous constatons que les pays créditeurs vis-à-vis du reste de la zone développent des relations de corrélation positives entre eux de même que les pays débiteurs. Les pays ayant des positions différentes du point de vue de leurs soldes TARGET2 développent systématiquement une relation de corrélation négative.

La démarche suivie nous permet donc d'identifier l'existence d'un rapport de corrélation

<b>Positions créditrices</b>	<b>Positions débitrices</b>
Allemagne	Espagne
Finlande	Italie
Luxembourg	Portugal
Pays-Bas	Autriche
	Grèce
	Irlande

TABLEAU 3.4 – Répartition d'une sélection de pays membres de l'Eurosystème en fonction de leurs positions vis-à-vis du reste de la zone euro

Source : Elaboration personnelle

entre les soldes TARGET2 de la sélection de pays membres de l'Eurosystème. Cette re-

lation ne signifie pas obligatoirement l'existence d'un rapport de causalité. Elle explique simplement que des soldes TARGET2 évoluent dans le même sens tandis que d'autres évoluent dans des sens opposés.

### **3.3.2 La périphérie de la zone euro, une création des divergences : l'exemple de l'Irlande**

D'une manière générale, une augmentation de la position créditrice nette de TARGET2 vis-à-vis de la banque centrale d'Irlande compatible avec un déficit du compte courant irlandais ne suggère pas de lien de causalité allant du second au premier, ni inversement. D'autre part, une augmentation de la dette nette irlandaise vis-à-vis de TARGET2 est compatible avec un excédent du compte courant irlandais tant que cet excédent est inférieur à l'afflux net de capitaux en Irlande provenant des transactions d'entités publiques et privées autres que la banque centrale d'Irlande.

Le déficit courant peut être défini de diverses manières équivalentes. Une définition utile est que l'excédent du compte courant est égal à l'augmentation des créances étrangères nettes d'une nation. Le moteur est ce que l'on pourrait appeler la « fuite des dépôts » - un mouvement des soldes financiers de l'Irlande vers l'Allemagne qui est, au moins directement, sans rapport avec la demande de biens - c'est un rééquilibrage du portefeuille financier qui ne nécessite aucun changement dans le budget national. Cet exemple n'implique pas de dépenses excessives irlandaises et peut potentiellement être empiriquement plus plausible, du moins pour certains pays de la périphérie de la zone euro (H. Buiter et al., 2011b).

Une façon d'interpréter les moteurs de l'augmentation de la dette nette de la banque centrale d'Irlande vis-à-vis de TARGET2 est l'incapacité des secteurs public et privé irlandais autres que la banque centrale à vendre des actifs au reste du monde – en l'occurrence la zone euro, ou d'augmenter leurs dettes envers eux pour financer le déficit courant de l'Irlande. La raison en est que, dans l'Eurosystème, les bénéfices et les pertes de la plupart des opérations de politique monétaire sont regroupés et partagés avec les autres banques centrales nationales de la zone euro en fonction de leurs parts respectives au capital de la BCE.

Pour les pays périphériques, l'exposition du souverain aux risques et aux pertes potentielles résultant des opérations de politique monétaire est également donnée par leurs parts de capital ajustées respectives de la BCE et l'exposition totale de l'Eurosystème. Il est rassurant qu'il en soit ainsi, car une mise en œuvre stricte des procédures de règlement, comme le suggèrent certains analystes, serait incompatible avec l'existence et la survie d'une union monétaire, comme le notent Bindseil et König (2011).

L'écrasante majorité des augmentations des passifs nets irlandais de TARGET2 a eu lieu entre 2008 et 2010. Au cours de ces trois années, les augmentations des engagements TARGET2 de la Banque centrale d'Irlande ont été des multiples du déficit du compte courant irlandais. Si les passifs TARGET2 finançaient le déficit du compte courant irlandais vis-à-vis du reste du monde, ils finançaient aussi une sortie nette de capitaux encore plus importante de l'Irlande (H. Buiter et al., 2011a).

## Conclusion

Les soldes TARGET2 ont évolué de manière significativement différente depuis le début de la crise financière en 2008. L'accumulation de créances et d'engagements intra-européens définit la position – créditrice ou débitrice – de chaque pays. Ces soldes illustrent donc les différents niveaux d'endettement vis-à-vis du reste de la zone euro. Chaque paiement intra-européen porte un impact sur les bilans des banques centrales de l'Eurosystème et en modifie la composition en termes de volumes et de proportions en fonction de la position acquise et en fonction de la nature des opérations commerciales ou financières ayant impliqué un paiement intra-européen.

Le seul moyen pour un pays membre de l'UME de régler ses soldes TARGET2 négatifs est de céder les obligations qui garantissent la liquidité créée par sa banque centrale nationale et, ce faisant, d'annuler le total de la monnaie de banque centrale que sa banque centrale nationale a émise jusqu'au moment où ce pays quitte l'UME. Ce scénario est plutôt hypothétique, car il n'est pas envisagé par le traité de Maastricht, ni par les statuts de la BCE, qui énoncent tous deux l'irréversibilité de l'euro. Quoi qu'il en soit, à l'exclusion de ce scénario de rupture extrême hypothétique, des déséquilibres TARGET2 trop importants sont une manifestation de tensions sous-jacentes entre les pays membres de

l'UME, mettant en évidence une situation unidirectionnelle prédominante de la liquidité des banques centrales nationales ayant des passifs TARGET2 vers les banques centrales nationales ayant des créances TARGET2.

En plus de caractériser le haut degré d'hétérogénéité entre les économies de la zone euro, les niveaux atteints par les soldes TARGET2 représentent un symptôme de fragilité sur le marché de la dette publique. D'un point de vue théorique, le risque de défaut bancaire peut se propager à travers le système TARGET2 non pas en raison des opérations de refinancement interbancaire – celles-ci subissent en premier les répercussions d'une crise de confiance – mais en raison de la détention de titre de dettes publiques non-domestiques. Comme nous l'avons constaté, les paiements intra-européens en période de crise – sans interventions de la part des banques centrales nationales – détériorent les bilans des institutions de crédit des payeurs et réduisent leurs actifs jusqu'à un éventuel épuisement.

Même si le système actuel souffre de dysfonctionnements en raison de sa configuration institutionnelle, nous avons pu constater que les soldes TARGET2 développent des relations de corrélation positives et négatives. Ceci permet de répartir les pays membres de l'Eurosystème en fonction de leurs positions vis-à-vis du reste de la zone euro. Les soldes TARGET2 ne semblent pas s'influencer entre eux, ou du moins, pas de manière directe. Nous estimons qu'un rapport de causalité passe par d'autres variables impliquées dans les paiements supranationaux. Un point de concordance entre l'évolution des soldes TARGET2 et celle des balances de paiements nous permettra de nous rapprocher des éléments à l'origine des évolutions observées et mesurées dans ce chapitre.

# Chapitre 4

## Les balances des paiements et les évolutions récentes des soldes TARGET2

### Introduction du chapitre

Durant les trois phases de la mise en circulation de la monnaie unique, puis durant la première décennie suivant la création de l'euro, il semblait peu prévisible que le système des paiements intra-européens, TARGET2, soit placé au centre de l'attention dans les discussions concernant la crise de la zone euro. L'un des facteurs déclencheurs de ces débats était une série de publications de Sinn et Wollmershäuser. A travers leurs travaux, ils ont révélé à quel point des déséquilibres importants sont apparus dans le système TARGET2 pour certains pays. Ils portent une attention particulière pour le cas de l'Allemagne, devenue la plus grande créancière du système. Tandis que d'autres membres, principalement les pays périphériques, sont devenus débiteurs à la hauteur des créances allemandes <sup>1</sup>.

L'existence d'une créance allemande substantielle sur l'Eurosystème est donc bien connue. Depuis le début de la crise financière en août 2007, les créances de la Deutsche Bundesbank sur l'Eurosystème ont évolué disproportionnellement. Le solde TARGET2 positif est

---

1. Cela a été le cas pour l'Espagne dont le solde TARGET2 débiteur a une très forte corrélation avec celui de l'Allemagne. Le constat est le même du point de vue des composants des bilans des banques centrales de ces deux pays.

passé de pratiquement zéro à plus de 700 milliards d'euros au plus fort de la crise. Cela a conduit à un débat sur ce que signifie cette accumulation, les contraintes qu'elle pourrait poser et sur ce qu'il faudrait faire, le cas échéant. H. Buiter et al. (2011b), H. Buiter et al. (2011a), Bornhorst et Mody (2012), Bindseil et al. (2012) et Cecioni et Ferrero (2012) interprètent les soldes TARGET2 comme une inversion du compte de capital. Autrement dit, ils y voient un symptôme d'une crise de la balance des paiements. Bindseil et König (2012) affirment que les opérations de refinancement à répartition intégrale de l'Eurosystème devraient être considérées comme finançant l'annulation d'un encours de créances transfrontalières. Ils estiment que le système de paiements TARGET2 devrait se contenter d'enregistrer les résultats.

Ces évolutions ainsi que celles des balances des paiements suscitent des interrogations notamment concernant les rapports pouvant exister entre les soldes TARGET2 d'un groupe de pays et les balances des paiements d'autres pays membres de l'UME. Le débat autour de TARGET2 a des implications intéressantes pour l'interprétation des flux de capitaux internationaux dans la crise de la zone euro. La demande de crédit aurait été encouragée dans la périphérie, entraînant une expansion excessive du crédit local, des déséquilibres commerciaux et des flux de capitaux depuis le centre de l'UME. Ce type de raisonnement est vraisemblablement à l'origine de la plainte récurrente de Sinn (2012a) selon laquelle l'Allemagne, sous l'euro, était le plus grand exportateur de capitaux et plongeait dans une profonde crise. Selon Sinn, les flux de capitaux centre-périphérie sont allés bien au-delà du phénomène d'équilibre dont il est question quand il s'agit du rôle de TARGET2 (Cesaratto, 2015).

Les soldes TARGET2 étant le résultat des opérations de paiements intra-européens faisant paraître le solde entre les paiements émis et les paiements reçus, ce sont des variables qui n'évoluent pas indépendamment de l'ensemble des composants des balances des paiements affectés par les opérations commerciales, mais aussi de celles des comptes financiers des pays membres de l'Eurosystème. De ce fait, il semble logique de penser que les évolutions des balances des paiements soient liées à celles des soldes TARGET2. Plusieurs travaux traitant de la question stipulent que la crise de la dette dans la zone euro est la répercussion d'une crise des balances des paiements qui s'y est manifestée préalablement (Moro, 2016).

Nous allons, dans ce chapitre, évoquer les déséquilibres des balances des paiements et les rapports existants entre les soldes TARGET2 et les balances des paiements des pays membres de l'Eurosystème. Nous essaierons de comprendre le sens et la concentration de ces évolutions afin d'affirmer l'existence et la réalité de l'incidence des évolutions des balances des paiements sur les soldes TARGET2. Par la suite, nous évoquerons le rôle des flux de capitaux à l'intérieur de l'Eurosystème et de la gestion asymétrique de la liquidité, ainsi que l'incidence que ce phénomène peut avoir sur les évolutions observées. Enfin, il sera question de discuter de la légitimité de la surestimation du risque lié à la détention de créances intra-européennes.

## **4.1 Origines économiques de la crise de l'euro : soldes TARGET2 et déséquilibres des balances des paiements**

L'UME a créé de graves déséquilibres entre les économies de la zone euro, en raison, par exemple, de taux de croissance de la productivité et d'inflation différents. Les déséquilibres ont dans certains cas été exacerbés par les prêts du centre à la périphérie favorisés par le régime de changes fixes qui donne lieu à une « séquence d'événements malheureux » bien connue aboutissant généralement à une crise de la balance des paiements. TARGET2 et les opérations de refinancement concomitantes de la BCE ont toutefois empêché des répercussions démesurées de la crise des balances des paiements.

La crise de l'euro a démontré une fois de plus que tout régime de changes fixes est sujet à la crise si les pays n'ajustent pas leurs économies en interne et si les déséquilibres et les divergences fondamentales continuent de s'aggraver. Les orientations divergentes de la politique budgétaire et les cycles économiques asymétriques en Allemagne et dans les PIGS par exemple, étaient notamment liés à des politiques salariales divergentes<sup>2</sup>. Les incidences pouvant être observées sur les mouvements des capitaux et composants des balances des paiements sont le reflet de ces divergences et se traduisent par des évolutions

---

2. En Allemagne, l'austérité des salaires nominaux dans le secteur privé s'est traduite par une austérité des salaires réels malgré la hausse de la productivité. Cette austérité salariale a été contrastée par des salaires généreux. D'autre part, des politiques budgétaires divergentes, des bulles immobilières en plus des coûts salariaux unitaires disparates ont été les moteurs de l'aggravation des déséquilibres des comptes courants intra-européens, qui ont été soutenus par des taux d'intérêt bas (Riecher et Kennedy, 2014; Hachula et al., 2016).



tout aussi spectaculaires des niveaux d'endettement des pays périphériques illustrés par les soldes TARGET2.

L'analyse des évolutions récentes des soldes TARGET2 a révélé deux sources d'accroissement des déséquilibres dans les petits pays périphériques depuis 2008 (Grèce, Irlande et Portugal) et des plus grands pays depuis le printemps 2011 (Italie et Espagne). La fluidité et le mode opératoire du système TARGET2, qui a permis le rapatriement des fonds initialement investis dans ces économies, et des opérations d'apport de liquidité, qui ont aussi permis le refinancement des dettes souveraines périphériques, ont certainement évité une crise de la zone euro plus intense et dont les répercussions auraient été plus étendues. En ce sens, Sinn (2011); Sinn et Wollmershäuser (2012b) a raison de dire que la politique monétaire de la BCE a évité une crise de la balance des paiements<sup>3</sup>, ou du moins l'aurait repoussée et en a réduit l'intensité.

En effet, les expériences contrefactuelles réalisées par Hristov et al. (2020) indiquent qu'au cours de la période comprise entre 2008 et 2014, l'augmentation de l'apport de liquidités par l'Eurosystème et la capacité à constituer d'importantes dettes vis-à-vis du reste de la zone euro à travers TARGET2 ont largement contribué à éviter des récessions plus profondes dans certains pays membres de la zone euro en difficulté. En effet, ils constatent que le recours inégal des systèmes bancaires nationaux de la zone euro aux opérations de refinancement liées aux mesures non-conventionnelles de la BCE, qui ont conduit à l'accumulation d'importants soldes TARGET2 auprès des banques centrales nationales, a contribué à l'évolution du PIB, des taux d'intérêt à long terme, des prix agrégés et de la compétitivité internationale dans les pays membres importants de la zone euro. Ces conclusions reposent sur l'hypothèse que l'absence de capacité des pays périphériques à accumuler des passifs TARGET2 n'aurait pas provoqué de distorsions massives. Dans ce cas, les résultats indiquent un effet distributif des mesures exceptionnelles de liquidité de la BCE déplaçant les ressources réelles de l'Allemagne, des Pays-Bas et de la Finlande vers l'Espagne, l'Irlande, le Portugal et, dans une mesure plus limitée, l'Italie.

---

3. Garber (2010) prévenait ainsi qu'une crise de la dette dans l'un des pays de la zone euro peut devenir un problème pour l'euro en tant que monnaie et un risque susceptible de submerger le capital de la BCE. Ceci n'est pas tout à fait précis, car les créances/engagements étrangers ont changé de mains, de sorte que le risque est resté le même ou a diminué, puisqu'un éclatement précoce de la zone euro a été évité.

### 4.1.1 La crise de l'euro, une crise structurelle mais aussi une crise des balances des paiements

Le rapport entre la crise de la dette publique et les crises des balances des paiements est souvent évoqué dans la littérature (McCombie et Thirlwall, 1994 ; Iggins et Litgaard, 2014 ; Lucarelli, 2017 ; Beretta et Cencini, 2020). Le débat autour de la question des similarités de la crise de la zone euro à une crise des balances des paiements suscite de vifs échanges autour de l'identification des facteurs à l'origine de la crise de la zone euro (Cesaratto, 2013 ; Sinn et Wollmershäuser, 2012a ; Lavoie, 2015a). L'identification de ces facteurs passe par deux voies : elle est potentiellement identifiable du point de vue de la souveraineté monétaire d'un côté, et du point de vue des balances des paiements de l'autre. La crise de l'euro est dans ce cas considérée comme étant la conséquence directe de la construction institutionnelle de l'Eurosystème. D'autre part, cette crise trouve ses origines dans les déficits des comptes courants des pays périphériques de la zone euro. Elle est donc identifiable du point de vue des balances des paiements.

A travers une série de publications, Lavoie (2015b,a) et Cesaratto (2015) ont échangé à propos de la question de la nature de la crise de la zone euro. Cet échange est d'autant plus intéressant car il confronte ces deux points de vue de manière directe et efficace. A ce propos, Lavoie (2015b) a critiqué l'assimilation de la crise de la zone euro à un problème des balances des paiements. Il considère que le « péché originel » de l'UME réside dans la configuration et les contraintes auto-imposées de la BCE. C'est ce que l'on appelle ici la vision de la souveraineté monétaire, qui appartient à une vision plus générale qui voit la source des problèmes de la zone euro dans sa conception institutionnelle imparfaite.

*« Conserver l'euro sous sa configuration actuelle en supposant l'impossibilité du retrait d'un pays membre, permettrait de continuer à accumuler des dettes de la même manière sans que cela ne représente un risque d'effondrement pour l'Eurosystème. » - (Lavoie, 2015b, p. 12)*

D'autre part, nous pouvons dire que selon la vision dominante des balances des paiements, soutenue de différentes manières par divers économistes, notamment Sinn (2012b) ; Frenkel (2014) et Cesaratto (2015), le péché originel réside dans les déséquilibres du compte courant provoqués par l'abandon des ajustements des taux de change et l'induction des

pays périphériques à s'endetter auprès des pays du centre de la zone euro. Ainsi, ces deux points de vue sont constamment confrontés même si aucun économiste ne qualifie la crise de la zone euro de crise structurelle seulement, ou de crise des balances des paiements à part entière. C'est d'ailleurs le seul point de divergence des points de vue de Cesaratto (2015) et de Lavoie (2015a), qui conviennent de l'existence de plusieurs défauts dans la configuration de la monnaie unique de la zone euro, et abordent tous les deux, de la même manière, le fonctionnement d'une économie monétaire.

Mais alors que la perte continue de réserves de change doit éventuellement conduire à des ajustements douloureux, les pays de la zone euro ne font jamais face à une limitation de leurs soldes TARGET2, qui peuvent prendre des valeurs positives et négatives illimitées, de sorte que « les déficits des comptes courants n'étaient pas et ne pouvaient pas être la cause sous-jacente de la crise » - (Lavoie, 2015, p. 10). Lavoie estime aussi que l'adoption de la monnaie unique était une erreur et que la crise trouve son origine dans la conjonction de taux de change fixes, d'une mobilité totale des capitaux et d'une réglementation financière faible et explique qu'il ne peut y avoir de crise de la balance des paiements au sens de celles qui se sont produites dans les régimes de change fixe, car dans une union monétaire les marchés des changes internes sont inexistant<sup>4</sup>.

D'après Cesaratto (2015), en acceptant l'analogie entre TARGET2 et le plan de Keynes, Lavoie (2015b) accepte implicitement l'existence d'une crise des balances des paiements sous-jacente dans la zone euro. S'il n'y a pas de limites définies aux déséquilibres TARGET2, une limite politique a été fixée par l'imposition de mesures d'austérité sévères aux pays périphériques afin de parvenir à des soldes positifs des comptes courants.

Une partie du problème peut résider dans la qualité des prêts qui ont été accordés par les banques, ou la taille de la dette publique, mais cela en tant que tel n'est pas en lien direct avec un éventuel problème de balance des paiements. Encore une fois, Cesaratto (2013, 2015) et Lavoie (2015b,a) sont d'accord lorsqu'ils affirment qu'aucune limite n'est définie concernant les déséquilibres TARGET2, mais semblent en désaccord lorsque Cesaratto (2015) ajoute qu'une limite politique a été fixée par l'imposition de mesures d'austérité

---

4. Pour rappel, TARGET2 permet le flux continu de paiements des pays périphériques déficitaires vers les pays excédentaires qui se manifeste par des entrées plus importantes, sans aucun besoin de transfert de devises. Néanmoins, les réserves en euros épuisées par les banques commerciales périphériques sont automatiquement recrées par leurs banques centrales nationales par le biais de leurs opérations de refinancement liées aux politiques monétaires non-conventionnelles déployées en période de crise.

sévères aux pays périphériques afin d'obtenir des soldes positifs du compte courant.

D'ailleurs, Cesaratto (2015) utilise l'expression « union monétaire défectueuse » lorsqu'il décrit la zone euro. Il explique que si un pays de la zone euro enregistre un déficit courant que les banques des autres membres de la zone euro refusent de financer, ou s'il est soumis à des sorties de capitaux, tout ce qui se passe est que la banque centrale nationale de ce pays accumule des soldes TARGET2 débiteurs. L'émergence de ces soldes TARGET2 et leur implication dans les déséquilibres des balances des paiements des pays de la zone euro peuvent être expliquées par l'intervention des autorités monétaires qui se sont largement substituées aux flux monétaires privés dans le financement des déficits courants cumulés de certains pays ou au-delà, lorsque la tendance des flux financiers s'est inversée comme dans le cas de l'Irlande. En effet, Frenkel (2014) estime que les niveaux des soldes TARGET2 ne sont pas un indicateur pertinent et affirme que les primes de risques souverains observées pour les PIGS étaient liées à l'absence d'un prêteur crédible en dernier ressort. Les résultats de la balance des paiements des économies de la zone euro sont approximativement enregistrés dans les soldes TARGET2 de la BCE et ne semblent pas exercer une influence significative sur les évaluations des risques des pays.

Ce débat autour de l'accumulation des déséquilibres dans TARGET2 a été initié par Sinn et Wollmershäuser (2012a,b). A travers cette série de publication, les deux auteurs affirment que le crédit de refinancement supplémentaire de la BCE, qui a entraîné l'évolution exponentielle de la dette TARGET2, a contribué à fournir les fonds nécessaires pour financer les déficits des comptes courants. Cette conclusion est confirmée par la définition de la contrainte budgétaire d'un pays, selon laquelle la somme des soldes TARGET2, des flux de capitaux internationaux privés et intergouvernementaux et des déséquilibres des comptes courants, est nulle. Ceci est entièrement indépendant de l'aspect de la monnaie fiduciaire sur lequel De Grauwe et Ji (2012) se concentrent<sup>5</sup>, et indépendant de la taille de la BCE ou de la capacité à supporter les pertes de la Bundesbank évoquée par H. Buitert et Rahbari (2012). Du point de vue des pays déficitaires, les avantages antérieurs des déséquilibres

---

5. De Grauwe et Ji (2012) formulent deux conclusions concernant le système TARGET2. La première est que ce système a été utilisé pour soutenir les déficits insoutenables des comptes courants des pays périphériques de la zone euro. La seconde est que la forte accumulation de créances TARGET2 par la Bundesbank représente un risque inacceptable pour l'Allemagne dans le cas d'un éclatement de la zone euro. Ils estiment, toutefois, que ces hypothèses ne sont pas fondées. Elles conduisent également à des craintes inutiles en Allemagne qui rendent plus difficile une solution à la crise de la zone euro. A terme, cette peur accroît le risque d'éclatement de la zone euro.

TARGET2 en termes de flux de ressources réelles subsisteraient, mais la dette correspondante disparaîtra probablement.

Sinn et Wollmershäuser (2012b) expliquent que les soldes TARGET2 mesurent les déséquilibres des balances des paiements intra-zone euro et indirectement aussi ceux des crédits internationaux accordés par l'intermédiaire de l'Eurosystème en termes de réallocation du crédit net de refinancement par la BCE. De ce point de vue, la crise de l'euro a certains aspects d'une crise de la balance des paiements similaire à la crise du régime de Bretton Woods, car le crédit TARGET2 a financé les déficits des comptes courants et la fuite pure et simple des capitaux en Grèce dans une certaine mesure, mais aussi en Irlande, au Portugal, en Espagne et en Italie. Pour financer les déficits de la balance des paiements, la BCE a toléré - et activement soutenu - la création monétaire et les prêts volumineux par les banques centrales nationales de la périphérie au détriment de la création monétaire et des prêts au centre de la zone euro. Cette dynamique a déplacé le stock de crédit de refinancement net de la zone euro du centre vers la périphérie et a transformé les banques centrales nationales du centre de la zone euro en débiteurs nets de leurs systèmes bancaires<sup>6</sup>.

Selon Sinn et Wollmershäuser (2012b), ces capitaux doivent être remplacés par des prêts publics intergouvernementaux que ce pays fournit à d'autres pays ; dans le cas contraire, la banque centrale nationale doit honorer les ordres de paiement nets en provenance d'autres pays, c'est-à-dire leur fournir un crédit TARGET2<sup>7</sup>.

Dans ce débat, la controverse se place du côté de l'interprétation de la nature de la crise

---

6. Un nombre croissant d'économistes évoqueraient aussi les politiques néo-mercantilistes allemandes comme un facteur exacerbant (Bornemann et al., 2012 ; Gadatsch et al., 2016). Si la crise de la balance des paiements est un fait, une meilleure conception institutionnelle aurait peut-être évité les pires aspects de la crise actuelle et permis une action plus efficace de la BCE. Laissant de côté l'infaisabilité politique d'une configuration institutionnelle plus progressiste, il est peu probable que cela résolve les déséquilibres structurels exacerbés par l'euro. Quoiqu'il en soit, on peut bien sûr blâmer la configuration institutionnelle défectueuse et le manque d'action ultime de la BCE pour la crise, comme semble le soutenir Lavoie (2015b,a). Pourtant, puisque ce cadre institutionnel est absent, la crise de la zone euro se manifeste comme une crise de la balance des paiements.

7. Whelan (2014) considère les soldes TARGET2 comme des variables endogènes. Selon son interprétation, le déséquilibre est un simple sous-produit de décisions politiques préalablement convenues prises en vue d'établir, de faire fonctionner et de maintenir la monnaie unique. Avec la facilité permanente de la banque centrale et conformément au principe d'égalité de traitement, toutes les banques commerciales ont accès au refinancement, étant donné qu'il s'agit d'une composante essentielle du fonctionnement de la zone monétaire unique. C'est pourquoi Whelan (2014) affirme que le terme « crédit TARGET2 » est trompeur. En augmentant l'émission de titres publics, le gouvernement est en mesure de mobiliser des garanties supplémentaires au sein du secteur bancaire, ou il peut même offrir des garanties publiques à certains actifs pour les transformer en éléments de garantie éligibles.

de la zone euro, ainsi que de la possibilité d'une crise des balances des paiements dans une union monétaire (Cesaratto, 2015) plutôt que de l'attribution du statut de crise structurelle, ou crise des balances des paiements uniquement afin de décrire la situation de la zone euro. En réalité, l'écosystème autour des institutions de l'UME va au-delà du simple système bancaire unifié dont le dysfonctionnement reposerait sur un seul défaut.

#### **4.1.2 Les soldes TARGET2 et la gestion asymétrique de la liquidité**

L'un des symptômes de cette crise a été la redistribution de la liquidité entre les banques via le marché monétaire qui a implosé en raison de la méfiance des établissements de crédit au début de la crise de la zone euro. Les évolutions récentes des soldes TARGET2 ont déclenché un débat public, pas seulement en Allemagne, mais leur impact a été très visible sur les économies périphériques de la zone euro. Ces soldes ont toutefois souvent été considérés comme la source d'un problème et non comme un résultat symptomatique de la crise. Il est important de souligner que tout risque découle de l'apport de liquidités et des opérations de politique monétaire, et non de la redistribution ultérieure de la monnaie de banque centrale. Les risques pour l'Eurosystème proviennent donc de la création de liquidité, et non de sa distribution régionale via TARGET2. Ceci paraît plus clair lorsque l'on imagine d'autres modèles de mise en œuvre de la politique monétaire que l'actuel modèle décentralisé. En effet, si l'approvisionnement en monnaie de banque centrale dans l'Eurosystème était géré de manière centralisée par la BCE au lieu d'être décentralisée au niveau des banques centrales nationales, il n'y aurait pas de soldes TARGET2 nationaux. L'Eurosystème fournit des liquidités à une région de la zone euro au taux de refinancement principal et absorbe des liquidités d'autres parties de l'union monétaire, en particulier l'Allemagne, au taux de dépôt. Mais étant donné que le taux d'intérêt directeur de facto en Allemagne – où l'évolution économique est positive – est inférieur à celui des pays en crise, l'orientation de la politique monétaire est à nouveau procyclique. Cela peut provoquer un surinvestissement et des bulles spéculatives en Allemagne, en particulier sur le marché immobilier<sup>8</sup>.

---

8. Afin de décourager les banques allemandes de financer des investissements risqués, Bartzscha et al. (2013) proposent que l'Eurosystème draine des liquidités du secteur bancaire allemand soit par des prises en pension à un taux d'intérêt proche du taux de refinancement principal, soit par la mise en place d'un système de plancher en procédant à la prise de dépôts et à la fourniture de liquidités au même taux d'intérêt.

### **TARGET2 et la liquidité de banque centrale**

Les déséquilibres de TARGET2 sont étroitement corrélés au recours des pays aux opérations de refinancement de l'Eurosystème, via les bilans des banques centrales nationales, mais elles ne sont pas causées par ces opérations. Les mesures non-conventionnelles ont été nécessaires pour contrer les pressions sur la liquidité des banques et sur les marchés financiers causées par la perturbation massive des marchés interbancaires et des capitaux au plus fort de la crise, qui sapait le fonctionnement du système de paiement et l'uniformité et transmission harmonieuse des mesures de la politique monétaire.

Sinn et Wollmershäuser (2012a) utilisent des données sur la balance des paiements de la Grèce, du Portugal, de l'Espagne et de l'Italie pour examiner les évolutions de la balance des paiements au cours des trois phases de la crise et les comparer avec la période d'avant la crise. Ils illustrent les résultats d'une analyse de corrélation visant à identifier les principaux déterminants des déséquilibres de TARGET2 pendant la crise. Leur démarche vise à expliquer la forte augmentation des passifs dans TARGET2 par chacune des trois explications suivantes : (1) des déficits importants du compte courant et de la balance commerciale ; (2) la fuite des capitaux privés du pays à risque en termes d'investissements de portefeuille et de prêts et dépôts interbancaires ; et (3) les dépôts gérés par les ménages résidents et les entreprises non financières. À cette fin, les auteurs se concentrent sur les corrélations par paires entre les flux nets dans TARGET2 et certains éléments de la balance des paiements et les comparent avant et pendant la crise. Ils constatent une corrélation avec une fuite des dépôts uniquement pour la Grèce.

Les banques appartenant à des pays non exposés aux tensions sur les marchés financiers ont réduit leur recours aux opérations de refinancement de l'Eurosystème, reflétant un besoin de liquidités décroissant, comme conséquence des entrées nettes plus importantes de

---

L'Eurosystème accumulerait probablement davantage d'actifs risqués, car l'afflux de capitaux privés vers l'Allemagne entraînerait une augmentation de la demande de liquidités de la banque centrale par les banques de la périphérie. Afin d'absorber les liquidités du système bancaire allemand, l'Eurosystème pourrait imposer des taux de réserves obligatoires différents en Allemagne et dans les pays GIIPS. Contrairement aux mesures d'absorption fondées sur le marché telles que les prises en pension ou la vente d'obligations de la banque centrale dans lesquelles les banques commerciales sont libres d'investir à leur propre initiative, une augmentation des réserves obligatoires non-rémunérées des banques allemandes les obligerait à détenir des dépôts au sein de l'Eurosystème. Dans la pratique, les réserves obligatoires devraient être augmentées dans tous les pays de la zone euro, qui sont interconnectés avec le système bancaire allemand via le marché interbancaire.

monnaie de banque centrale en provenance des pays périphériques<sup>9</sup>. Cela se traduit par une hétérogénéité du coût de financement car les banques des pays du centre de la zone euro n'ont pas de besoins de liquidité ou, le cas échéant, peuvent les financer à un coût inférieur à celui qu'elles paieraient lors d'opérations de refinancement. Cette hétérogénéité qui en résulte est d'importance secondaire par rapport à celles qui auraient été observées sans les interventions de la BCE (Cecioni et Ferrero, 2012).

Une tendance similaire se manifeste entre l'apport brut de liquidités et les soldes TARGET2 globaux. Le compte extérieur de l'autorité monétaire elle-même – essentiellement la variation du solde TARGET2 dans le sens opposé – a reflété une part accrue du compte financier dans de nombreux pays de la zone euro Sinn (2011). Au-delà de la couverture du financement du déficit courant cumulé, qui était relativement limité en Irlande, les entrées nettes sous forme d'apport de liquidités de la banque centrale reflétées dans le passif TARGET2 couvraient les sorties financières privées nettes, un point soulevé par Sinn et Wollmershäuser (2012a,b)<sup>10</sup>.

in 't Veld et al. (2014) affirment dans leur étude de l'évolution du compte courant allemand, réalisée sur la période 1996-2014, que les facteurs les plus importants à l'origine de l'excédent allemand étaient des chocs positifs sur le taux d'épargne allemand et sur la demande du reste du monde pour les exportations allemandes, ainsi que les réformes du marché du travail allemand et d'autres chocs positifs sur l'offre globale allemande. L'approche plus qualitative suivie ici tend à confirmer ce point de vue (Belke et Gros, 2020). À cet égard il y a deux phénomènes qu'il faut expliquer et qu'il faut différencier : la forte hausse des exportations allemandes et l'important excédent courant.

En 2009, un écart considérable entre le comportement de dépenses de l'Allemagne et des PIGS était apparu, encouragé par l'augmentation des recettes fiscales provenant d'une

---

9. La seule limite pour les pays débiteurs est donnée par la disponibilité des garanties acceptées par l'Eurosystème dans les opérations de refinancement et par la volonté de la BCE de continuer à répondre entièrement à la demande de fonds des banques.

10. Le compte financier est décomposé en ses sous-composantes en termes de flux et en termes cumulés depuis 2002. Le compte financier couvre les mouvements de capitaux transfrontaliers entre un pays et le reste du monde et les paiements qui y sont liés. Étant donné que les créances et les engagements entre deux pays peuvent être échangés et que les deux peuvent augmenter et diminuer au cours d'une période donnée, les paiements du compte financier sont différenciés selon qu'ils représentent des prêts nets ou des emprunts nets envers le reste du monde. Les mouvements de capitaux sont ventilés en différents types d'actifs : investissements directs, investissements de portefeuille, autres investissements et variations des réserves de change. Chacun de ces secteurs peut être débiteur ou créancier vis-à-vis du reste du monde indépendamment des autres.



consommation insoutenable financée par le crédit et des bulles spéculatives dans les pays en crise. Les recettes fiscales des PIGS ont considérablement augmenté, la hausse des recettes publiques étant la plus prononcée en Irlande et en Espagne, où la pratique de taux d'intérêt bas a contribué à l'essor des marchés financiers et immobiliers. Étant donné que la hausse des recettes publiques et les effets sur la croissance économique ont été générés par des bulles spéculatives des marchés financiers et immobiliers, la baisse des niveaux de la dette publique ne peut ex-post être considérée comme une politique budgétaire suffisamment anticyclique. De ce fait, les politiques budgétaires en Allemagne et dans les PIGS peuvent être considérées comme ayant provoqué ou amplifié un développement économique asymétrique (Abad et al., 2013).

### **Collecte de dépôts et approvisionnement en liquidités : des dettes TARGET2 à l'aide fiscale**

L'éviction du crédit de refinancement dans les pays du centre de la zone euro n'a pas entraîné de remise en cause politique de la BCE. Agrégés sur l'ensemble de la période de quatre ans et les quatre pays PIGS, hormis les crédits TARGET2, il n'y a pratiquement pas eu de flux net de capitaux. Sur cette période, les PIGS ont financé leurs déficits courants par le biais de la planche à billets et ont perdu dans la fuite des capitaux tous les crédits publics qu'ils recevaient d'autres pays. Il semble juste de dire que la fuite des capitaux intra-zone euro est devenue incontrôlable entre-temps et menaçait potentiellement de détruire politiquement la zone euro.

Pendant la crise financière internationale, ainsi que pendant la première phase de la crise de la dette publique, les comptes financiers de l'Italie et de l'Espagne sont restés pratiquement inchangés tandis que ceux de la Grèce et du Portugal ont affiché les ajustements les plus importants. Dans ces derniers, les non-résidents se sont désinvestis des marchés interbancaires et des marchés des valeurs mobilières et certains signes de fuite des dépôts des banques commerciales par les résidents sont apparus.

Nous constatons d'ailleurs que l'évolution des comptes financiers de ces quatre pays périphériques suit la même tendance que les soldes TARGET2 de notre sélection de pays du centre de la zone euro (figure 4.1). Une corrélation positive statistiquement significative est aussi observée dans ce sens (annexes 4.1a et 4.1b).

Lors de l'évaluation des risques supranationaux, il convient de tenir compte du fait que les positions extérieures nettes des pays membres n'ont pas changé en raison des évolutions des soldes TARGET2. Les positions de crédit privées ont plutôt été remplacées par les positions de crédit TARGET2 des banques centrales nationales vis-à-vis de la BCE, et les risques qui étaient auparavant entièrement supportés par le secteur privé des pays créanciers sont désormais partagés entre les banques centrales de l'Eurosystème. Mais le système bancaire ne peut pas dépendre en permanence des fonds de la banque centrale pour sa principale source de financement. A moyen terme, les pays périphériques ne peuvent pas continuer à remplacer les entrées de liquidité du secteur privé étranger par des engagements TARGET2. Ces pays en difficulté doivent retourner sur les marchés privés et attirer des fonds du reste de la zone euro. Cela passe par le rétablissement de la confiance tant dans le secteur bancaire que dans la soutenabilité des finances publiques (Sinn et Wollmershäuser, 2012a). Les crédits TARGET2 ont remplacé les importations de capitaux privés dans le financement des déficits des comptes courants et de la fuite des capitaux dans le sens des retraits de stocks de capital. Les politiciens donnent parfois l'impression de considérer à la fois les déficits des comptes courants et la fuite des capitaux comme étant déterminés de manière exogène, obligeant la BCE à intervenir pour combler le déficit de financement sans pouvoir influencer le processus. Ce point de vue n'est pas très convaincant, car les soldes TARGET2 résultaient des politiques de liquidité et d'exigence de garanties de la BCE et étaient en tant que tels contrôlables par le Conseil de la BCE.

### **4.2 Déséquilibre des balances des paiements de l'Eurosystème et leur implication dans les évolutions récentes des soldes TARGET2**

Nous pouvons affirmer à titre préliminaire que la balance des paiements, à savoir un état statistique qui résume systématiquement, pour une période déterminée, les transactions d'une économie avec le reste du monde, est le document statistique externe le plus pertinent enregistrant toutes les transactions commerciales et financières entre les pays. Les

paiements entre résidents, qu'ils soient d'un même pays ou de pays différents, respectent l'identité de leurs débits et de leurs crédits, chaque achat étant financé par un paiement équivalent et simultané. En d'autres termes, cela signifie que la monnaie intervient pour véhiculer des transferts réciproques dont les objets sont des actifs commerciaux et financiers.

Puisque les transactions commerciales et financières enregistrées dans la balance des paiements concernent des agents privés et publics mais contribuent à modifier la situation de la nation dans son ensemble, le compte économique d'un pays devrait être créé. Ce compte représenterait la version flux de la position extérieure globale (PEG) déjà existante et, au moyen d'une approche comptable en partie double, mettrait en évidence l'implication de l'économie dans son ensemble.

Ces données sont biaisées par une transparence insuffisante et par la présence de l'élément « erreurs et omissions nettes », une composante non négligeable, car les écarts statistiques sont très évidents, durables et - plus pertinemment - symptomatiques de l'approche fragmentaire de l'enregistrement des transactions, alors qu'elles devraient être enregistrées de manière simultanée et identique en valeur<sup>11</sup>. Aujourd'hui, bien qu'il soit encore un outil puissant indiquant la position (de flux) externe d'un pays vers le reste du monde, il lui manque une approche structurellement basée sur la comptabilité en partie double. Autrement dit, le fait que les transactions commerciales et financières soient enregistrées séparément les unes des autres expose la balance des paiements à des inexactitudes pouvant atteindre des milliards. Ce faisant, la logique comptable en partie double (qui implique nécessairement l'équilibre identique entre le compte courant et le compte de capital et financier) est ouvertement négligée, faisant de la balance des paiements un simple instrument statistique (Beretta et Cencini, 2020).

Même si seules les positions nettes d'actifs extérieurs et les déséquilibres accumulés des comptes courants comptent pour le risque d'éclatement, les soldes TARGET2 indiqueraient toujours un tel risque dans la mesure où sans le flux de capital public du nord vers le sud que mesurent ces soldes, le flux global de capitaux dans cette direction aurait été

---

11. La quantité de monnaie que mesurent les soldes TARGET2 est la partie nette de la monnaie créée par la banque centrale nationale d'un pays par le biais d'opérations de refinancement ou d'achats d'actifs qui ont quitté le pays au moyen d'ordres de paiement internationaux et qui circulent à l'étranger. Le volume de ce flux international de capitaux est mesuré par les soldes TARGET2 (Sinn, 2014).

plus faible . Il ne s'agissait certainement pas d'une réallocation de portefeuille qui maintenait inchangé le risque d'éclatement de la zone euro pour l'ensemble de ces pays, et encore moins pour les contribuables de ces pays. Si la zone euro avait été mise en place comme le régime de Bretton Woods ou le système de la Réserve fédérale américaine, ses créances TARGET2 auraient dû être converties en titres négociables sûrs portant un taux d'intérêt transférés des banques centrales débitrices aux banques centrales excédentaires<sup>12</sup>.

### **4.2.1 Comptes courants et situation des soldes TARGET2 des économies périphériques**

La hausse des exportations dans les pays périphériques a naturellement soutenu la croissance, atténuant les ralentissements économiques en cours et le succès de ces pays à l'exportation s'est fait par les ventes aux pays extérieurs à la zone euro. Les événements ayant accompagné l'émergence de la crise de la zone euro partagent, certes, bon nombre des caractéristiques d'une crise typique des balances des paiements. Celle-ci commence par une perte de confiance des investisseurs dans les actifs nationaux, une perte continue de réserves de change, obligeant souvent la banque centrale à dévaluer la monnaie nationale ou à passer à un régime de changes flottants (Higgins et Klitgaard, 2014). Ceci n'est évidemment pas possible dans le cas des pays périphériques de la zone euro. Comme nous l'avons expliqué auparavant, l'accumulation de dettes intra-européennes est la conséquence inévitable de cette situation.

Rappelons que le solde du compte courant d'un pays est, par défaut, toujours identique à la différence entre l'épargne domestique et l'investissement domestique. Considérée du point de vue d'un pays avec un excédent de compte courant comme l'Allemagne, une crise de la balance des paiements dans la zone euro se produit si les exportations de capitaux privés nationaux ne suffisent plus à financer les déficits des comptes courants des pays étrangers. De ce fait, il est possible d'établir un lien entre le lancement de l'assouplisse-

---

12. De la monnaie de banque centrale supplémentaire est créée lorsque les banques centrales accordent des crédits aux banques solvables contre garantie ou, par exemple, achètent des obligations d'État. Si une banque centrale nationale émet une quantité disproportionnée de billets, l'hypothèse est que les liquidités supplémentaires sont transférées de son pays d'origine vers d'autres pays, où elles sont utilisées pour acquérir des biens et des actifs. Pour cette raison, d'après Sinn (2018), les créances allemandes sur TARGET2 doivent être compensées avec les dettes allemandes d'un montant disproportionné d'émissions de billets de banque.

ment quantitatif de la BCE et la reprise du processus de divergence des soldes TARGET2 dans la zone euro, après une période 2012-2014 de réduction relative. Les positions débitrices et créditrices vis-à-vis du reste de la zone euro ne cessent de s'accroître à partir de cette période<sup>13</sup>. Ceci nous laisse supposer que ces évolutions des soldes TARGET2 se sont accompagnées par une réduction, voire un quasi-arrêt des exportations des capitaux privés depuis le centre de la zone euro en direction de sa périphérie. Les déficits des comptes courants de ces pays se retrouvent donc sans financement et les mesures non-conventionnelles de la politique monétaire de la BCE interviennent afin de se substituer à ces capitaux privés.

La réalité étant que les pays empruntent et se prêtent mutuellement de façon régulière, l'échelle à laquelle un pays emprunte et prête se reflète dans son solde courant - une large mesure de la balance commerciale. Les pays de la périphérie de la zone euro ont beaucoup emprunté à l'étranger au cours des années qui ont précédé la crise de la dette dans cette zone, principalement pour financer l'augmentation de la consommation et l'investissement dans le logement. Dans les années qui ont suivi la formation de l'UME en 1999, les pays périphériques de la zone euro dépensaient davantage en consommation et en investissements tels que le logement que ce que pouvaient payer les revenus tirés de la production nationale (Higgins et Klitgaard, 2014).

L'Espagne, par exemple, s'est appuyée sur des capitaux empruntés à l'étranger pour financer une bulle immobilière avec un accroissement conséquent de la consommation, de même que l'Italie, le Portugal et la Grèce. Tous ces emprunts ont été encouragés par les faibles taux d'intérêt intérieurs liés à l'adhésion à l'union monétaire. Mais lorsque la crise a éclaté en 2011, la fuite des capitaux des investisseurs privés a forcé ces pays à aligner leurs dépenses intérieures sur leurs revenus intérieurs - le même ajustement requis pour les pays confrontés à une crise typique de la balance des paiements. Néanmoins, l'ajustement au recul des capitaux privés n'a pas été aussi brutal qu'on aurait pu le penser, en raison du fonctionnement du système TARGET2, qui a joué le rôle de système de gestion des dés-

---

13. Le Bulletin de la BCE (2013) rapporte qu'au niveau agrégé, 80% de tous les achats ont été effectués par le biais d'opérations transfrontalières des banques centrales nationales avec des entités étrangères, tandis qu'environ 50% des achats de titres dans le cadre du QE impliquaient des résidents en dehors de la zone euro, alimentant la croissance des soldes TARGET2 en Allemagne, aux Pays-Bas et au Luxembourg. Ces chiffres agrégés ne sont pas représentatifs de ce qui se passe dans les grandes économies que sont l'Italie et l'Espagne, où la dette publique tend à être majoritairement détenue par des investisseurs nationaux.

équilibres transfrontaliers des paiements entre les banques commerciales régionales de la zone euro, à travers des crédits accordés collectivement par les banques centrales des pays du centre de la zone euro aux banques centrales de la périphérie.

Ce financement de la balance des paiements s'est accompagné de politiques visant à fournir des liquidités aux banques commerciales périphériques pour compenser la fuite des fonds à l'étranger des pays qui auraient connu des récessions encore plus prononcées à cause du retrait soudain des capitaux étrangers (Higgins et Klitgaard, 2014).

Unger (2017) estime l'impact de la croissance du crédit sur le solde du compte courant des pays de la zone euro, en distinguant un facteur d'attraction du crédit et un facteur d'incitation au crédit. Le facteur d'attraction du crédit saisit les flux de prêts bancaires au secteur privé non financier national. Une augmentation de ces flux est supposée accroître la demande intérieure, attirer des importations supplémentaires et conduire à une détérioration du compte courant. Le facteur d'incitation au crédit mesure les flux de créances des banques nationales sur les débiteurs d'autres pays de la zone euro. Une augmentation de ces flux canalise l'épargne financière vers l'étranger et devrait être associée à une amélioration du compte courant.

La crise de la zone euro est donc souvent liée à l'apparition de déséquilibres des comptes courants. Lorsque les entrées de capitaux ont diminué, les pays déficitaires ont commencé à subir un processus d'ajustement de grande envergure qui s'est accompagné de graves répercussions négatives sur l'économie réelle et le système bancaire<sup>14</sup> (Unger, 2017). Le déficit courant peut être défini de diverses manières équivalentes. Une définition utile est que l'excédent du compte courant est égal à l'augmentation des créances étrangères nettes d'une nation.

D'une manière générale, la compatibilité, par exemple, entre une augmentation de la position créditrice nette de TARGET2 vis-à-vis de la banque centrale d'Irlande et un déficit du compte courant irlandais ne suggère pas de lien de causalité allant du second au premier, ni inversement. D'autre part, une augmentation de la dette nette irlandaise vis-à-vis de TARGET2 est compatible avec un excédent du compte courant irlandais tant que cet excédent est inférieur à l'afflux net de capitaux en Irlande provenant des transactions d'en-

---

14. En utilisant les tests de causalité de Granger, Holinski et al. (2012) identifient une causalité bidirectionnelle significative entre les flux nets de la dette extérieure et les mesures de la monnaie nationale et des excédents de crédit.

tités publiques et privées autres que la banque centrale d'Irlande.

Le moteur est ce que l'on pourrait appeler la « fuite des dépôts » - un mouvement des soldes financiers de l'Irlande vers l'Allemagne qui est, au moins directement, sans rapport avec la demande de biens. Il s'agit d'un rééquilibrage du portefeuille financier qui ne nécessite aucun changement dans le budget national. Cet exemple n'implique pas de dépenses excessives irlandaises et peut potentiellement être empiriquement plus plausible, du moins pour certains pays de la périphérie de la zone euro. Une façon d'interpréter les moteurs de l'augmentation de la dette nette de la banque centrale d'Irlande vis-à-vis de TARGET2 est l'incapacité des secteurs public et privé irlandais autres que la banque centrale à vendre des actifs au reste du monde – en l'occurrence la zone euro – ou d'augmenter leurs dettes envers eux pour financer le déficit courant de l'Irlande.

Comme nous pouvons le constater sur la figure 4.1 (annexes 4.2a et 4.2b), les soldes TARGET2 des pays du centre de la zone euro présentent une corrélation globalement positive avec les comptes courants des économies périphériques. Ceci est plus significatif dans le cas de l'Allemagne et du Luxembourg, où nous constatons un inversement de la tendance à partir de la période correspondant à la crise financière globale éclatée en 2008, à partir de laquelle les comptes courants des économies périphériques, dont les soldes TARGET2 sont négativement corrélés à ceux de l'Allemagne et du Luxembourg, suivent la même tendance que les soldes TARGET2 des économies du centre. Nous pouvons affirmer que, par déduction, une corrélation négative existe donc entre les soldes TARGET2 des économies périphériques et leurs comptes courants, la situation inverse étant observée dans le cas des économies du centre de la zone euro, c'est-à-dire que les comptes courants évoluent dans la même direction que les soldes TARGET2. Ceci est d'autant plus logique à l'observation de la situation inverse. Nous constatons que le compte courant allemand est négativement corrélé aux soldes TARGET2 des pays périphériques (figure 4.2).

Une amélioration des comptes courants des pays du centre de la zone euro ayant un impact négatif sur les soldes TARGET2 de la périphérie signifie que l'accumulation des dettes intra-européenne par les banques centrales de l'Espagne, de l'Italie, du Portugal et de la Grèce s'accompagnerait par une amélioration des balances commerciales allemande de manière générale.

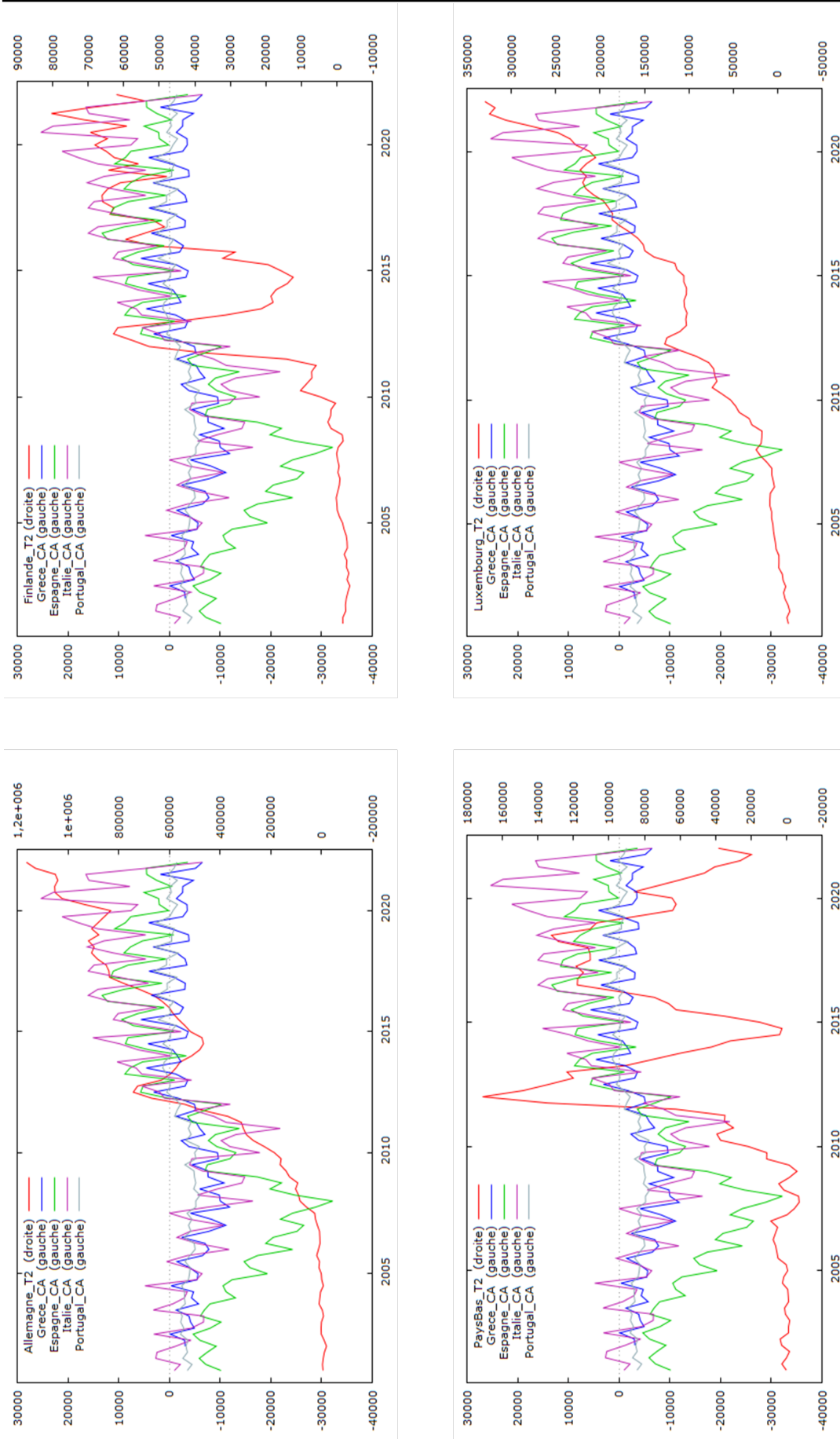


FIGURE 4.1 – Soldes TARGET2 des économies du centre de la zone euro et comptes courants des économies périphériques de l'Eurosystème (Q1 :2001-Q1 :2023)  
 Source : Elaboration personnelle (données trimestrielles : Eurostat, BCE)



Toutefois, il est difficile d'affirmer avec certitude l'existence d'un rapport direct entre les évolutions des comptes courants du centre de la zone euro et celles des soldes TARGET2 des pays périphériques en raison de l'absence d'une décomposition de ces comptes, particulièrement dans le cas des revenus primaire et secondaire du compte courant. Ces postes déterminants indiquent les revenus perçus et versés vis-à-vis du reste du monde – sans distinction particulière entre les pays de la zone euro et les pays externes à l'UME. Afin d'optimiser cette démarche, il est nécessaire de compléter l'observation des évolutions des comptes courants par celle d'autres variables pouvant exprimer l'évolution des flux de capitaux intra-européens.

### 4.2.2 Les soldes TARGET2 et les comptes financiers et de capital

Une décomposition des contributions à la croissance des variables explicatives respectives à l'évolution du compte courant montre que les variations du flux de prêts bancaires au secteur privé non-financier national - ainsi que les changements des écarts de compétitivité - ont constitué le facteur le plus important à l'origine de l'augmentation des déséquilibres des comptes courants dans les pays déficitaires. A ce propos, Minenna et al. (2018) étudient la dynamique des déséquilibres des soldes TARGET2 et leurs conséquences sur les économies des pays de la zone euro à travers une décomposition de ces soldes et l'analyse des comptes financiers de la balance des paiements qui retracent l'ensemble des flux de capitaux entrants et sortants du pays de référence<sup>15</sup>. Il apparaît qu'environ 10% des actifs liés aux mesures d'assouplissement quantitatif de la BCE (QE)<sup>16</sup> sont à risque partagé entre les pays de la zone euro et sont comptabilisés comme étant une dette de la BCE envers les banques centrales nationales.

Les créances et les engagements intra-Eurosystème figurant au bilan d'une banque centrale, le risque financier est donc partagé par l'ensemble de l'Eurosystème. Quel que soit sa situation vis-à-vis du reste de la zone euro, son exposition au risque est toujours égale à sa part dans l'encours total des opérations de l'Eurosystème, selon sa part dans le capital

---

15. Un excédent du compte courant devrait conduire à un solde net TARGET2 positif, et inversement. Conformément à cela, Sinn (2018) et Fuest (2018) considère que les soldes TARGET2 sont un renflouement furtif des pays périphériques par les banques centrales créancières, et que les soldes nets divergents au cours des deux dernières années sont principalement dus aux opérations financières.

16. Il s'agit de l'acronyme de *Quantitative Easing*.

de la BCE. Malgré toutes leurs caractéristiques déconcertantes, cela peut être leur plus grande vertu (Cour-Thimann, 2012). Cette comptabilité inhabituelle confirme les aspects techniques complexes qui sont impliqués et qui continuent de voiler une explication claire des composantes motrices de cette méthode comptable employée par les banques centrales européennes à l'origine des divergences constatées notamment en période de crise. La recrudescence des soldes TARGET2 est donc liée aux tensions de financement dans certains systèmes bancaires nationaux, et ces soldes reflètent imparfaitement les besoins de financement qui résultent du financement des différentes économies de la zone euro. Par exemple, dans le cas des banques qui empruntent des liquidités en monnaies étrangères auprès de leurs banques centrales, la transaction entre la banque commerciale et sa banque centrale n'est pas transfrontalière, mais implique toujours un flux TARGET2 de la banque centrale vers la BCE et l'émergence de soldes TARGET2 en conséquence. En effet, c'est la BCE – et non la banque centrale nationale – qui est la débitrice des banques centrales hors zone euro dans les accords d'échange de devises mis en place après la crise. Il relève donc de la responsabilité de la banque centrale de chaque pays d'assurer la compensation des paiements entre les banques commerciales en leur attribuant une forme homogène au moyen de la monnaie du système bancaire national. C'est déjà le cas aujourd'hui que le paiement monétaire des importations commerciales nettes d'un pays transfère au pays exportateur un montant de créances financières et non des unités de monnaie. Si ce fait était ouvertement reconnu et si les paiements transfrontaliers étaient inscrits dans les bilans respectifs, dans ce cas les crises des balances des paiements seraient simplement inexistantes.

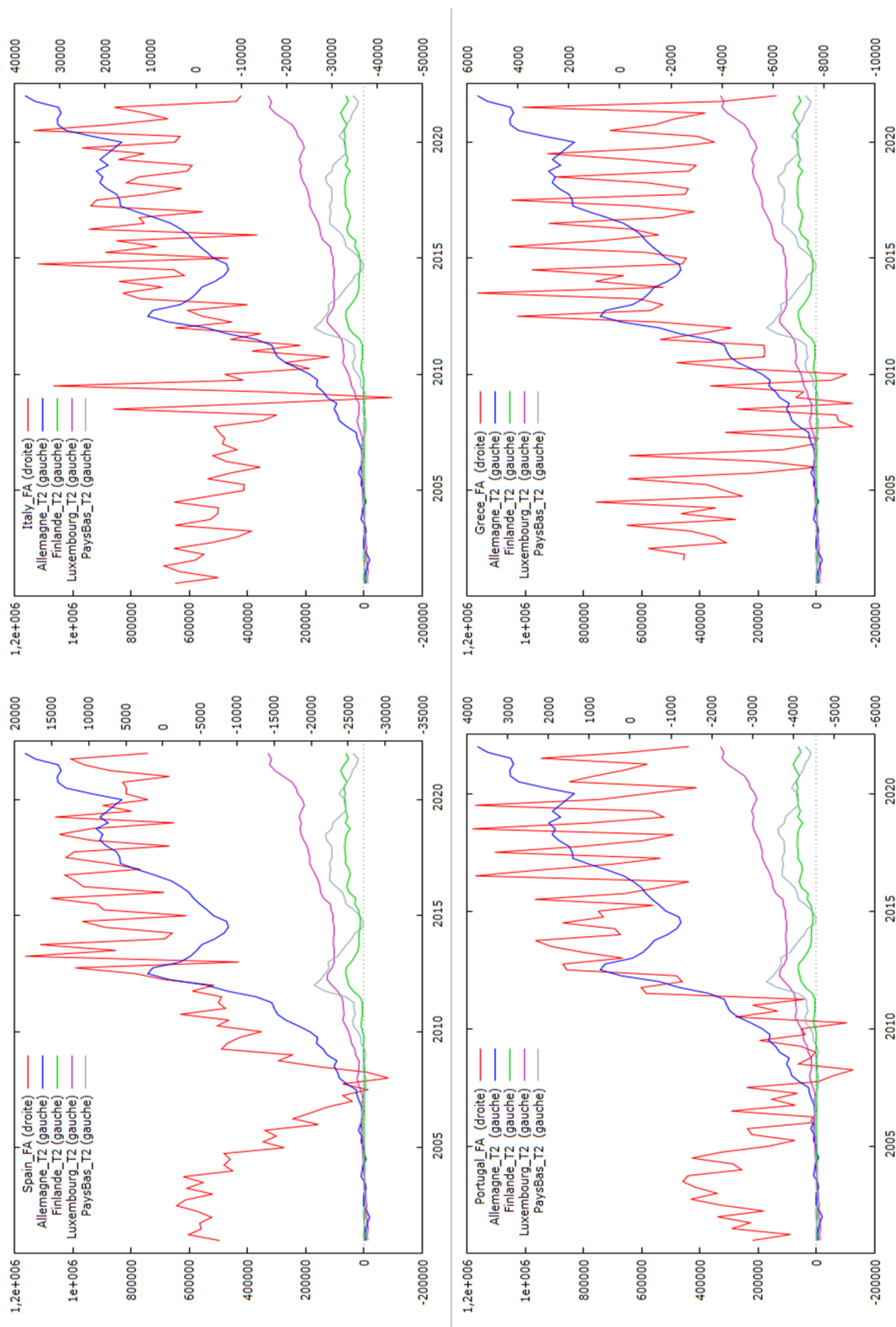


FIGURE 4.2 – Evolution des comptes financiers des pays périphériques en comparaison aux soldes TARGET2 des économies du centre de la zone euro (Q1 :2001-Q1 :2023)  
 Source : Elaboration personnelle (données trimestrielles : Eurostat, BCE)

Pour rappel, les racines des soldes divergents des comptes financiers dans la zone euro remontent à l'année 1990, lorsque l'unification allemande a constitué un choc asymétrique pour l'ensemble de l'Europe. L'Allemagne a généré des excédents courants et d'importantes exportations nettes de capitaux. Celles-ci ont été réorientées vers l'investissement et la consommation intérieure, compte tenu des importants besoins d'investissement dans la nouvelle partie orientale de l'Allemagne unifiée. Pendant ce temps, le reste de l'Europe glissait dans la récession à mesure que les exportations de capitaux allemands se tarissaient. Lorsque, au milieu des années 1990, l'effet stimulant de l'unification allemande a pris fin, les salaires allemands ont considérablement augmenté par rapport à la productivité. Le mark allemand s'est sensiblement apprécié en termes réels par rapport aux monnaies de ses partenaires commerciaux européens, et la dette publique a atteint des niveaux sans précédent. Un pic historique de chômage a aussi été enregistré. Au cours de la seconde moitié des années 1990, les efforts de consolidation du gouvernement allemand et des entreprises ont commencé à ouvrir la voie à des positions divergentes des comptes courants en Europe.

Le principal problème des pays de la périphérie de la zone euro reste l'absence de monnaies nationales indépendantes pour servir d'outils d'ajustement, mais aussi l'absence d'alternatives adaptées à l'adoption de la monnaie unique. En 2013, une grande partie de l'ajustement commercial qui a ramené les comptes courants à un niveau proche de zéro en Italie, en Espagne et au Portugal (figure 4.1) provenait de l'augmentation des recettes d'exportation. De 2010 à 2013, les exportations nominales de biens et de services dans ces pays ont augmenté de 15% ou plus; une augmentation à peu près conforme à la hausse des exportations de l'Allemagne (figure 4.3).

Comme nous pouvons le constater, ces évolutions confirment notre point de vue concernant les facteurs à l'origine des évolutions récentes des soldes TARGET2. En effet, les soldes TARGET2 des pays du centre de la zone euro – l'Allemagne et le Luxembourg en particulier – ont une forte corrélation positive avec les comptes financiers des économies périphériques. Les évolutions des soldes TARGET2 dans la périphérie de la zone euro sont donc aussi le résultat d'opérations financières.

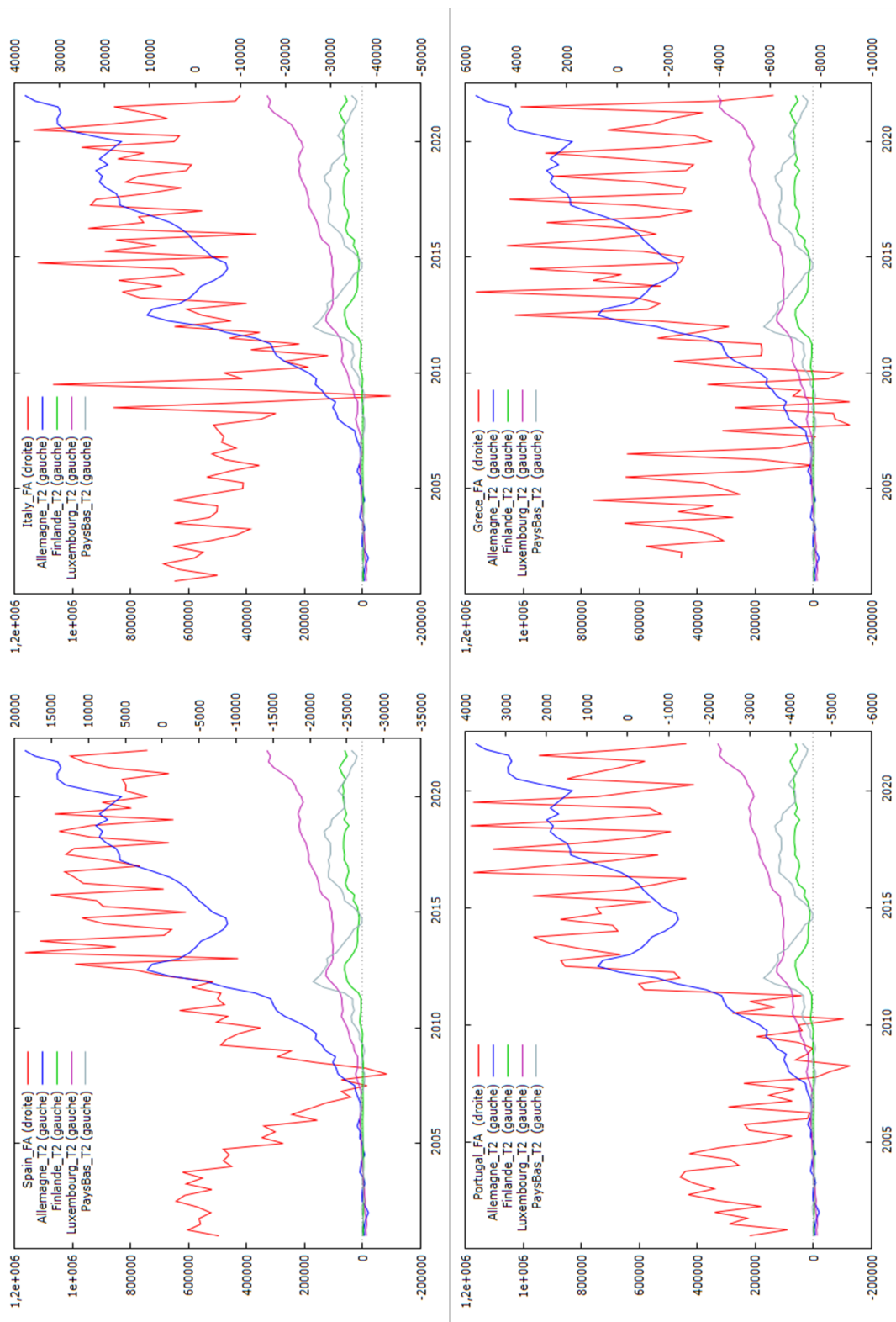


FIGURE 4.3 – Evolution du compte courant et du compte financier allemand en comparaison aux soldes TARGET2 des économies périphériques (Q1 :2001-Q1 :2002)  
 Source : Elaboration personnelle (données trimestrielles : Eurostat, BCE)

Les déséquilibres TARGET2 des banques centrales nationales de la zone euro ont résulté, d'une part, des modifications de l'environnement réglementaire et, d'autre part, de l'évolution économique. L'approche du compte de capital suppose que l'évolution des créances et des engagements TARGET2 est un processus endogène, reflétant les transactions des acteurs indépendants de l'économie réelle (Szécsényi, 2015).

La réciprocité des échanges subsume à la fois le marché commercial et le marché financier, tout achat commercial net étant couvert par une vente nette de créances sur une partie de la production future du pays. De ce fait, ce n'est pas la balance commerciale d'un seul pays qui doit être en équilibre, mais sa balance monétaire, à savoir, ses entrées et sorties globales de devises. C'est l'essence du changement radical nécessaire pour transformer la balance des paiements d'une collecte statistique de données en un instrument fournissant une image claire des relations commerciales et financières d'un pays avec le reste du monde (Beretta et Cencini, 2020).

Les flux officiels peuvent être divisés en deux catégories : l'aide à l'ajustement fournie aux pays périphériques par les institutions de l'UE et le FMI, et les crédits de paiement fournis collectivement par les banques centrales dans la zone euro via TARGET2. Pour ces pays, le déficit de financement qui en a résulté a été presque entièrement comblé par les crédits TARGET2 qui ont joué un rôle similaire à celui des réserves en monnaie étrangère<sup>17</sup>. Compte tenu du haut niveau d'engagement du FMI dans les crises financières et de la zone euro, les pays membres ont signé des accords de prêt volontaires pour augmenter les fonds du FMI, auxquels la Bundesbank a participé avec une ligne de crédit d'un montant de 41,5 milliards d'euros durant le printemps 2013. En 2012, une forte réduction des engagements extérieurs acquis en 2010 est constatée, ce qui signifie que l'Allemagne a exporté des capitaux pour un total de 39 milliards d'euros au cours des 9 premiers mois de cette année. Le solde global du compte courant de la zone euro était plus ou moins équilibré, s'élevant en moyenne à un léger déficit totalisant 0,3% du PIB. Environ 60% de

---

17. Confrontée à une inversion soudaine des flux de capitaux, une banque centrale attachée à un taux de change fixe doit liquider ses réserves de devises sur le marché pour financer à la fois le déficit du compte courant et les sorties nettes de capitaux privés. Le crédit TARGET2 a comblé les déficits de financement dans la périphérie à peu près de la même manière, sauf que la banque centrale a vu ses engagements extérieurs augmenter plutôt que ses actifs diminuer. Dans les deux cas, la position extérieure nette de la banque centrale se contracte. L'extension du crédit TARGET2 enregistrée dans le compte financier de l'Allemagne s'apparente donc à ce qui se produit lorsqu'un pays à taux de change fixe augmente ses réserves de devises face à un afflux de capitaux.

l'épargne allemande était exportée vers d'autres pays, dont les deux tiers transitaient par des banques et des compagnies d'assurance allemandes.

### **4.3 Risques liés aux évolutions récentes des soldes TARGET2**

Par définition, un pays peut accumuler des créances TARGET2 en raison d'excédents courants et/ou d'entrées de capitaux, tout comme une banque centrale dans un régime de changes fixes acquiert des réserves de change en raison d'excédents courants et/ou d'entrées de capitaux. Ainsi, il paraît judicieux de penser que les soldes TARGET2 expriment les évolutions que les réserves de change auraient subies en l'absence d'une monnaie unique pour l'Eurosystème.

Comme nous avons pu le constater, les crédits intra-européens et les créances TARGET2 accordés par les banques centrales des pays du centre de la zone euro au cours de la crise des balances des paiements européenne ont remplacé les flux de capitaux internationaux privés pour financer les déficits courants des pays en crise. Les mesures non-conventionnelles des banques centrales de l'UME ont même compensé la fuite pure et simple des capitaux des économies périphériques comme cela a été le cas pour l'Espagne et l'Irlande par exemple. Dans le cas de l'Allemagne, l'essentiel du renversement s'est matérialisé par la diminution des créances étrangères des banques commerciales allemandes et l'afflux de capitaux étrangers en fuite vers l'Allemagne était faible en comparaison avec les achats d'obligations de l'Etat allemand augmentant considérablement, en particulier par les investisseurs espagnols et irlandais. En termes nets, au cours des années 2008, 2009 et 2011, les non-résidents ont retiré des crédits qu'ils avaient auparavant accordés aux institutions financières allemandes. Cependant, en 2012, les flux de crédits étrangers aux institutions financières allemandes ont bondi, tandis que le flux de rachats de crédits versés aux institutions financières allemandes s'est stabilisé (Sinn, 2019, 2020).

Si le système TARGET2 agit comme système de compte des créances et des dettes intra-européennes, il fait apparaître les évolutions des balances des paiements d'un côté sous une autre forme – changement de la composition du bilan de la banque centrale ; évolution des niveaux de dette extérieure ; évolution des niveaux d'épargne et de financements privés –

de l'autre côté de la zone euro. Chaque mesure de politique monétaire au niveau national a donc un impact et des répercussions parfois très significatives sur d'autres économies de l'UME.

### **4.3.1 Conjoncture économique et contexte nécessaires à une dissolution de l'UME**

Les répercussions des évolutions quasi catastrophiques de ces facteurs précédemment mentionnés sur les PIGS, en particulier leurs taux de chômage élevés et l'éclatement des bulles immobilières, ont coïncidé avec des récessions dans ces pays pendant la crise. Bien qu'il ne s'agisse que de créances sur le reste du monde et certainement pas principalement sur les PIGS, ne serait-ce que parce qu'une grande partie des exportations de capitaux de l'Allemagne transitaient par le système bancaire français, il est remarquable que la dette des PIGS accumulée par le biais des déficits des comptes courants est du même ordre de grandeur.

Dans ce contexte d'asymétrie structurelle de l'Eurosystème, l'Irlande et l'Espagne, deux des victimes les plus notoires de la crise, ont adopté un plan de sauvetage massif concernant les déficits budgétaires : à l'époque où l'hétérogénéité de l'Eurosystème était encore dissimulée sous l'aspect unificateur de l'euro, elles n'ont pas dépassé les plafonds de déficit public et de dette publique stipulés dans le Pacte de stabilité et de croissance, notamment en raison de la phase de croissance économique tirée par les flux de capitaux entrants durant les années précédant la crise. Ces crédits indirects par le biais du système TARGET2 ont stimulé la croissance du PIB nominal et des recettes fiscales plus rapidement que l'augmentation des dettes. Les pays périphériques ont néanmoins accumulé des dettes extérieures importantes par rapport à leur PIB après le sommet de Madrid et avant la crise, même si ces pays affichaient déjà un endettement extérieur net effectif important au départ et ont largement bénéficié de la baisse des taux d'intérêt (Sinn, 2014).

Comme nous l'avons précisé, les dettes des soldes TARGET2 des pays périphériques de la zone euro ont augmenté principalement en raison de flux spéculatifs. Ces derniers ne modifient pas le niveau des créances nettes de l'Allemagne sur le reste de la zone euro, mais en modifient seulement la composition ainsi que celle des dettes. Potrafke et Reisch-



mann (2014) expliquent que les créances TARGET2 de la Bundesbank ont été explosives de début 2009 à début 2013. En mettant en œuvre une politique d'allocation intégrale et en réduisant la qualité minimale requise des garanties en octobre 2008, la BCE a refinancé les crédits privés dans les pays périphériques de la zone euro dans une large mesure<sup>18</sup>. Par conséquent, les capitaux privés ont quitté ces pays et les créances TARGET2 allemandes ont considérablement augmenté.

Si nous considérons à nouveau l'exemple d'une économie périphérique telle que l'Espagne, supposons que les détenteurs espagnols de dépôts en euros dans des banques espagnoles craignent une sortie de l'Espagne de la zone euro et décident de détenir leurs dépôts en euros dans une banque allemande. Le résultat de ce flux spéculatif est double : il alimente certainement la position débitrice de l'Espagne vis-à-vis du reste de la zone euro – l'Allemagne en l'occurrence – et viendra donc augmenter les créances de cette dernière, mais aussi en modifier la composition par l'attribution d'un aspect encore plus financier à ces créances car leur augmentation n'est pas due à une activité commerciale et n'affecte donc pas le compte des transaction courantes.

### 4.3.2 La détention de créances intra-européennes est-elle risquée ?

Il est souvent considéré dans le cas où une éventuelle dissolution de l'UME venait à se concrétiser, que les pays détenteurs de créances feraient face au risque de non-recouvrement. Naturellement, plus ces créances sont importantes, plus le risque est critique et compromettant. Ce point de vue est notamment défendu par Sinn et Wollmershäuser (2012a), qui placent l'Allemagne en position de risque face à l'éventuelle perte de ces créances.

Le fait est que, dans une union monétaire, la redistribution des risques de solvabilité des banques ou des gouvernements aux contribuables des pays membres via les bilans des banques centrales nationales est tout à fait possible. Il est tout aussi envisageable de voir

---

18. Les fonds propres de la BCE en décembre 2013 s'élevaient à 21 milliards d'euros. La clé de répartition du capital a été fixée en fonction de la taille relative des pays membres de l'UE, calculée comme la moyenne de leur PIB et de leur population. En excluant les apports en capital des pays de l'UE n'appartenant pas à l'Eurosystème, la clé de répartition ajustée du capital pour l'Allemagne en 2013 était de 27,0%, pour la France de 20,3% et pour l'Italie de 17,9%, tandis que pour la Grèce elle était de 2,8% et pour Malte de 0,1%, par exemple. Ces clés de capital ajustées jouent un rôle dans de nombreux calculs importants, tels que ceux de la répartition des profits et des pertes découlant de la politique monétaire. De début 2008 à septembre 2013, le crédit TARGET2 et le crédit de sauvetage budgétaire ont financé l'intégralité des 613 milliards d'euros de déficits courants cumulés des GIIPS et, en plus, une fuite de capitaux d'environ 425 milliards d'euros (Sinn, 2014).

les contribuables d'un pays membre supporter la charge de ces risques liés à un autre pays membre de l'Eurosystème<sup>19</sup>. La mise en œuvre de la proposition visant à fournir des garanties supplémentaires pour les soldes TARGET2 s'écarterait de l'objectif consistant à éviter une dépendance persistante des banques vis-à-vis des opérations de liquidité de l'Eurosystème. En effet, l'exposition de l'Eurosystème au risque s'est considérablement accrue pendant la crise financière à la suite de sa prise en charge de plus en plus de fonctions d'intermédiation et, en particulier, de la décision de diluer les normes de garantie pour les opérations de politique monétaire, de la constitution de portefeuilles de titres pour des raisons de politique monétaire dans le programme d'achat de titres, ainsi que dans le programme d'achat d'obligations sécurisées.

Dans le cas d'une dissolution de l'UME, et si les créances de TARGET2 ne sont pas honorées en tant que titres juridiquement valables, ou si les débiteurs de TARGET2 sont incapables de rembourser ces créances, alors que les pays dont les soldes TARGET2 sont neutres, à l'image de la France, s'opposeraient à partager les pertes, les pays excédentaires perdraient leurs créances TARGET2. Ce point de vue, notamment exprimé par Sinn et Wollmershäuser (2012a,b), concernant les risques éventuels pour l'Allemagne en raison de son solde TARGET2 excédentaire croissant, est mêlé de faux arguments. Détruire ses actifs sans réduire la valeur de la base monétaire (Sinn, 2011) n'implique pas que la banque centrale en question et le gouvernement qui la possède ne subiraient pas de pertes de richesse. Ce constat est soutenu notamment par De Grauwe et Ji (2012), à savoir qu'à la suite des évolutions des soldes TARGET2 à partir de 2011, l'Allemagne a été forcée d'accorder des crédits aux pays déficitaires et, par conséquent, contrainte de faire face à une situation dans laquelle elle devait prendre des risques inacceptables, susceptibles de conduire à des pertes importantes pour les ménages allemands si la zone euro venait à se désintégrer. Des créances qui, selon les auteurs, ont évité la dissolution de la zone euro, et grâce auxquelles les économies périphériques ont pu faire face à l'absence de financement sur les marchés bancaires au début de la crise de la dette publique. Il est toutefois utile de

---

19. La mutualisation de la dette publique implique inévitablement des emprunts excessifs car elle fait baisser les écarts d'intérêt et bloque le frein automatique qui ralentit normalement la vitesse d'accumulation de la dette en augmentant les taux d'intérêt pour les pays qui ont une aversion trop importante pour la dette. Il peut, toutefois, être assimilé que cette situation pourrait constituer un frein à une éventuelle dissolution de l'Eurosystème. En effet, plus le coût de la sortie de l'UME est élevé, plus une sortie potentielle serait compliquée et coûteuse et dissuaderait donc les pays membres d'adopter cette démarche (Fuest, 2018).

rappeler que les mouvements induits par le développement de ces créances ont impliqué l'intervention de la BCE et des banques centrales des pays périphériques dont les mesures de politique monétaire ont évité la faillite progressive et inévitable de leurs institutions bancaires.

Sinn (2011); Sinn et Wollmershäuser (2012a) considère les soldes TARGET2 comme un refinancement automatique de la balance des paiements des pays dont le compte courant est déficitaire, bien qu'il étende systématiquement son argument avec des implications visant à dépeindre l'Allemagne comme la victime, un point de vue qui, selon notre analyse, est erroné. Comme nous l'avons constaté dans le cas de la Bundesbank et du Banco de España, les paiements intra-européens opérés par le système TARGET2 ne détériorent pas les réserves de change des payeurs et n'impliquent pas de mouvements de capitaux en devises. Les paiements interviennent sous forme d'écritures comptables dépourvues de démarches visant à mener ces opérations de paiements à leur finalité. En l'absence d'un régime de change, la nécessité de financer un déficit du compte courant avec des devises semble disparaître dans une union monétaire. Or, cette contrainte se manifeste sous une autre forme, celle des évolutions disproportionnées des soldes TARGET2<sup>20</sup>. En combinant les deux aspects, c'est-à-dire la création de positions créditrices persistantes par TARGET2 et l'emprunt croissant des pays périphériques auprès de leurs banques centrales nationales, tout se passe comme si les réserves mêmes prêtées par les banques privées allemandes avant la crise, déposées à présent à la BCE, sont désormais prêtées par la BCE par l'intermédiaire des banques centrales nationales, en vertu de la gestion décentralisée des opérations de refinancement au sein de l'Eurosystème. La position extérieure nette de l'Allemagne (Espagne) est la même, mais maintenant l'Allemagne (Espagne) prête (emprunte) via TARGET2. Ceci nous emmènerait à dire que les soldes TARGET2 sont en réalité les deux faces d'une même pièce.

Le problème dans ce cas est que les dépenses autonomes des banques centrales ne génèrent

---

20. Ginzburg et Simonazzi (2017) soulignent que les paiements interrégionaux dans une monnaie unique ne sont pas limités par le montant des réserves internationales détenues par l'UME, ou par l'obtention de prêts étrangers. L'UME manquait des mécanismes de résolution de crise qui, dans les unions monétaires viables, empêchent l'émergence d'un risque de convertibilité en raison du spectre de la rupture de l'union. Simonazzi et Vianello (1998) et Wray (2012) reconnaissent que les mécanismes de paiement et de refinancement de l'Eurosystème ont apparemment assoupli ou dissimulé la manifestation la plus évidente de la crise à venir : la rareté de la monnaie internationale pour effectuer les paiements une fois que les flux de capitaux se sont asséchés.

pas suffisamment d'épargne intérieure mais visent simplement à préserver les bilans des banques commerciales de la sortie abondante des capitaux. Dans une union monétaire viable, l'endettement extérieur est découragé par les transferts fiscaux et des mécanismes de résolution de crise sont en place. Si l'absence de concertation sur des mécanismes fédéraux de résolution de crise dans une union monétaire défectueuse pourrait inciter les pays déficitaires à quitter l'union monétaire, des mécanismes tels que TARGET2 ont empêché la crise de la balance des paiements de s'envenimer, mais ils ne peuvent pas résoudre un problème de solvabilité aggravé par le risque de convertibilité. Depuis 2009 pour les PIG<sup>21</sup>, et massivement depuis 2011 pour l'Espagne et l'Italie, les investisseurs étrangers ont refusé de reconduire (refinancer) la dette précédente qui finançait les déficits passés des comptes courants. Par conséquent, les déséquilibres croissants des soldes TARGET2 reflètent non seulement la nécessité de financer les déficits persistants des comptes courants de la périphérie, mais, plus important encore, la nécessité de faire face à la fuite des capitaux de la périphérie vers les pays du centre de la zone euro.

Si cette combinaison n'existait pas, cependant, tout le système bancaire s'effondrerait. Ainsi, Sinn (2011) n'a pas tort de qualifier TARGET2 comme étant un « renflouement furtif » de la périphérie, bien qu'il soit peu attentif sur les responsabilités allemandes dans cette situation, et il oublie que le « renflouement furtif » concerne également le côté prêteur, c'est-à-dire les banques allemandes dans ce cas. Bien sûr, TARGET2 ne peut régler que certains problèmes de liquidité de la périphérie, et ne peut garantir la solvabilité des États et des banques<sup>22</sup>. Les pays du centre de la zone euro devraient remercier TARGET2 d'avoir donné plus de temps à cette zone pour remédier à la situation. Malheureusement, ce temps a jusqu'à présent été perdu (Cesaratto, 2013). Alors qu'aucune réforme profonde de l'architecture institutionnelle et financière de la zone euro n'a été tentée, la zone euro, encouragée par un diagnostic erroné de la crise, a poursuivi un ajustement douloureux par l'austérité et la déflation compétitive, sans réussir à rééquilibrer économiquement l'UME et à restaurer la croissance économique.

---

21. Il s'agit du Portugal, de l'Irlande et de la Grèce.

22. En mai 2022, la dette TARGET2 espagnole avait atteint un sommet de 517 milliards d'euros, ce qui signifie probablement que la totalité des importations de capitaux accumulées depuis le début de 2008 a été anéantie par une fuite de capitaux et une fourniture ultérieure de crédits TARGET2, ce qui implique que la totalité du déficit du compte courant de l'Espagne a été financée par TARGET2. Sinn et Wollmershäuser (2012b) estime que la fuite des capitaux intra-zone euro est devenue incontrôlable entre-temps, et ceci a longtemps été perçu comme un facteur capable de potentiellement détruire politiquement la zone euro

Whelan (2014) affirme qu'une perte de créances et de revenus nets dans TARGET2 est une perte réelle qui ne peut être remplacée par l'émission de nouvelles unités de monnaie nationale. Sinon, pourquoi un pays devrait-il se donner la peine d'exporter ou d'être payé? Si l'Eurosystème échoue, les contribuables allemands ne ressentiront rien parce que leur banque centrale remplacera cette créance de l'ancien Eurosystème par sa propre nouvelle monnaie locale créée. Selon cette logique, l'Allemagne devrait immédiatement augmenter sa production de biens et exporter vers le reste du monde sans se soucier de la capacité de paiement du reste du monde, car la Bundesbank couvrira toutes les pertes via la planche à billets.

Alors que Whelan (2012) reconnaît cela, il affirme que toute perte peut être compensée par la Bundesbank, qui peut continuer à payer le même intérêt sur les dépôts en imprimant des billets et, de toute façon, ce ne serait pas une grande perte en termes de monnaie allemande, puisque les revenus qui en résultent sont partagés au sein de l'Eurosystème. Bien que cela puisse être vrai, ce point de vue implique qu'un pays peut perdre des actifs et des revenus étrangers sans que cela ne soit manifestement contraignant (Ramanan, 2012).

Dans une union monétaire défectueuse, l'absence de risque de convertibilité, la libéralisation financière et une politique monétaire accommodante standardisée, éventuellement associée au comportement mercantiliste de partenaires plus compétitifs, peuvent encourager les membres les moins compétitifs à s'endetter auprès des membres les mieux nantis.

### **4.3.3 Finalité des soldes TARGET2 dans le cas d'une rupture de la zone euro**

Il est important de souligner que dans le cas d'une dissolution de la zone euro, la circulation des monnaies nationales serait certainement rétablie et une convertibilité en euros devrait inévitablement être mise en place. Ceci constituerait un mécanisme inverse à celui de la phase III de la mise en circulation de la monnaie unique déployé entre 1999 et 2001. De ce fait, une période s'écoulera durant laquelle les membres actuels de l'Eurosystème auront la possibilité de recourir à des conversions en monnaie nationale des créances détenues en euros, et vice versa.

La forte accumulation de créances par l'Allemagne a alimenté cette crainte dans le cas

éventuel d'un effondrement de la zone euro. Si cela venait à se produire, il pourrait sembler évident à première vue de penser que l'Allemagne supporterait un coût important car les créances accumulées sur les pays débiteurs de la zone euro perdraient une grande partie de leur valeur<sup>23</sup>. Cette crainte est d'ailleurs devenue un facteur politique important en Allemagne.

L'idée qu'il puisse exister des risques pour les contribuables allemands qui découlent des créances TARGET2 de la Bundesbank est basée sur une mauvaise compréhension de ce qu'est la banque centrale. Au-delà de son indépendance, une banque centrale reste une institution rattachée à l'Etat, et dont le rôle est étroitement lié à celui de l'autorité publique qui s'exprime à travers le Trésor public. Le risque de perte des créances TARGET2 en raison d'un éventuel retrait de l'Allemagne, ou d'un pays périphérique de la zone euro, voire dans le cas de la dissolution intégrale de cette dernière, n'est pas un fait systématique. En effet, la Bundesbank peut éviter cette conséquence par les simples outils de sa politique monétaire.

Rappelons que les créances TARGET2 détenues par l'Allemagne sont le résultat d'une politique monétaire accommodante des banques centrales des pays périphériques, et que la politique d'attribution de crédits privés alimente les dettes dans TARGET2 de ces économies – et donc les créances allemandes. Face au risque d'insolvabilité des crédits privés dans les pays périphériques de la zone euro, et donc de perte ou de dévalorisation de ses créances intra-européennes, la Bundesbank peut simplement limiter la conversion des euros aux résidents allemands, et ainsi garantir que les pertes qui résulteront d'une émission excessive de dette dans les pays périphériques seront supportées par les résidents de ces pays, et non par les contribuables allemands. Tant que ces créances resteront libellées en euros, elles pèseront sur les bilans des banques centrales des pays périphériques. En d'autres termes, cette conversion restreinte équivaut à repousser les créances dévaluées du bilan de la Bundesbank vers les bilans des banques centrales des pays débiteurs. Dans ces conditions, les contribuables allemands n'ont aucune raison de craindre les lourdes pertes dont certains économistes allemands ont prévenu si la zone euro venait à disparaître.

---

23. Il est important de comprendre que si un pays comme l'Allemagne a des créances financières nettes sur le reste du monde, cela ne peut se produire que parce que l'Allemagne a accumulé des excédents courants dans le passé.

Le problème est que ces craintes sont devenues de puissantes forces politiques qui empêchent les gouvernements de trouver des solutions rationnelles à la crise de la zone euro. L'accumulation de déséquilibres importants dans le système de paiement de la zone euro est un indicateur dramatique de la perte de confiance dans l'euro (Sinn et Wollmershäuser, 2012b ; Sinn, 2012b).

Selon Lambert et König (2013), le retrait d'un pays membre de l'Eurosystème aurait comme répercussion la transformation de son solde TARGET2 en emprunts en devises, ce qui signifie qu'un passif devrait être réglé dans une monnaie différente. À ce stade, cependant, il n'est pas possible d'évaluer avec précision quels processus institutionnels entreraient en jeu. On peut supposer qu'une part des créances que, par exemple, l'Allemagne détient actuellement serait encore recouvrable dans ces circonstances. Par conséquent, cela ne signifierait pas que tout serait radié (Lambert et König, 2013).

### **Remplacement des mesures de financement mutuel et risque de redénomination des soldes TARGET2**

Que les banques britanniques, par exemple, aient déplacé des euros de leurs opérations en Espagne, au Portugal ou en France, ou la totalité d'entre elles, l'augmentation du solde TARGET2 qui en résulte ne reflète ni le financement du compte courant ni une réduction des expositions de crédit pures aux emprunteurs d'Europe périphérique. D'après les rapports de la BCE et les données de la BRI (Hofmann et al., 2020), il est clair qu'une partie substantielle de l'augmentation du solde TARGET2 de l'Allemagne en 2012 résulte du réaménagement des bilans des banques pour couvrir le risque de redénomination des dettes par la possibilité d'une réémergence des monnaies nationales (De Grauwe et Ji, 2012).

Si Sinn et Wollmershäuser (2012a) et Sinn (2012a) estime que les politiques de garantie et de refinancement de l'Eurosystème ont fourni trop de financements et ont nécessité trop peu d'ajustements, Bindseil et al. (2012) suggèrent que la balance vers l'ajustement pourrait être déplacée, le moment venu, par des politiques telles que l'imposition de frais pour une utilisation prolongée du crédit de l'Eurosystème ou le durcissement des exigences de garantie.

*« Si les forces du marché se retournent contre un pays en déficit courant, on voit mal comment le système monétaire de la zone euro ne servirait pas à nouveau à amortir l'ajustement. » - (Bindseil et König, 2012, p. 164)*

Cela imposerait aux nouvelles procédures de l'UME de limiter ex ante les déficits excessifs même si cette démarche va à l'encontre du principe fondateur du traité de Maastricht, preuve que ce dernier présente une conception insuffisamment élaborée de ce que devrait être l'Eurosystème. De plus, cette démarche rencontrera certainement des difficultés dans son déploiement au même titre que le retrait des mesures non-conventionnelles des politiques monétaires à l'image de l'augmentation des taux directeurs par les banques centrales après la crise financière internationale. Les économies des pays membres de la zone euro, particulièrement les économies périphériques, se sont longtemps appuyées sur les crédits de l'Eurosystème, particulièrement en période de crise.

## **Conclusion**

Les destins des systèmes souverains et bancaires dans de nombreux pays membres de la zone euro, et de la zone euro dans son ensemble, sont étroitement liés, comme l'ont montré la première crise financière globale et peu après la crise de la zone euro. Cela ne signifie pas que l'augmentation de la dette nette du système TARGET2 de certains pays ne peut pas, sous certaines conditions, être révélatrice de problèmes graves. Ces déséquilibres peuvent être – et sont probablement actuellement – un symptôme de la difficulté des systèmes bancaires des pays périphériques de la zone euro à se financer sans soutien public.

Si les soldes TARGET2 sont un problème de balances des paiements, il est donc normal que la BCE ne détienne pas de position débitrice ou créditrice. Pourtant, ceci a bien été le cas durant la phase III du projet de l'UME, mais aussi durant la crise de la dette publique. Pour la plupart des pays membres de l'UME, les évolutions des soldes TARGET2 et celles des comptes des transactions courantes sont liées d'une manière ou d'une autre. Toutefois, les discussions autour de la question des évolutions récentes des soldes TARGET2 sont davantage alimentées par la recherche des facteurs à l'origine de ces évolutions. De nombreux travaux supposent un rapport entre l'évolution des balances des paiements et celle



des soldes TARGET2, ces derniers étant potentiellement influencés par les balances commerciales et les comptes financiers des pays membres de la zone euro.

Du point de vue de la balance des paiements, une augmentation des créances TARGET2 est considérée comme une exportation nette de capitaux. La forte hausse du solde TARGET2 de la Bundesbank depuis 2007 est essentiellement due aux tensions sur le marché monétaire et aux difficultés du secteur bancaire au sein de la zone euro. Alors que les fonds avaient tendance à continuer d'affluer vers les banques allemandes depuis l'étranger en raison de paiements relevant d'opérations commerciales – et non purement bancaires –, après le début de la crise, elles étaient moins disposées à – et dans certains cas incapables de –, prêter ces fonds à des institutions étrangères sur le marché interbancaire. Les soldes TARGET2 accumulés auprès des banques centrales nationales reflètent la modification de la répartition des opérations de refinancement dans la zone euro depuis le début de la crise financière. Cela a été facilité par l'offre abondante de liquidités de l'Eurosystème résultant de l'attribution intégrale de toutes les offres dans le cadre des opérations de refinancement depuis octobre 2008, qui visait à contrer les perturbations sur le marché monétaire. Ainsi, il paraît évident que la position risquée de la Bundesbank aurait été exactement la même si le solde TARGET2 positif était accumulé non pas par la Bundesbank mais plutôt par une autre banque centrale de l'Eurosystème (Deutsche-Bundesbank, 2011).

Le débat sur l'interprétation appropriée des soldes TARGET2 a porté sur la question analytique de savoir si ces soldes sont mieux associés aux soldes des comptes courants des pays membres de l'Eurosystème ou s'ils reflètent une inversion du compte de capital motivée par des préoccupations de crédit. Ces crédits de l'Eurosystème par le biais du système TARGET2 ont, dans une certaine mesure, permis le refinancement public des dettes privées initialement accordé par les banques allemandes aux économies périphériques. Ce financement du secteur public au profit de la périphérie a permis aux autres banques ayant leur siège social dans la zone euro, et à celles situées hors de la zone euro, notamment au Royaume-Uni, de réduire leurs expositions au risque de faillite et de donc de perte de leurs créances. L'entrée dans la réflexion des acteurs du marché et le positionnement du risque de redénomination des créances a longtemps soulevé des questions politiques pour les autorités de la zone euro et pour les autorités en dehors de la zone euro. Les premiers ayant l'intention d'éliminer ce risque tandis que les seconds souhaitent l'éviter (Cecchetti

et al., 2012).

Nous avons pu observer le rapport direct possible et statistiquement significatif entre les balances des paiements et les soldes TARGET2. Malgré la forte corrélation entre les soldes TARGET2 d'une sélection de pays membres de la zone euro, telle que nous l'avons illustrée dans le chapitre précédent, ce type de rapport n'est pas apparent entre les balances des paiements de la même sélection de pays, mais aussi entre les balances des paiements et les soldes TARGET2 de chacun des deux groupes de pays que nous avons précédemment identifié.

Ceci vient donc renforcer notre positionnement théorique selon lequel les dysfonctionnements actuels du système TARGET2 ne sont pas le résultat direct de l'évolutions d'autres facteurs, mais plutôt celui d'une malformation constitutionnelle de l'UME telle que nous la connaissons actuellement. Rossi (2016) considère qu'il est primordial d'abandonner l'euro sous sa forme actuelle, afin de pouvoir opérer des réformes structurelles des institutions impliquées dans les opérations supranationales intra-européennes. En effet, les évolutions des soldes TARGET2 reflètent celles des balances des paiements mais n'en sont pas le résultat.

# Chapitre 5

## Contributions théoriques pour la réforme de l'Union Monétaire Européenne

### Introduction du chapitre

L'intégration monétaire européenne aurait pu être abordée différemment que par le simple abandon des monnaies nationales et le transfert de la souveraineté monétaire totale à une autorité centrale. Par ailleurs, comme cela a été prédit par B. Schmitt, la forme finale prise par l'union monétaire européenne a conduit à des dynamiques asymétriques entre les pays membres et a entraîné une instabilité économique (Bailly et al., 2016). Celle-ci a particulièrement affecté les économies périphériques de la zone euro durant la crise financière globale éclatée en 2008.

Vanek (1961) explique que Keynes et Triffin prônent la création d'une banque centrale internationale – ou supranationale – dont tous les pays du monde seraient membres. Il est prévu qu'une telle institution servirait de substitut au FMI. L'existence d'une telle institution est, cependant, susceptible d'affecter les économies de l'Eurosystème sur deux plans. D'abord, (1) la création d'une telle institution créerait des problèmes de nature politique si un système pour les votes venait à être mis en place, étant donné l'indépendance et la souveraineté des pays membres. Il paraît, toutefois, que cette configuration pourrait être projetée sur le cas de l'Eurosystème sans autant de difficulté, étant donné que l'intégration

monétaire est déjà entamée. D'autre part, (2) certains problèmes économiques pourraient émerger en l'existence et par le mode de fonctionnement d'une telle institution.

Dans le cadre du plan Keynes, les excédents ou déficits nets de la balance résultant des transactions autonomes pouvaient s'accumuler en montants substantiels. Triffin anticipe les effets inflationnistes dommageables qu'une création de crédit aussi effrénée pourrait entraîner. Par conséquent, il préconise de plafonner l'expansion annuelle de la liquidité supranationale. L'expansion des réserves mondiales, par conséquent, s'effectuerait de deux manières différentes dans ce cas, comparables à celles employées par les banques centrales nationales. D'une part, le fonds international pourrait accorder des crédits à court terme à la demande des pays membres ; d'autre part, il pourrait investir directement dans les marchés financiers des pays membres, tant à court qu'à long terme.

Triffin (1969) estimait déjà qu'une compréhension sans précédent des lacunes auxquelles il était nécessaire de remédier était acquise par les décideurs du système monétaire international. La restructuration de ce système devant passer par trois grandes réformes indispensables :

1. La création de réserves internationales délibérément orientée vers la satisfaction des exigences d'une croissance du commerce et de la production mondiaux.
2. Le fonds de réserves qui en résulte devrait être protégé contre les basculements déstabilisants entre les avoirs de réserve, et principalement entre les monnaies de réserve et l'or – s'agissant d'une époque antérieure à l'effondrement du régime de Bretton Woods.
3. Ces réformes du montant global et de la composition de la réserve mondiale doivent s'accompagner d'un renforcement du mécanisme d'ajustement, facilitant le financement des déséquilibres temporaires et réversibles, mais assurant également une correction plus rapide des déséquilibres persistants, plutôt que leur perpétuation soit par le financement inflationniste ou par le contrôle du commerce et des changes.

*« Ce consensus devrait aboutir, et aboutira sans aucun doute un jour, à un accord sur le type de réforme suggéré par les tendances historiques passées, c'est-à-dire le développement d'une norme de réserves de crédit véritable-*

*ment internationale visant à la réalisation simultanée de ces trois objectifs »*

- (Triffin, 1969, p. 484).

Dans ce chapitre, nous allons exposer quelques apports théoriques issus de la théorie monétaire sur la base des travaux de B. Schmitt concernant la réforme du système monétaire international ainsi que la conception d'une union monétaire mettant en circulation une monnaie internationale. Par la suite, nous projeterons cette perception sur le cas de l'UME, à travers les contraintes auxquelles cette dernière devrait répondre. Nous mettrons l'accent sur l'importance d'une réforme de la structure des institutions de crédit afin de préserver l'équilibre entre l'émission monétaire et le financement de l'activité économique. Ceci nous mènera à nous interroger sur la validité du régime actuel ainsi que les perspectives et les réformes incontournables pour l'avenir de l'Eurosystème.

## **5.1 Le contexte faisant de la réforme de l'UME une nécessité**

Les mesures non-conventionnelles de politique monétaire de l'Eurosystème déployées à travers la BCE ont amené à l'application de taux d'intérêt directeurs avoisinant le niveau plancher de zéro pourcent, à l'image des banques centrales de l'OCDE (figure 5.1). Ces mesures peuvent aussi être constatées à travers des taux d'intérêt sur les prêts commerciaux suivant la même tendance, même si ces taux étaient déjà très bas au début de la période de crise. Etant donné que l'offre de crédit était désormais à peu près aussi flexible que peuvent le permettre les systèmes bancaires, le problème de la stagnation du crédit dans la zone euro concerne la demande de crédit. Les entreprises et les ménages n'empruntaient plus autant qu'avant, en raison de la crise de confiance sur les marchés interbancaires suite à la crise de la zone euro. Les causes de la faiblesse de la demande peuvent être trouvées à la fois au niveau des entreprises et des ménages <sup>1</sup>.

---

1. En Allemagne, les salaires réels stagnaient ou diminuaient depuis de nombreuses années – et le pouvoir d'achat des salaires, en termes de proportion de la production totale de biens et de services de l'économie nationale que le salaire annuel d'un ouvrier peut acheter, avait ainsi diminué, depuis que les salaires avaient augmenté moins que la productivité.

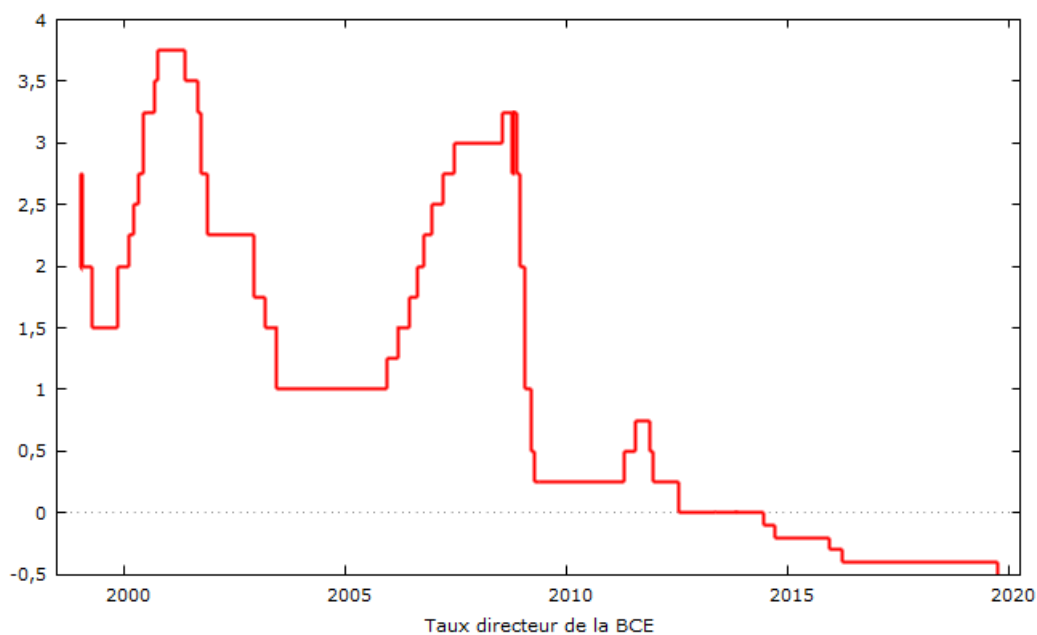


FIGURE 5.1 – Taux d'intérêt directeur de la BCE (taux annuel 2001-2022)

Source : Elaboration personnelle à partir des données de la BCE

L'austérité n'a pas entraîné d'amélioration de l'économie réelle et n'a pas atténué les problèmes des marchés financiers. La reprise économique souhaitée par la BCE ne s'est donc pas concrétisée. Ce n'est que la prise de position par l'ancien gouverneur de la BCE, Mario Draghi, notamment à travers son affirmation qu'il ferait « tout ce qu'il faut » pour protéger l'euro, qui a contribué à stabiliser la zone euro, au moins en ce qui concerne la fin des perturbations financières. Sans cette mesure, les politiques d'austérité auraient sûrement conduit à d'autres défauts souverains en plus de celui de la Grèce.

La principale préoccupation pour la zone euro à présent est de savoir comment relancer le circuit monétaire en période de faiblesse économique. Sur la simple base de l'arithmétique du bilan, l'un des trois secteurs (ménages de la zone euro, gouvernements de la zone euro ou partenaires commerciaux du reste du monde) doit s'endetter pour augmenter la demande globale. Le secteur privé montrait jusque-là une faible volonté d'augmenter son endettement net, et de nombreux ménages sont déjà endettés plus qu'ils ne le souhaitent. Quant aux entreprises privées, elles sont peu incitées à s'endetter pour investir dans une production accrue, compte tenu de la stagnation de la demande des consommateurs.

Le secteur extérieur pourrait accroître sa demande de produits européens, mais cela conduirait à une appréciation du taux de change de l'euro. Si la BCE intervient pour faire baisser

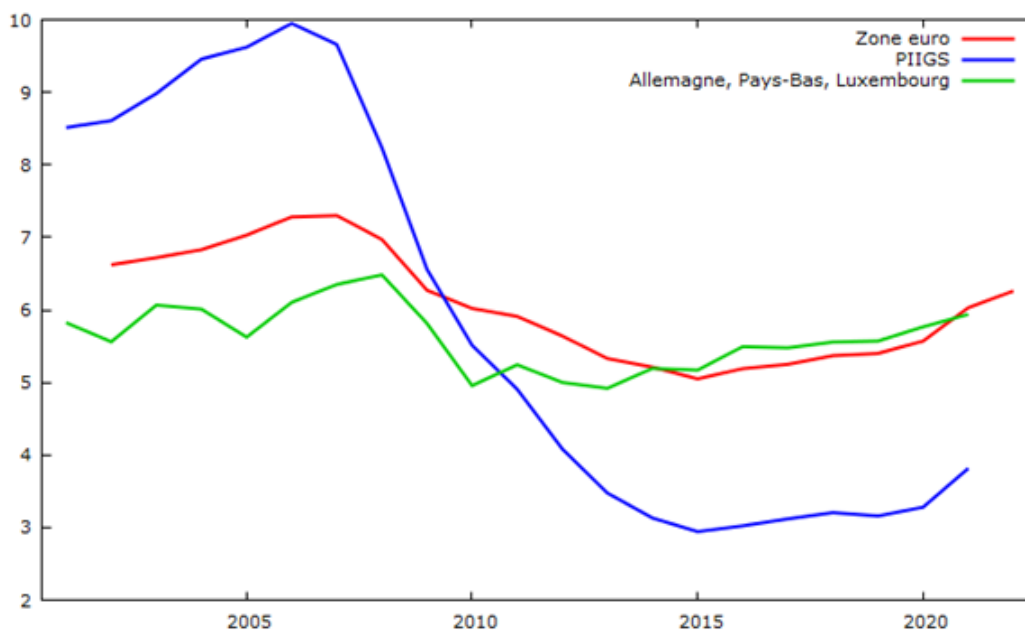


FIGURE 5.2 – Ratio Investissement des ménages (en % du PIB) au prix du marché  
 Source : Elaboration personnelle à partir des données annuelles Eurostat 2001-2022

le taux de change de l'euro, d'autres régions du monde riposteront tôt ou tard en initiant des interventions similaires contre l'appréciation de leurs monnaies. Il est donc peu probable que la zone euro puisse devenir un principal exportateur (net) dans l'économie mondiale actuelle, dont une grande partie est en proie à l'affaiblissement de la demande. Même si une stratégie axée sur les exportations fonctionnait pendant un certain temps, elle finirait par se heurter au même type de problèmes jusque-là observés au sein de la zone euro. Les pays dont les comptes courants sont déficitaires et bloqués dans des régimes de change fixe seront poussés à s'endetter et finiront par rencontrer des problèmes de remboursement de la dette. Alternativement, les pays avec des taux de change flexibles verront leurs devises se déprécier au fil du temps, ce qui poussera leurs comptes courants vers l'équilibre. Le taux de change de l'euro par rapport au reste du monde n'étant pas stable, ces dépréciations entraîneront une baisse de la valeur financière des actifs accumulés grâce aux excédents courants, lorsque ces actifs sont libellés en devises.

Les seules sources potentielles restantes pour l'augmentation de la demande sont les gouvernements. Un gouvernement peut augmenter le montant des dépôts du secteur privé dans le système bancaire en augmentant les dépenses publiques. Cela soutient le pouvoir d'achat des ménages et devrait donc accroître la demande sur le marché des produits. Évi-

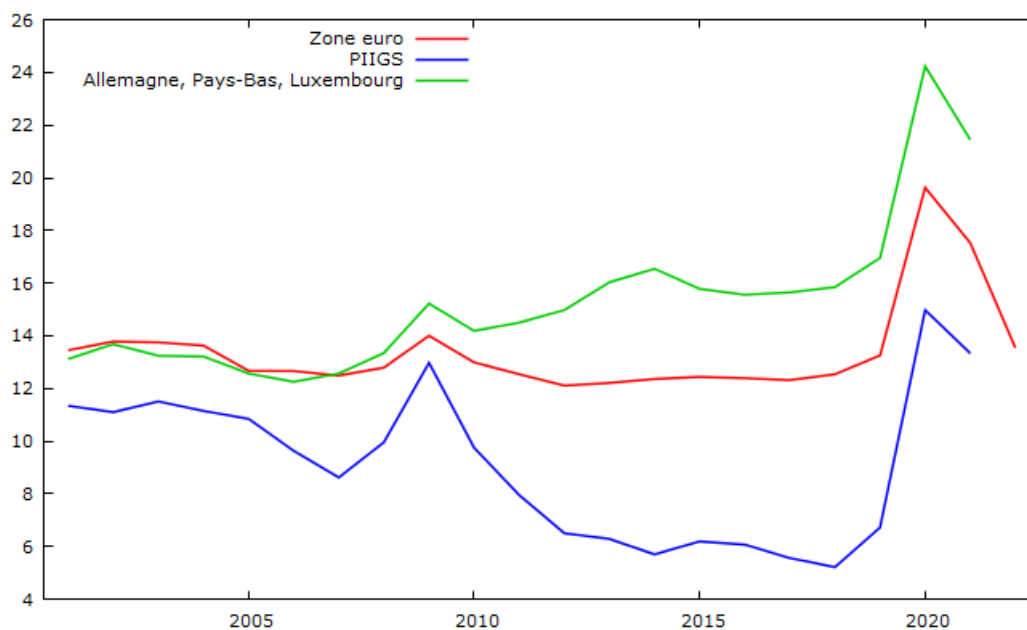


FIGURE 5.3 – Taux d'épargne brute des ménages (en % du PIB) donnée  
 Source : Elaboration personnelle à partir des données annuelles Eurostat 2001-2022

demment, les ménages pourraient alternativement utiliser le revenu supplémentaire pour rembourser leurs dettes, et dans ce cas rendre l'effet de demande hétérogène à son tour. Dans l'état actuel des choses, les dépenses publiques dans la zone euro sont strictement réglementées aux niveaux européen et national, notamment par le traité de Maastricht concernant les déficits publics et les « freins à l'endettement » nationaux. La problématique de l'existence des biens communs, comme interprétation possible du mécanisme de politique monétaire intra-européenne, attire l'attention sur les dilemmes liés à l'environnement réglementaire et le déploiement d'une politique de relance appropriée nécessitera donc des changements fondamentaux des règles. Si la demande supplémentaire créée par l'augmentation de l'endettement du secteur privé et l'endettement extérieur ne suffit pas à mobiliser pleinement la capacité de production de l'économie – ou du moins, suffisamment pour garantir que tous ceux qui veulent un emploi puissent en obtenir un – alors les dépenses publiques restent un dernier recours.

Dans le cadre du « Quantitative Easing », la BCE a essayé de créer des dépôts supplémentaires pour le secteur privé. Cependant, les résultats de cet instrument se sont avérés plutôt décevants. Premièrement, les bénéficiaires de ces dépôts ne se sont pas systématiquement dépensés pour acheter des biens de consommation. Souvent, ces bénéficiaires



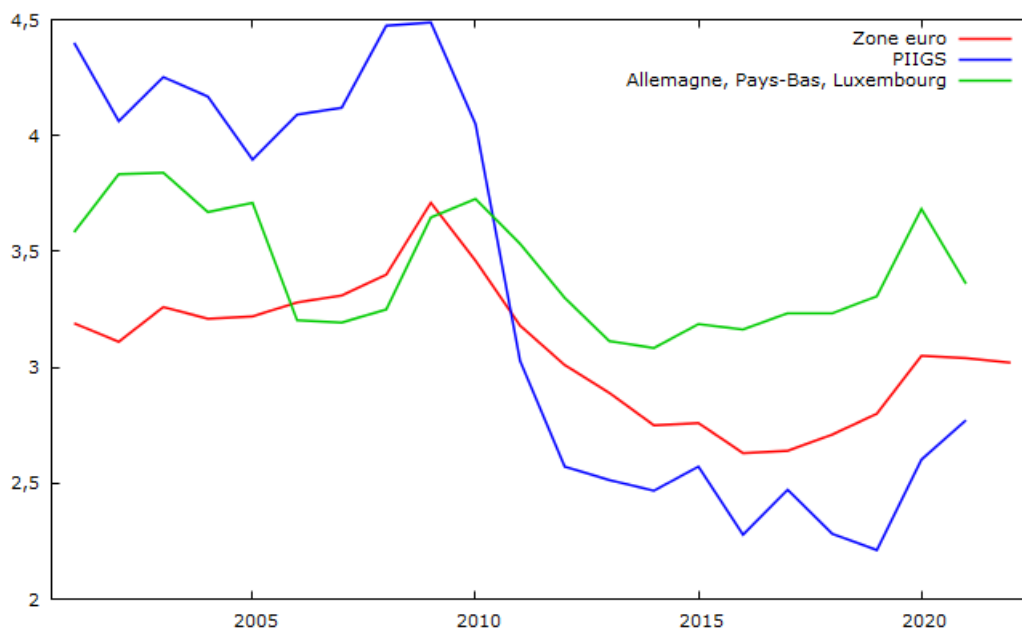


FIGURE 5.4 – Ratio Investissement des gouvernements (en % du PIB) au prix du marché  
 Source : Elaboration personnelle à partir des données annuelles Eurostat 2001-2022

sont relativement riches et utiliseront les dépôts provenant de la vente d'un actif existant sur leurs comptes bancaires pour en acheter un autre. L'effet est une augmentation des prix des actifs, et donc une forte redistribution de la richesse en faveur des banques et des détenteurs d'actifs financiers<sup>2</sup>. Ceci ne sert donc pas à la relance de la demande de crédits pour des raisons de consommation. En outre, le secteur privé aura des revenus d'intérêt plus faibles lorsque les taux d'intérêt sont plus bas, ce qui pourrait entraîner une baisse de la consommation et éventuellement des efforts accrus pour épargner davantage. La force motrice derrière cela est l'intérêt payé sur les obligations d'Etat. Si le gouvernement préfère dépenser moins en intérêts et ne pas augmenter les dépenses ailleurs dans son budget, alors il retire les dépôts de la circulation.

L'Eurosystème fait face à une contrainte supplémentaire : la possibilité des emprunts supranationaux par le biais de la BCE en l'absence d'un taux de change entre les pays membres. Ceci n'est pas un problème en soi, mais ce sont les paiements qui en découlent qui constituent une complication de plus dans le cas de l'Eurosystème comparé à un système fédéral comme les Etats-Unis<sup>3</sup>. Durant les dix premières années suivant la mise en

2. Voir Rochon et Rossi (2006) pour une analyse de l'impact d'une politique de ciblage de l'inflation sur la redistribution des revenus.

3. L'exemple de mutualisation de la dette souvent cité est celui des États-Unis. La bulle que les États-Unis ont connue à cause de la mutualisation de la dette rappelle celle que l'euro a créée dans ce qui est ac-

circulation de la monnaie unique européenne, le problème des paiements intra-européens n'était pas perceptible. En effet, la grande majorité des créances résultant d'une absence de finalité de paiement entre les pays membres de l'UME ont été compensées par l'achat par les institutions financières des pays créanciers d'obligations d'entreprises ou d'Etats émises par des résidents des pays débiteurs. Ces derniers étaient ainsi en mesure de financer leurs déficits commerciaux par une vente d'actifs financiers dont le paiement a donné lieu à des enregistrements comptables compensateurs (Szécsényi, 2015).

Dès le début de la crise, Sinn (2011) a fait valoir que les passifs dans TARGET2 devraient être réglés par des instruments négociables, tels que des titres publics. Le trésor public pourrait assumer les engagements de la banque centrale nationale en émettant de nouveaux titres publics. De ce fait, les créances des banques centrales les unes vis-à-vis des autres pourraient être réglées par des titres publics adossés à des actifs immobiliers ou des titres offrant des droits de préemption sur les recettes fiscales, et les pays périphériques ne devraient pas être poussés à émettre des titres publics au-delà de l'étendue de la composante endogène de leurs soldes TARGET2. Cela pourrait répondre à une contrainte liée aux soldes TARGET2 : l'accumulation de dettes et de créances intra-européennes. Dans ce cas, les évolutions de ces soldes seraient modérées sans pour autant les plafonner et aller à l'encontre des principes du traité fondateur de l'UME. Par contre, cela ne résout pas le problème fondamental qui est la finalité des paiements intra-européens. Les émissions de titres de dettes par le trésor public afin d'assumer les engagements des banques centrales ne ferait que « déplacer la dette » d'une institution à une autre à l'intérieur d'un même pays, vis-à-vis du reste de la zone euro. Dans ce cas, la dette n'est pas éteinte et les titres éventuellement émis par le trésor public du payeur donnant accès à une part de ses recettes fiscales renverraient la dette sur le champ des banques centrales qui, en période de crise, acquièrent des titres de dettes publiques comme cela a été le cas auparavant.

Supposons que les pays de la périphérie laissent intentionnellement augmenter leurs soldes

---

tuellement connu comme étant l'ensemble périphérique de la zone euro (Sinn, 2018). L'une des premières recommandations de Sinn (2011) était que la BCE suive l'exemple du système appliqué aux États-Unis. Alors que les pertes sont supportées par les banques centrales nationales proportionnellement aux souscriptions au capital dans le cas de l'ensemble du portefeuille d'actifs de sociétés, seuls 20% des achats d'actifs publics relèvent du régime de partage intégral des risques. Szécsényi (2015) suggère à ce propos l'émission effective jusqu'à 20% de la valeur du programme d'achat d'actifs, étant donné que chaque banque centrale nationale bénéficie des gains et subit les pertes proportionnellement à son niveau de souscription au capital jusqu'à 20% même dans le cas des titres publics.

TARGET2, autrement dit, conformément à l'explication exogène, les déséquilibres proviennent des emprunts auprès de la BCE. Dans ce cas, la supervision bancaire unique mettra fin à l'accumulation des déséquilibres. Ce serait une grande réussite en soi, car cela encouragerait les pays périphériques à mettre en œuvre des changements structurels et à contenir leurs déficits courants. Il reste à voir dans quelle mesure l'activité de surveillance de la BCE sera efficace dans la pratique et dans quelle mesure elle sera capable de coopérer avec les banques et les autorités de surveillance locales.

Pour rappel, les transferts augmentant les soldes TARGET2 ne sont pas toujours initiés par des particuliers ou des entreprises, mais reflètent souvent des transactions interbancaires. Ces transactions traduisent la liquidation par des acteurs du secteur bancaire des actifs de faible qualité, conduisant à des réaménagements de portefeuille. Ce phénomène de transfert de risque conduit à l'accumulation de passifs TARGET2 par les banques centrales périphériques envers la banque centrale allemande. À mesure que le crédit accordé par le secteur bancaire est remboursé, une partie des engagements est redistribuée du secteur privé des pays périphériques vers le secteur public, à savoir la BCE et le Système européen de banques centrales (Szécsényi, 2015). C'est en raison de ce fait que nous pouvons considérer que les crédits attribués à travers TARGET2 comportent tout de même un risque même si aucun pays ne fait défaut<sup>4</sup>. Ces crédits se matérialisent par les opérations de refinancement de l'Eurosystème. Il ne s'agit pas d'une sortie nette de crédit, entrées privées et sorties publiques confondues, mais en soi c'est une sortie au même sens qu'un crédit public de sauvetage d'un pays à l'autre. La demande de crédit de refinancement était si importante que les banques commerciales en difficulté dans de nombreux cas n'étaient pas en mesure de fournir des garanties de qualité suffisante<sup>5</sup>. On peut voir que les prêts supplémentaires des PIGS ont creusé un écart croissant entre le crédit de refinancement des pays en dehors de l'Allemagne et des PIGS d'une part et l'Allemagne d'autre part, effaçant entièrement leur crédit de refinancement et transformant à la fois ce groupe de pays

---

4. Voir Lucarelli (2017) pour une analyse du rôle de TARGET2 dans la propagation ou l'atténuation d'une éventuelle crise de liquidité de la zone euro, et la possibilité réelle de défaut des pays périphériques endettés à la suite de l'imposition de politiques d'austérité par la BCE.

5. La banque centrale d'Irlande a accordé à ses banques des prêts d'urgence à court terme (*Emergency Liquidity Assistance*, ou ELA) qu'elle a elle-même garantis. L'abaissement des normes de sécurité a conduit à une situation dans laquelle le président de la Bundesbank, Jens Weidmann, s'est senti obligé de se plaindre dans une lettre au président de la BCE, Mario Draghi, que le crédit de refinancement supplémentaire reflété par les soldes TARGET2 n'était pas suffisamment garanti pour les créances allemandes de TARGET2 (Sinn et Wollmershäuser, 2012b).

et l'Allemagne en emprunteurs nets de monnaie de banque centrale dans la zone euro.

L'UME doit devenir un partenariat de sécurité solide, dont les économies sont organisées de manière décentralisée sur la base du principe de responsabilité et d'un degré maximum d'autonomie locale, s'abstenant de politiques redistributives entre nations. La redistribution créerait des perdants qu'il faudrait empêcher d'échapper aux menaces de punition, mais une union fondée sur les menaces ne peut être stable et pacifique.

## **5.2 Les idées directrices de la réforme des paiements supranationaux de l'Eurosystème**

Compte tenu de la situation de l'Eurosystème et des besoins de réforme pour remédier au manque de marge dans les mécanismes de relance économique, les idées conventionnelles ne répondraient pas au besoin fondamental de la zone euro : un processus de paiement empêchant le développement de créances et de dettes intra-européennes.

Bernard Schmitt a grandement contribué à l'élaboration d'une théorie monétaire moderne, fondée sur une pensée logique et des conceptions rigoureuses de la monnaie et de la banque, au sein et à travers différents espaces monétaires. Il a notamment fourni des critiques constructives à la fois à la théorie monétaire traditionnelle et à la compréhension conventionnelle de l'union monétaire. Ses propositions s'appuient notamment sur la création d'une monnaie commune supranationale permettant les paiements internationaux. Cette monnaie, créée par une institution internationale, éviterait aux pays la constitution de réserves de devises statiques pour les importations et permettrait aussi d'éviter l'accumulation des dettes car les pays engagés dans cette démarche consommeraient du pouvoir d'achat intérieur à chaque opération internationale.

L'une des contributions de Schmitt à cet égard concerne le processus d'union monétaire. Schmitt (1975b) a expliqué que pour former une union monétaire, les futurs pays membres n'ont pas besoin de fixer irrévocablement les taux de change de leurs monnaies. Ils n'ont pas non plus besoin d'abandonner leur propre monnaie nationale à cet égard. Cette configuration correspond à celle de la zone euro telle qu'elle est perçue actuellement. L'intégration des systèmes bancaires par le retrait des monnaies nationales, et donc des régimes de change entre les pays membres, exprime la volonté de mettre en place une union mo-

nétaire. La question de l'absence des taux de change pour une union monétaire est une évidence. Les taux de change sont non-seulement fixes, mais ils sont aussi irrévocables en présence d'une monnaie unique – contrairement aux régimes de change fixe. À cet égard, Schmitt estime qu'une monnaie unique n'est pas adaptée à une zone monétaire hétérogène à l'image de la zone euro. Cette dernière a plutôt besoin d'un système des paiements uniforme.

Si la zone euro est aujourd'hui qualifiée d'union monétaire, il est difficile de valider cet attribut du point de vue de la théorie monétaire et ceci pour des raisons bien évidentes. La zone euro est un espace économique dans lequel une monnaie unique est utilisée pour les paiements. L'euro est effectivement la seule unité de compte en circulation dans les économies des 20 pays membres de la zone euro. La nature de l'euro en tant que monnaie n'est pas l'élément contestable, mais son utilisation et ses canaux de circulation à l'intérieur de l'Eurosystème sont problématiques.

Les déséquilibres mondiaux de plus en plus apparents au début des années 2000 sont le résultat d'un désordre monétaire international, à savoir l'utilisation des monnaies nationales comme objets d'échange plutôt que comme moyen de paiement final entre des pays définis chacun comme l'ensemble de ses propres résidents. La finalité des paiements internationaux nécessite une monnaie de banque centrale supranationale : il faut

*« réformer l'architecture monétaire internationale dans l'esprit du plan de Keynes, pour porter la question de la réforme des paiements internationaux à l'attention des décideurs politiques ainsi que des gouvernements du monde entier. Il est dans l'intérêt de tous les pays participant au commerce extérieur, y compris éventuellement des États-Unis, de mettre en place et d'utiliser entre eux un système de paiement fonctionnant de manière ordonnée » - (Rossi, 2009a, p. 18, nous traduisons).*

Ceci est d'autant plus urgent et nécessaire compte tenu des divergences de niveaux de production, de revenu, d'épargne et de développement d'un pays à l'autre, en plus des différences parfois fondamentales des régimes monétaires et fiscaux. La zone euro représente encore une fois une illustration intéressante de ces divergences, notamment à travers la circulation des capitaux et le comportement des ménages vis-à-vis de l'épargne en raison des différences des niveaux des pouvoirs d'achats.

### 5.2.1 La question de la parité des pouvoirs d'achat dans les travaux de B. Schmitt

Durant la phase III du projet de l'UME, un taux de change a été établi entre l'euro et les monnaies nationales encore en circulation dans la zone euro<sup>6</sup>. Le passage à la monnaie unique a été officialisé à la suite du retrait de ces monnaies, mais durant cette phase intermédiaire, l'euro est intervenu en tant que monnaie commune pour les règlements entre les banques centrales nationales uniquement. La théorie de la parité des pouvoirs d'achat, telle qu'elle est présentée par Schmitt et Cencini (1976), représente cette situation dans laquelle le taux de change entre l'euro et les monnaies nationales est fixe,

*« de telle sorte que chaque pays-membre importe des biens et des services pour une valeur égale à celle de ses exportations : le pouvoir d'achat exercé à l'extérieur est alors exactement compensé par le pouvoir d'achat d'origine étrangère. Pour mesurer la parité des pouvoirs d'achat il faut évidemment exclure l'acquisition des titres, ces acquisitions étant en fait des prêts, c'est-à-dire des achats différés et non des achats actuels »* - (Schmitt, 1975b, p. 50).

En présence des monnaies nationales, la théorie classique stipule que deux sommes de monnaies (supposons  $x$  unités de la monnaie A et  $y$  unités de la monnaie B) ont des pouvoirs d'achat égaux dans la mesure où elles permettraient d'acquérir dans leur pays respectif des biens identiques<sup>7</sup>. Ce point de départ de l'analyse présente déjà une défaillance, consistant à exiger que les monnaies A et B soient égales partout, y compris à l'intérieur de chacune de leurs économies respectives. Dans cette démarche, un étalon doit être mis en avant – souvent l'or –, afin de servir de référence aux deux taux de change. Dans ce cas, l'erreur commise est de vouloir mesurer le pouvoir d'achat attribué aux unités de monnaie par un objet lui-même mesurable en unités de monnaie. Or, il n'est nécessaire de trouver un point de convergence entre ces deux monnaies qu'au moment d'un paiement suprana-

---

6. Voir Garber (1998, 1999)

7. Les parités de pouvoir d'achat (PPA) sont des indicateurs des différences de niveau de prix entre les pays. Les PPA nous indiquent combien d'unités monétaires une quantité donnée de biens et de services coûte dans les différents pays. Les PPA peuvent donc être utilisées comme taux de conversion monétaire pour convertir les dépenses exprimées en monnaies nationales en une monnaie commune artificielle (le standard de pouvoir d'achat, SPA), éliminant ainsi l'effet des différences de niveau de prix entre les pays.

tional. En dehors de cela, il est tout à fait acceptable que les pouvoirs d'achat attribués à chacune de ces deux monnaies ne soient pas équivalents, c'est même l'état normal des choses. En effet, un nombre déterminé d'unités de monnaie permet naturellement l'acquisition d'un nombre ou d'une quantité de biens et de services plus importants que le nombre équivalent d'unités d'une autre monnaie. Par exemple, la quantité de biens et de services accessibles à travers le paiement d'un montant de 120 pesetas espagnoles n'est pas systématiquement et absolument équivalent à la quantité de biens et de services accessibles à travers le paiement de 100 Deutschmark à un instant  $t$ .

De ce point de vue, chercher à trouver une équivalence entre les pouvoirs d'achat en projetant cette équivalence sur la quantité de biens et de services que la détention de  $x$  unités de monnaie A et de  $y$  unités de monnaie B permet d'acheter n'a pas un intérêt réel, d'autant plus que cette démarche n'est fondamentalement pas possible compte tenu du nombre illimité de combinaisons de produits possibles dans chacun des deux pays.

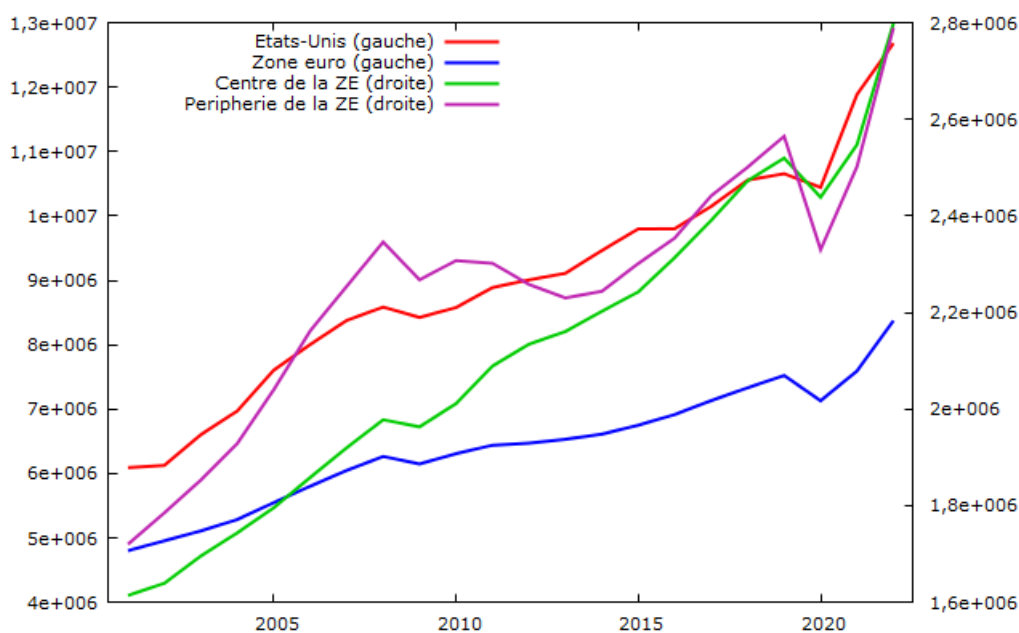


FIGURE 5.5 – Ratio de parité des pouvoirs d'achat  
Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat <sup>8</sup>

Dans le cas où cette contrainte serait résolue, l'équivalence entre  $x$  unités de monnaie A et  $y$  unités de monnaie B nécessite de connaître

« (a) les sommes de monnaie A dépensées par  $T1$  et par  $T2$ , pour chaque

*espèce de biens achetés; (b) les prix monétaires de tous ces biens; (c) la valeur macroéconomique de ces biens » (Schmitt, 1975b, p. 52).*

Il est donc sensé de parler de parité éventuelle comme dans les équations (5.1) et (5.2) :

$$x_A = x'_A \quad (5.1)$$

$$y_B = y'_B \quad (5.2)$$

Les pouvoirs d'achat de deux revenus  $x'_A$  et  $y'_B$  sont pareillement comparables. Mais le rapprochement de  $x_A$  et de  $y_B$  est totalement dépourvu de signification. Si la monnaie A « homogénéise » les produits physiques de l'économie A, et s'il est vrai parallèlement que les biens de l'économie B sont rendus homogènes entre eux par la loi de l'intégration de la monnaie B, aucune règle ne rend les deux monnaies commensurables entre elles.

$$x'_A \equiv y'_B \quad (5.3)$$

Toutefois, la conclusion qu'il existe une équivalence entre  $x_A$  et  $y_B$  est une précipitation car dans ce cas on chercherait une valeur dans l'équivalence des deux termes. Or la valeur se trouve dans leur rapport, puisqu'aucun moyen ne permet de mesurer  $x_A$  et  $y_B$  dans une unité commune.

L'euro intervient dans ce cas pour jouer le rôle d'unité de compte de référence, permettant de faire converger la parité des pouvoirs d'achat vers celle de la quantité de valeur attribuée à  $x_A$  et  $y_B$ . L'euro a donc l'attribut de « monnaie internationale », il n'intervient pas simplement en tant qu'unité de compte. La parité entre  $x_A$  et  $y_B$  n'est validée que dans le cas où les deux quantités de monnaies nationales s'échangeraient pour la même quantité d'euros (figure 5.6).

En effet, l'assimilation d'un nombre d'unités  $x_A$  à une équivalence d'un nombre d'unités  $y_B$  ne signifie pas l'existence systématique d'une parité des pouvoirs d'achat dans ces deux pays. Dans cette situation, un taux de change est établi et celui-ci n'est pas fait pour garantir l'équilibre des balances commerciales des deux pays. D'ailleurs, il n'est pas nécessaire de veiller à ce que les balances commerciales soient absolument équilibrées car, faisant partie des balances des paiements, ces dernières affichent un équilibre nominal puisqu'elles sont élaborées selon le principe de la partie double. Le maintien des taux



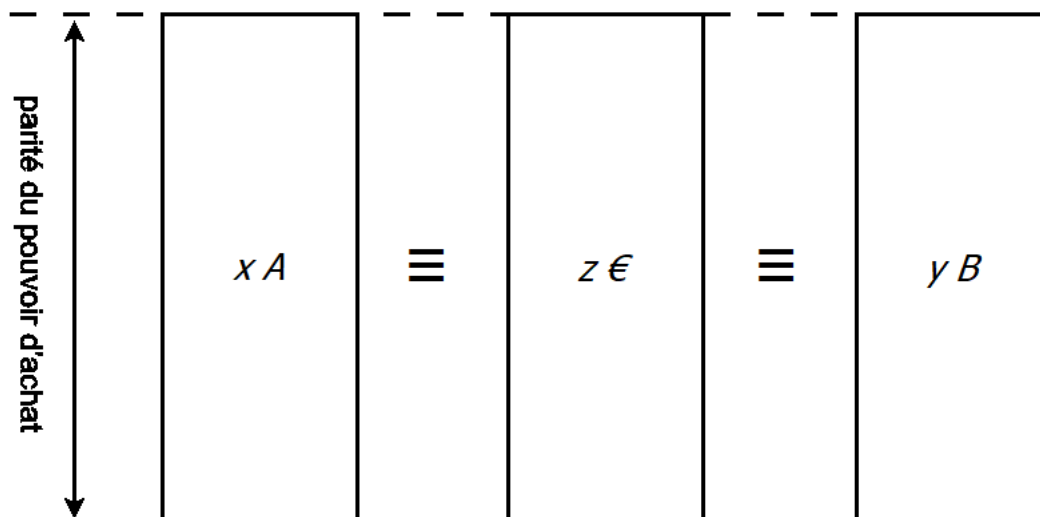


FIGURE 5.6 – La parité du pouvoir d'achat entre deux monnaies nationales par l'intermédiaire de l'euro

Source : Elaboration personnelle à partir de Schmitt (1975a)

de change à un niveau garantissant l'équilibre des balances commerciales peut être rejeté pour trois raisons :

1. L'équivalence des monnaies est indépendante de la parité des pouvoirs d'achat. Comme nous venons de l'expliquer, un nombre défini ( $x$ ) d'unités d'une monnaie (A) permettant d'accéder à une quantité de biens et de services dans une économie ne peut pas être considéré comme l'équivalent d'un nombre ( $y$ ) d'unités d'une monnaie (B) appartenant à une autre économie.
2. Les taux de change n'assurant pas l'équilibre des balances commerciales sont naturels. Ils ne sont pas déséquilibrants, puisqu'ils sont compatibles avec l'équilibre nominal des balances des paiements.

Dans ses travaux sur cette question, Schmitt (1975a, 1984) propose un plan qui se rapproche très clairement de la phase III du projet de l'UME avec notamment la mise en place de taux de change entre l'euro et les monnaies nationales sur la base de l'expérience antérieure afin de limiter les déséquilibres des balances commerciales. Par la suite, il propose de fixer définitivement les taux de change après une période de tâtonnement de la même manière qu'à l'intérieur d'une seule et unique économie, où aucun taux de change n'existe entre les unités de monnaie émises dans les différentes régions du pays. Ceci garantirait la parité dans le temps. En

l'absence de marges de fluctuation, la fixité des parités dans l'espace – entre les différentes économies de l'Eurosystème – pourra aussi être assurée.

La question de l'hétérogénéité institutionnelle et des écarts de développement et de la croissance économique potentielle entre les pays membres de l'Eurosystème constitue une contrainte face à cette démarche. Ces divergences se traduisent par des taux de croissance économique et des niveaux d'inflation différents dans le temps et dans l'espace – d'une économie à l'autre. Il est toutefois important de garder à l'esprit que la mise en circulation d'une monnaie supranationale permet de supprimer toute inflation d'origine extérieure et que les taux de change ne seront donc affectés que par les taux de croissance économique divergents. Ces écarts de croissance s'illustrent notamment à travers les exportations et donc les excédents et déficits des balances commerciales.

3. L'équivalence de deux monnaies nationales suppose leur définition commune en une troisième monnaie, d'un degré supérieur. Il est en effet impossible qu'un étalon soit sélectionné dans une famille des biens étalonnés. Seul l'euro mesure les monnaies nationales.

Le recours à une monnaie supranationale répond au besoin de concrétisation de la parité des pouvoirs d'achat à l'intérieur des économies des pays membres de l'UME. L'euro introduit la distinction des deux balances de paiement, nécessairement soudées en tout autre système. L'équilibre du compte financier, et dans l'ensemble celui des mouvements de capitaux, ne constitue pas une obligation à laquelle chaque pays membre doit se tenir. Seule la balance des paiements nominale doit être maintenue en équilibre permanent. Si les écarts de croissance économique créent des déséquilibres des comptes financiers, ils n'ont pas d'impact sur les balances des paiements nominales.

Les déséquilibres des comptes des transactions courantes provoqués par les achats de biens et de services sont donc nécessaires pour la redistribution des revenus et des effets de croissance<sup>9</sup>. Les problèmes de balance des paiements entre les membres d'une zone de libre-échange européenne peuvent être évités si chaque membre prend des mesures pour

---

9. Ces déséquilibres sont souvent qualifiés de « crise » des balances des paiements si la période d'expansion continue du commerce international excède six ans (Tower et Courtney, 1974).

maintenir sa propre balance des paiements globale à l'équilibre. Peu importe que la France, par exemple, soit en déficit avec le reste de la zone euro à condition qu'elle soit globalement en équilibre, c'est-à-dire en excédent égal avec les pays extérieurs. Elle peut alors utiliser les devises extérieures pour payer ses dettes au sein de la zone euro. Ces monnaies extérieures seront nécessaires aux autres membres de la zone euro car si la France est en déficit à l'intérieur de la zone euro, un ou plusieurs autres membres (par exemple, l'Allemagne) doivent être en excédent égal à l'intérieur de la zone euro. Mais si l'Allemagne est également en équilibre global, alors l'excédent allemand dans la zone euro doit être compensé par un déficit allemand égal avec les pays extérieurs (Ihrig et al., 2015).

### **5.2.2 La réforme des paiements supranationaux face au double paiement des dettes extérieures**

Dans le cas des paiements s'effectuant entre résidents d'un même pays, les unités de monnaie utilisées pour les paiements sont les mêmes. Ces paiements ne seraient opérés que par le revenu intérieur des acheteurs. Cependant, il est un fait que le paiement en monnaie nationale des importateurs n'est pas valable lorsqu'il est adressé aux pays exportateurs. En effet, les importations sont payables en monnaie nationale du pays exportateur : dans ce cas, une conversion des unités de monnaie nationales est nécessaire. Cette conversion exerce une pression sur les déficits intérieurs des importateurs car elle les accentue et représente donc un coût supplémentaire en plus de la valeur des biens et des services importés. Dans ce cas, la conversion du déficit intérieur en devises n'est une opération gratuite que dans la mesure où le pays équilibre ses importations et ses exportations. Nous considérons ici les pays qui mènent des opérations d'importation et d'exportation, et dont les mouvements se contrebalancent. Les exportations alimentent les réserves de change par des devises nécessaires au paiement des importations.

Les choses sont radicalement différentes dans le cas des importations sans exportations. Cette fois le gain de change est nul, car l'exportation qui l'aurait fourni n'existe pas. Les devises qui ne sont pas gagnées doivent être achetées. En conséquence, le paiement en devises s'ajoute au coût en monnaie nationale.

Schmitt (1975a) propose une réforme qui rendra impossible cette perte anormale d'uni-

tés monétaires étrangères à travers la création d'une nouvelle institution chargée de la réforme, appelée le « Bureau souverain » ou simplement le « Bureau ». Le Bureau souverain se chargera presque quotidiennement des paiements extérieurs en débit (importations) et en crédit (exportations) de l'économie domestique de son pays. Il ne suffirait pas d'obtenir de simples rapports sur les dettes extérieures contractées par son pays, telles que les rapports publiés par les banques centrales nationales quelques fois par an. Il est indispensable, au contraire, que toute nouvelle dette soit saisie sur la période même où elle se forme<sup>10</sup>. Cette configuration se rapproche du mode de fonctionnement du système TARGET2 dans le cas des paiements supranationaux à destination des pays extérieurs à l'Eurosystème comme nous l'avons expliqué auparavant. En effet, les banques centrales de ces pays ne peuvent se retrouver en situation débitrice ou créditrice vis-à-vis de la zone euro car les paiements sont soldés le jour même, ou le lendemain au plus tard.

D'après Machlup et al. (1965, 22) :

*« Il y a une différence entre les avoirs de réserve existants et un nouvel avoir international de réserve. Afin de gagner des dollars ou de l'or, un pays doit renoncer à des ressources réelles pour prétendre à des ressources réelles. Afin de gagner une partie du nouvel avoir de réserve, il n'a pas à renoncer à quoi que ce soit. Il dépose simplement auprès d'une agence internationale une sorte de responsabilité dormante qui ne sera pas utilisée par cette agence jusqu'à ce que l'ensemble de l'installation soit liquidé. En effet, les pays reçoivent ce que j'appelle des "réserves gratuites", c'est-à-dire des réserves qui n'ont pas à être gagnées mais qui sont distribuées selon une formule convenue par une agence internationale comme le FMI. »*

Dans le cas de l'Eurosystème, il aurait été judicieux d'envisager que la BCE puisse jouer le rôle d'administrateur des opérations de paiement. Mais les statuts actuels de l'UME n'attribuent pas à la BCE l'autorité d'apporter cette contribution au fonctionnement de l'Eurosystème. Il faut rappeler que l'intervention de la BCE face à la crise de la dette publique à travers l'achat de titres de dettes de certains pays membres reste une mesure

---

10. Schmitt (1984) considère qu'il est primordial de lutter contre le double paiement des dettes extérieures induit par la nécessité de se constituer des réserves de change en monnaies étrangères afin de financer les importations en plus que la pression que ces dernières exercent sur le déficit intérieur à travers la consommation d'une part du pouvoir d'achat domestique.

exceptionnelle, d'autant plus que ces achats n'ont pas été directement opérés par la BCE, cette dernière ayant refinancé les opérations d'achat des titres de dettes par les banques centrales nationales et a joué le rôle de créancier en dernier ressort.

Le plus envisageable serait de créer effectivement une institution supranationale indépendante avec comme seul projet la gestion des paiements supranationaux en constituant le relais chargé de la conversion en euros des monnaies nationales à chaque paiement pour les opérations d'importation-exportation. A cet effet, il reste possible de s'appuyer sur la base technique et l'expérience et la performance de traitement offertes par le système TARGET2 pour l'enregistrement des flux de paiement. Afin de répondre au besoin de la réforme, il est possible d'exploiter la complémentarité déjà existante entre la plateforme T2S au niveau supranational et le protocole RTGS déjà exploités par les banques centrales nationales pour la compensation des titres de dette (voir le chapitre 1).

### **5.3 La convergence de la monnaie unique vers une monnaie commune**

La politique monétaire standard repose sur la théorie quantitative de la monnaie, qui lie les variations du niveau général des prix à un excès de monnaie qui induirait une demande excédentaire sur le marché des biens. (Gnos, 2012b) montre que ce fondement théorique est trompeur et nuisible à la croissance économique. Il explique que la détermination des prix est multiforme. Les banques centrales, en particulier la BCE, en resserrant les conditions de crédit, se centrent sur la quantité de monnaie en circulation alors que le problème ne se situe pas de ce côté. La théorie quantitative de la monnaie, explicitement endossée par la BCE dans un rapport visant à présenter les principes fondateurs de sa politique monétaire, formalise l'idée qu'une variation de la quantité de monnaie en circulation représente une variation de l'unité de compte qui laisse toutes les autres variables inchangées (BIS, 2003 ; Chase P. et al., 2019 ; Cimadomo et al., 2020).

La politique monétaire devrait être menée différemment, et la théorie du circuit, qui approuve le rejet par Keynes de la théorie quantitative de la monnaie et sa proposition de considérer les flux monétaires en relation avec la formation et la dépense des revenus,

offre un substitut à la politique monétaire standard <sup>11</sup>.

Afin de repenser la politique monétaire, particulièrement dans le cas de l'UME, la volonté de faire parvenir les paiements à leur finalité devrait être une priorité. Celle-ci ne nécessite pas – comme on pourrait le penser – de veiller au maintien de l'équilibre des balances commerciales en tout temps. Ceci reviendrait à dire que toute importation doit être contrebalancée par une exportation instantanée et équivalente, ce qui est réellement surréaliste car, dans ce cas, nous raisonnerons dans une logique de troc comme nous l'avons expliqué précédemment. Cette configuration est donc impossible à mettre en place à l'échelle nationale, encore moins pour un ensemble supranational. Seuls les déséquilibres des balances commerciales permettent aux agents économiques de répartir leurs achats dans le temps, et donc de prêter aux uns les ressources que d'autres ne préfèrent dépenser que plus tard. De ce fait, exiger que tout pays équilibre en permanence son compte des transactions courantes reviendrait à exclure une fonction principale de la monnaie du champ international. Etant une monnaie complète, l'euro ne s'oppose pas aux déséquilibres commerciaux, même s'ils devaient créer des excédents nets des balances financières globales. En effet, le passage à l'euro a alimenté les spéculations sur les marchés financiers qu'une monnaie européenne unique était la meilleure garantie contre les risques de change, provoquant ainsi un volume croissant de flux de capitaux vers les pays périphériques de l'UME. Le risque de défaut a ainsi été négligé, considérant que la zone euro ne risquait pas de faire défaut dans son ensemble, notamment en présence de la BCE jouant le rôle de créancier en dernier ressort. En effet, Cesaratto (2013) indique que l'élimination du risque de change au sein d'une zone monétaire ne suffit pas à éliminer les écarts de taux d'intérêt dans cette zone, comme cela est devenu évident une fois que la crise de la zone euro a éclaté. En effet, au cours de ses dix premières années, l'UME a connu une augmentation insoutenable des prêts bancaires au secteur privé d'un certain nombre de pays périphériques, en particulier l'Espagne et l'Irlande en ce qui concerne leur secteur immobilier, que les acteurs des marchés financiers ont largement ignoré jusqu'à ce que la bulle du crédit éclate (Rossi, 2016).

---

11. Gnos (2012a) considère que l'inflation et la déflation pourraient être évitées grâce à un nouvel arrangement structurel des opérations monétaires et financières des banques.

### **5.3.1 Réforme du régime monétaire international : une adaptation du Plan Keynes à la situation de la zone euro**

L'intensification de la crise de la dette publique dans le cas des économies périphériques de la zone euro suggère que les plans de sauvetage lancés au tout début de cette crise, du moins tels qu'ils ont été configurés, n'ont pas endigué la crise. Ce n'est pas une coïncidence si les systèmes de règlement interbancaire ont été mis en place et structurellement réformés ces dernières années, en raison du nombre croissant de crises financières et bancaires survenues dans plusieurs pays du monde (Rochon et Rossi, 2007). Les dispositions relatives à l'action collective ne semblent pas non plus avoir été à la hauteur de la tâche (Fратиanni et Alessandrini, 2008). Face à ces circonstances, Allen (2011) suggère un cadre de faillite basé sur des règles strictes comme alternative aux limites des stratégies existantes. Sa configuration du cadre de faillite souveraine se résume en huit règles applicables à l'ensemble des pays de la zone euro. Il ne s'agit pas du risque d'exclusion de la zone euro, mais le terme « faillite souveraine » est employé par Bolton et Skeel (2005) pour désigner une situation de défaut sur le remboursement des dettes souveraines. Les auteurs proposent la création d'un système de prêts afin de faire face aux faillites souveraines avec un système de votes et un système de priorité dans l'attribution des financements.

Ces propositions sont défaillantes car elles font abstraction de l'un des deux rôles de la monnaie dont nous avons fait état précédemment. Par l'attribution de ces financements, la monnaie créée est vide et dépourvue de toute production. De plus, elles soutiendraient le développement des dettes publiques qui ne représenteraient plus un problème pour les pays déficitaires, particulièrement dans le cas de l'UME qui a, jusque-là, évité à tout prix la sortie d'un pays membre en raison de son haut niveau d'endettement.

Cette démarche rappelle les mesures non-conventionnelles déployées par les banques centrales de l'OCDE, notamment la BCE, face à la crise financière et à la crise de la dette publique. Même si, dans la forme, elle apparaît comme étant une adaptation du Plan Keynes, il existe deux différences fondamentales entre le contexte dans lequel le Plan Keynes a été proposé et le contexte actuel dans lequel la nouvelle clause pour TARGET2 serait introduite. La première est que Keynes a conçu son projet pour un système international et non régional. L'autre différence est que, durant les années 1940, le développement de

positions débitrices et créditrices par une économie vis-à-vis du reste du monde n'était pas d'actualité pour Keynes car pour ce dernier, comme dans le Plan White, un contrôle strict des mouvements de capitaux dans l'économie mondiale devait être instauré.

Par conséquent, les flux de capitaux internationaux étaient strictement liés à l'économie « réelle », et tous les déséquilibres et rééquilibrages étaient liés aux « opérations productives ». Même si Costabile (2009), par exemple, plaide en faveur de la pertinence durable du Plan Keynes comme remède aux déséquilibres internationaux afin de faire face aux déséquilibres internationaux imputables au rôle de l'or dans un régime de convertibilité et entraînant des pressions déflationnistes, elle considère que sa logique est toujours valable aujourd'hui, alors que l'or a depuis longtemps quitté la circulation internationale et que la convertibilité n'est plus d'actualité depuis longtemps.

Ce point de vue n'est pas totalement faux, étant donné que les paiements internationaux sont organisés selon les réglementations explicites ou implicites d'un système monétaire international, les règles monétaires internationales constituant une source possible de déséquilibres internationaux. Il s'agit d'une configuration dans laquelle la liquidité internationale reste dépendante des politiques des pays émetteurs, soit en raison de leur contrôle sur d'importantes réserves d'or, auxquelles ils promettent de donner accès via la convertibilité, soit parce que les principales monnaies fonctionnent comme de la monnaie fiduciaire, comme c'est le cas depuis l'effondrement du régime de Bretton Woods.

Il est, toutefois, important de garder à l'esprit que les besoins de réforme de l'UME sont différents de ce qui pourrait être adapté pour faire face aux déséquilibres internationaux. La zone euro est déjà intégrée sur le plan monétaire mais le rôle de l'euro n'est pas adapté, dans le sens où l'euro joue entièrement le rôle de monnaie. Le problème de l'UME est que la monnaie unique, telle qu'elle est configurée actuellement, ne permet pas de réaliser des paiements à l'échelle supranationale. La fracture entre le centre et la périphérie pose aussi problème dans la mesure où aucun transfert compensatoire des déficits par les zones excédentaires n'existe.

L'autre nuance ici est que, selon le Plan Keynes, l'attribution des financements se fait spontanément par l'attribution des excédents aux pays déficitaires, en non pas par la constitution d'un fonds préalable, destiné à être utilisé dans le cas d'un défaut sur les dettes



souveraines<sup>12</sup>. En considérant que les pays ayant besoin de ces financements soient en situation de déficit commercial, l'attribution de crédits supranationaux viendrait alimenter leurs comptes financiers<sup>13</sup>. De ce fait,

*« une brève transposition du raisonnement dans le domaine de l'économie nationale lève le doute ; le déséquilibre des balances commerciales ne porte préjudice à personne, ni aux économies relativement plus dynamiques, ni aux autres. Le titulaire d'un revenu national n'est pas répréhensible s'il décide d'épargner une partie de ses ressources. L'épargnant vend plus qu'il n'achète ; sa balance des paiements commerciale est excédentaire ; cependant, s'il prête ses excédents et qu'il équilibre ainsi sa balance des paiements nominale, son épargne finance les dépenses d'autrui. Dans ces conditions, le prêteur n'est pas lésé, car il acquiert un capital financier, à savoir les titres de son prêt ; de son côté, l'emprunteur n'est pas désavantagé, car il entre immédiatement en possession d'une fraction de ses revenus futurs ; bien plus, la capacité d'épargner de l'emprunteur peut être accrue par l'opération, s'il investit les sommes prêtées dans des équipements ou d'autres moyens de production » - (Schmitt, 1975b, p. 53).*

Schmitt explique donc que le Plan Keynes doit être amendé, afin que la monnaie internationale proposée par Keynes (le bancor) devienne un instrument purement véhiculaire dont la charge sera assurée par les monnaies nationales qui sont utilisées par les importateurs lorsqu'ils s'acquittent de leurs dettes au-delà des frontières de leur pays. En ce qui concerne la monnaie unique européenne, Schmitt considère que l'euro ne doit être que le véhicule numérique des biens, services ou actifs financiers qui traversent les frontières d'un pays. Le fait que l'euro ne soit effectivement pas en mesure de jouer ce rôle purement véhiculaire est une preuve évidente de sa faille fondamentale, ce qui explique que l'architecture monétaire de la zone euro est à l'origine de la crise de cette zone (Bailly

---

12. Cette configuration rappelle plutôt celle du FMI. Bolton et Skeel (2005) proposent d'ailleurs une adaptation du rôle du FMI aux besoins de l'économie mondiale par l'augmentation de la taille du fonds et de son champ d'intervention. En agissant comme prêteur en dernier ressort sur les marchés émergents, le FMI ne se positionnerait pas comme étant une autorité supranationale. Le plus adapté pour la réforme des paiements internationaux est la création d'une institution de compensation supranationale plutôt qu'un fond d'aide et de financement.

13. L'équilibre de la balance des paiements nominale est ainsi maintenu selon le principe de la partie double.

et al., 2016).

### **5.3.2 Propositions de réforme du régime monétaire international : l'évolution nécessaire de la structure bancaire**

Schmitt (1984), qui a promu et approfondi la théorie du circuit, en s'intéressant à ses dimensions monétaires et financières, a proposé de renouer avec une approche de la politique monétaire initiée par Ricardo (1824) et qui a inspiré l'acte de la Banque d'Angleterre adopté en 1844. La proposition de Schmitt (1984) est de séparer les activités monétaires et financières des banques en deux départements comptables : la création monétaire devrait être effectuée par les départements d'émission (DE) des banques, tandis que leurs départements financiers (DF) devraient collecter et prêter l'épargne. Cette séparation, qui s'appliquerait essentiellement aux modalités d'enregistrement des écritures dans les livres comptables des banques, permettrait d'éviter les interférences entre les opérations de création monétaire et les opérations de crédit.

Ceci ne constituerait pas une première historique car sur la base de l'analyse ricardienne de l'inflation, la Banque d'Angleterre a été réorganisée au début du 19<sup>ème</sup> siècle en deux départements distincts, l'un pour les activités bancaires et l'autre pour l'émission de billets de banque. La division adoptée en 1844 ne remplit pas ses objectifs car elle repose sur une conception exogène de la monnaie<sup>14</sup>. Cependant, la nécessité d'une gestion de la monnaie garde toute sa pertinence. Dans cette perspective, l'approche de la monnaie endogène permet de reposer la question des structures bancaires destinées à anticiper les dysfonctionnements de la création monétaire. L'analyse des lacunes de la loi sur les banques de 1844 permet alors de poser les bases d'un système de départementalisation au niveau des

---

14. Le Bank Act de 1844 visait à modifier la charte régissant l'émission de billets par la Banque d'Angleterre. L'école de la monnaie voulait éviter les interférences entre l'émission de billets et l'escompte des effets. L'école bancaire mettait l'accent sur le fonctionnement du système de monnaie de crédit. L'approche de la monnaie endogène et l'analyse de l'accumulation du capital pouvaient justifier des départements séparés dans les structures bancaires. Les opposants au Bank Act de 1844 pensaient que la réforme entraînerait des perturbations dans le système financier. La circulation de la monnaie dépend de la demande publique et de la volonté d'utiliser des instruments spécifiques. Le flux-reflux est apparent dans la monnaie scripturale, mais pas dans les pièces d'or. La réforme de 1844 n'était pas en phase avec l'évolution historique du système des paiements. Les options de conversion et les systèmes de protection ont été utilisés pour résoudre les problèmes du système bancaire. La loi sur les banques de 1844 n'a pas empêché les interférences et s'est concentrée à tort sur les activités de la banque centrale. L'endogénéité est importante pour l'analyse d'une économie monétaire de production. Une réforme pourrait garantir un système monétaire neutre où les circuits de revenus et de capitaux n'interfèrent pas les uns avec les autres (Bradley).

banques commerciales. Cela permettrait aux banques d'isoler le crédit pour la création de nouveaux revenus et le crédit pour le prêt des revenus existants afin de financer la consommation et l'accumulation du capital.

Cette démarche pourrait paraître compliquée, redondante et encombrante pour la comptabilité des institutions de crédit, mais elle permet en réalité une bien meilleure approche de la création monétaire et une meilleure gestion de la liquidité. La réforme du système des paiements intra-européens doit d'abord passer par une réforme de la structure des banques centrales. Ceci implique aussi un changement fondamental du processus de la création monétaire qui pourra être affectée à la formation de revenus monétaires et permettra aux banques de prêter l'épargne qu'elles collectent sans restriction.

Il ne suffit pas de réglementer le comportement des banques pour éviter une nouvelle crise. L'analyse présentée dans ce chapitre montre que le capital financier formé dans un pays ne peut pas quitter l'espace monétaire défini par le système de paiement comme cela est le cas pour la zone euro, où le système de paiement TARGET2 a enregistré des déséquilibres croissants entre les pays créanciers et débiteurs (Sinn, 2011 ; Horn et al., 2012). Ces déséquilibres font partie des preuves empiriques de la "non-viabilité" d'une monnaie unique dans un espace monétaire multinational qui manque d'un certain nombre de caractéristiques et d'institutions clés pour en faire un moteur de croissance économique et de prospérité plutôt qu'un facteur de déséquilibres et de crise financière, qu'aucune mesure d'austérité ne pourra jamais résoudre.

Rossi (2015) explique que la crise systémique qui dévaste les économies occidentales depuis la disparition de Lehman Brothers en 2008 est due à des défaillances structurelles des systèmes de paiement aux niveaux national et international. Elle ne peut résulter d'une série de mauvaises décisions prises par quelque agent que ce soit, à moins que le système de paiement lui-même ne soit structurellement défectueux. Une architecture défectueuse pour les paiements nationaux et internationaux a permis aux banques d'exploiter la nature endogène de la monnaie dans une variété de transactions purement spéculatives sur les marchés financiers, ce qui a conduit à l'éruption d'une crise systémique mondiale. Sa proposition de réforme monétaire et structurelle vise à rendre évidente la distinction entre monnaie et crédit, car cette confusion dans les livres des banques est à l'origine de diverses bulles d'actifs ainsi que d'institutions financières d'importance systémique,

qui contribuent toutes deux à rendre le système de plus en plus fragile au fil du temps. Cette réforme passe par deux propositions : (1) une réforme des systèmes des paiements nationaux, qui, seule, ne suffira pas à éviter les déséquilibres mondiaux au niveau international ; et (2) une réforme structurelle du système monétaire international, dans l'esprit de Keynes, en plaidant pour l'émission d'une monnaie supranationale pour le règlement de chaque transaction individuelle entre deux espaces monétaires.

Actif	<b>Banque A</b>		Passif
	<b>Département d'émission (DE)</b>		
Entreprise 1 :	+ 1000 EUR	Dépôt au département financier :	+ 1000 EUR
	<b>Département financier (DF)</b>		
Dépôt du département d'émission :	+ 1000 EUR	Salaire 1 :	+ 1000 EUR

TABLEAU 5.1 – Nouvelle structure comptable des banques centrales (1)  
Source : Elaboration personnelle à partir de Schmitt (1975b), Cencini (1997) et Gnos (2012b).

Dans la situation actuelle, où la hausse des taux d'intérêt restreint le crédit, les banques centrales n'agissent pas seulement sur la demande mais aussi sur l'offre : c'est l'activité économique dans son ensemble qui est concernée. Ce point a été souligné dans la littérature post-keynésienne par Davidson (1992). Le dispositif proposé permettrait aux banques d'affecter la création monétaire à la formation de revenus monétaires et de prêter l'épargne qu'elles collectent sans aucune restriction. D'une part, les banques financeraient la production par la création monétaire. D'un autre côté, elles pourraient prêter tous les revenus monétaires déposés à leur niveau. L'inflation et la déflation seraient évitées<sup>15</sup>.

A titre d'illustration, considérons le cas simple du versement d'un salaire (S1) par l'entreprise E1 d'un montant de 1 000 € créée par le département d'émission d'une banque. Le résultat de cette opération doit être enregistré comme indiqué dans le tableau 5.1. Du fait de son emprunt auprès de la banque, l'entreprise E1 est endettée envers le département d'émission de la banque. Le salarié reçoit son salaire sous forme de dépôts auprès

15. L'inflation se produit notamment, pour un ensemble de prix donné, lorsque la création monétaire est supérieure à la production de biens, c'est-à-dire lorsque la création monétaire alimente la demande indépendamment de l'offre. La déflation se produit lorsque les revenus ne sont ni dépensés ni prêtés aux emprunteurs qui les dépenseront. Quant aux taux d'intérêt, ils ne seraient plus un moyen de contrôler l'inflation.

du département financier de la banque, qu'il conservera jusqu'à le dépenser en biens ou en actifs vendus sur les marchés financiers.

Un avantage direct de la séparation ainsi mise en œuvre est de permettre à la banque de mesurer l'épargne disponible, qu'elle peut prêter sans induire d'inflation. La structure actuelle des livres de comptes permet aux banques de prêter quel que soit le montant de leur épargne, à condition qu'elles captent les dépôts résultant de leurs prêts. A cet égard, elles ne répondent aujourd'hui qu'à une contrainte de liquidité définie vis-à-vis des autres banques et de la banque centrale (Gnos, 2012a).

Actif	<b>Banque centrale</b>		Passif
<b>Département d'émission (DE)</b>			
Entreprise 1 :	+ 1000 EUR	Dépôt au département financier :	+ 2000 EUR
Entreprise 2 :	+ 1000 EUR		
<b>Département financier (DF)</b>			
Dépôt du département d'émission :	+ 2000 EUR	Entreprise 2 :	+ 1000 EUR
		Salaire 2 :	+ 1000 EUR

TABLEAU 5.2 – Nouvelle structure comptable des banques centrales (2)  
Source : Elaboration personnelle à partir de Schmitt (1975b), Cencini (1997) et Gnos (2012b).

Dès que le département financier paie un nombre donné d'unités de monnaie au nom des déposants, qui dépensent ainsi leurs économies sur les biens produits par E1, ou prête le même nombre d'unités de monnaie aux emprunteurs qui les déposent, les dépôts et les actifs sont annulés en conséquence dans les livres du département financier. En conséquence, dans notre exemple, l'entreprise E1 apparaît simultanément à l'actif et au passif du bilan du département d'émission. La banque peut alors compenser les deux entrées au niveau de son département d'émission, ce qui signifie que E1 n'est plus redevable envers la banque. Il se pourrait cependant qu'elle soit disposée à prolonger le crédit accordé par la banque pour payer de nouveaux salaires. Le cas échéant, tout le cycle reprendra.

Les deux départements étant impliqués, supposons qu'une autre entreprise, E2, détient des dépôts auprès du département financier, suite à son emprunt du salaire S1 (sur le marché financier), avec lequel elle est prête à payer les salaires de ses travailleurs. Il n'est pas

question d'empêcher E2 d'utiliser ses dépôts comme bon lui semble. Le système proposé agirait en fait en arrière-plan : il concernerait la manière dont les banques enregistrent les flux monétaires et financiers dans leurs livres. Dans la mesure où l'entreprise E2 n'utilise pas ses fonds propres pour acheter des biens, la dette de E1 (dans notre exemple) n'est pas réduite, et les créances et dépôts bancaires ne sont pas non plus enregistrés au niveau du département financier, ce qui signifie que ces dépôts sont toujours disponibles pour être dépensés sur le marché des produits. Les écritures comptables sont représentées dans le tableau 5.2.

Comme indiqué, bien qu'elle ait puisé dans ses dépôts auprès du département financier pour payer les salaires de ses travailleurs, E2 figure toujours au passif du département financier. Le paiement s'effectue par le département d'émission, et E2 apparaît donc à l'actif de celui-ci. Cela permet au département financier de prêter l'épargne que, d'un point de vue macroéconomique, E2 ne peut pas consacrer aux salaires – puisque le paiement des salaires crée de nouveaux revenus. Ces écritures comptables sont neutres pour l'entreprise E2, car elle est inscrite à la fois à l'actif du département d'émission et au passif du département financier : E2 n'a pas de dette nette auprès de la banque, ce qui ne serait pas le cas si elle devait emprunter auprès de cette dernière. Du point de vue de E2, le paiement des salaires est financé par le dépôt qu'elle détient auprès de la banque (Rossi, 2007 ; Gnos, 2012a).

Ce cas est assez emblématique du projet de réforme structurelle de la comptabilité bancaire. La séparation des activités des banques en deux départements permet aux banques de gérer les flux monétaires et financiers de manière à éviter l'inflation et la déflation, sans imposer de contrainte particulière sur les comportements des agents économiques.

## **5.4 Réforme du régime monétaire supranational de l'Eurosystème**

L'émission de monnaie doit être fondée sur la production, autrement son pouvoir d'achat serait le fruit de l'imagination. Cela signifie que la monnaie et le revenu sont essentiellement différents l'un de l'autre : la monnaie effectue les paiements, tandis que le revenu finance. La monnaie doit en effet être intégrée à l'activité économique de production,

pour que la première mesure la seconde (Schmitt, 1972). C'est la raison essentielle pour laquelle un paiement implique trois « pôles » : le payeur, le bénéficiaire et le système bancaire, plutôt que d'être une transaction bipolaire entre un acheteur et un vendeur sur n'importe quel type de marché. En ce qui concerne les paiements internationaux, l'analyse de Schmitt est cohérente avec la nature de la monnaie : il devrait y avoir un moyen de paiement final international, émis par une banque centrale pour les banques centrales nationales, qui, à leur tour, font office d'organismes de règlement pour les institutions bancaires qui existent au sein du système monétaire national. La logique de cette analyse est claire : comme tout paiement implique trois pôles pour être définitif, il est nécessaire d'avoir une institution supranationale de règlement pour les paiements qui concernent un pays dans son ensemble – à savoir, pour le règlement du commerce extérieur sur les biens, les services et les actifs financiers (Schmitt, 1984). A cet égard, la banque centrale nationale doit agir en tant que représentant monétaire de l'ensemble du pays dans le reste du monde, en enregistrant dans son grand livre par l'intermédiaire de deux services comptables distincts mais interdépendants tous les paiements entrants et sortants, résultant de ces transactions croisées.

L'euro est une monnaie complète permettant de réaliser les paiements. C'est, toutefois, son utilisation et ses canaux de déploiement et de circulation à l'intérieur de l'UME, ainsi que l'usage dont on fait qui présentent des défaillances empêchant le fonctionnement cohérent de l'ensemble économique.

#### **5.4.1 Les paiements intra-européens sous la tutelle de l'Institution Supranationale des Règlements (ISR)**

Afin d'illustrer le schéma d'une réforme des paiements intra-européens (figure 5.7), revenons à l'exemple d'un paiement transfrontalier entre l'Espagne et l'Allemagne – dont les banques centrales ont été largement affectées par les évolutions des soldes TARGET2 comme le montrent leurs bilans respectifs. Dans cette perspective, nous mèneront notre raisonnement en tenant compte des hypothèses suivantes :

1. Les économies allemande et espagnole disposent chacune de leurs monnaies nationales. Considérons leurs anciennes monnaies nationales avant la mise en circu-

- lation de l'euro, respectivement le Deutschemark (DM) et la Peseta (Pts);
2. Chacune de ces monnaies se convertit en euros selon un taux de change donné;
  3. Afin de simplifier la démarche, considérons que  $1 \text{ €} = 1,6 \text{ peseta}$  et que  $1 \text{ €} = 1,25 \text{ Deutschemark}$ ;
  4. A présent, considérons que l'Espagne a un déficit commercial – ce qui était le cas pendant la crise de la dette publique et encore aujourd'hui – d'une valeur de 120 pesetas, ou, de manière équivalente, de 80 euros;
  5. Supposons aussi que le déficit de l'Espagne est l'excédent de l'Allemagne, supposant que le système est composé de deux pays.

Le traitement des paiements intra-européens doit à présent passer par une application minutieuse du principe de la comptabilité à partie double au niveau des deux départements de chacune des deux banques centrales impliquées dans chaque opération de paiement. La départementalisation de l'activité des banques centrales constitue un élément clé et le point de départ avant d'envisager une réforme de l'UME. En résumé, la proposition de réforme passe par une nouvelle structure des banques centrales, du SEBC à travers l'introduction d'une Institution Supranationale pour les Règlements (ISR) en plus d'une adaptation du Plan Keynes pour réformer le système monétaire international.

Rappelons que les paiements intra-européens actuels donnent lieu à la création, ou l'augmentation, des positions débitrices et créditrices vis-à-vis du reste de la zone euro sans finaliser les paiements, laissant des positions augmenter de manière disproportionnelle créant deux fractions de la zone euro – le centre et la périphérie.

Afin de faire face à cette malformation, l'ISR joue le rôle d'intermédiaire convertisseur des paiements supranationaux. Chaque paiement est finalisé au niveau national par le département domestique de la banque centrale en monnaie nationale, tandis que son département extérieur l'enregistre en monnaie internationale – l'euro en l'occurrence. Le résultat du règlement du déséquilibre commercial entre l'Espagne et l'Allemagne à travers leurs banques centrales est présenté dans le tableau 5.3.

Dans notre exemple, nous considérons les banques commerciales Santander en Espagne et Commerzbank en Allemagne, mandatées respectivement par l'importateur et l'exportateur. Notons que le traitement des paiements au niveau des banques commerciales n'est



pas impliqué dans cette proposition de réforme car les bilans des banques commerciales ne sont pas impactés par le contexte de crise ou par les évolutions des soldes TARGET2 du moment que les banques centrales interviennent en tant que créancier en dernier ressort à travers les mesures de leurs politiques monétaires comme nous l'avons expliqué précédemment.

Actif	<b>Banco de España</b>		Passif
<b>Département d'émission (DE)</b>			
		Dépôt de la Santander :	- 120 Pts
		Dépôt du DF :	+ 120 Pts
<b>Département financier (DF)</b>			
Dépôt au niveau de l'ISR :	- 80 EUR		
Dépôt au DE :	+ 80 EUR		
Actif	<b>Institution Supranationale des Règlements (ISR)</b>		Passif
		Dépôt de l'Espagne (DE)	- 80 EUR
		Dépôt de l'Allemagne (DE)	+ 80 EUR
Actif	<b>Deutsch Bundesbank</b>		Passif
<b>Département financier</b>			
Dépôt au DE	- 80 EUR		
Dépôt à l'ISR	+ 80 EUR		
<b>Département d'émission</b>			
		Dépôt du DE	- 100 DM
		Dépôt de la Commerzbank	+ 100 DM

TABLEAU 5.3 – Paiement supranational intra-européen après la réforme (1)  
Source : Elaboration personnelle à partir de Schmitt (1975b) et Rossi (2007, 2015).

En ce qui concerne le paiement international, l'ISR doit créer un nombre d'unités monétaires internationales suffisant pour garantir que, dans notre exemple, l'Allemagne n'ait plus de créance sur l'Espagne au terme du processus. Comme nous l'avons expliqué dans le chapitre 2 à propos de la monnaie et des dépôts bancaires, nous observons ici la distinction entre monnaie internationale et dépôts auprès de l'institution internationale de règlement, ce qui revient à distinguer un flux du résultat de ce flux ; c'est-à-dire une variation de stock enregistrée dans la comptabilité d'une banque.

A cette étape de la démarche de paiement, le Banco de España débite le compte courant de la banque Santander pour alimenter un dépôt au niveau de son département domestique

afin de contrebalancer le débit au niveau du département externe en euros. Ceci permet d'alimenter en euros le département financier de la Bundesbank pour que le flux monétaire en Deutschemark parvienne à son département domestique permettant d'alimenter le compte courant de la Commerzbank.

#### **5.4.2 Finalisation des paiements supranationaux**

Si le processus était interrompu à ce stade, alors l'Espagne serait finalement autorisée à payer ses importations commerciales ou financières nettes en provenance d'Allemagne sans renoncer à un montant équivalent de titres. Ceci lui permettrait d'importer au-delà de ses revenus, car le paiement des importations commerciales ou financières nettes reste possible sans exportation de biens, de services et/ou de titres pour un montant équivalent. Cela ressemble à la situation actuelle des États-Unis, et est similaire aux résultats auxquels le plan initial de Keynes aurait conduit s'il avait été mis en pratique comme Keynes l'avait proposé lors de la conférence de Bretton Woods en 1944.

En effet, un dépôt de 80 € coexisterait avec un dépôt équivalent de 120 pesetas (voir les tableaux 5.1, 5.2). Dans ce cas, le nombre d'unités de monnaie créées pour ce paiement est le double du montant du paiement de la valeur des biens et des services importés. Dans ce cas, les évolutions des soldes TARGET2 seraient simplement remplacées par des évolutions des dépôts bancaires de manière tout aussi excessive et démesurée pour certains pays. Afin de garantir la cohérence des évolutions des dépôts bancaires à l'intérieur de l'UME, les unités de monnaie commune nouvellement créées doivent disparaître à l'instant même de leur création.

Pour s'assurer que la somme totale des dépôts bancaires de l'UME correspond à la valeur de la transaction sous-jacente, le système de paiement supranational doit garantir la parité des pouvoirs d'achat :  $100 \text{ DM} = 80 \text{ EUR} = 120 \text{ Pts}$ . En d'autres termes, le dépôt au niveau du DE de la banque d'Espagne et le dépôt auprès de l'ISI disparaît dès sa création. Ce n'est que dans ce cas que l'intervention de l'ISR, nécessaire pour finaliser tout paiement supranational, laissera la relation monnaie-production inchangée à l'intérieur de l'UME. Dans le cas contraire, comme dans le Plan Keynes, l'Espagne serait autorisée à payer ses importations commerciales ou financières nettes en s'endettant auprès de l'ISR sans disposer d'un montant équivalent d'actifs financiers. En d'autres termes, la demande totale

de production mondiale serait supérieure à l'offre totale, en raison du pouvoir d'achat que le plan de Keynes attribue aux dépôts dans les comptes à la *International Clearing Bank* et cela s'ajoute au pouvoir d'achat qui existe sous forme de dépôts bancaires libellés en monnaies nationales (Rossi, 2007).

### **Emission des unités de monnaie supranationale**

Ainsi, si la réforme du système de paiement intra-européen devait s'arrêter à ce stade, cela ne résoudrait pas le problème de savoir comment les pays doivent finalement financer leur déficit courant ou leur déficit de compte de capital. En termes simples, cela signifie qu'un pays doit financer ses importations commerciales nettes par un montant équivalent d'exportations de biens, de services ou de titres. À cet effet, si l'euro n'est pas utilisé pour le paiement final de chaque transaction commerciale ou financière, mais uniquement pour le règlement des déséquilibres du commerce extérieur, comme dans le système de compensation de Keynes, alors il reste une unité de compte. Toutefois, aucun déficit du compte courant ou du compte de capital ne peut être financé avec une simple unité de compte (Cencini, 2001, 2012).

Il est clair qu'un tel déficit doit être financé, et cela ne peut se faire que par la vente de titres – à condition bien sûr qu'il y ait un acheteur pour ces titres, sinon le pays devra réduire ses importations nettes.

Désormais, il est possible de relier les transferts de fonds et les transferts de titres au niveau international pour garantir que la livraison d'un actif financier a lieu si, et seulement si, le paiement final correspondant a également lieu. Illustrons ce mécanisme en nous référant à notre exemple stylisé. Lorsque la Bundesbank est informée qu'elle a droit à un dépôt bancaire en monnaie internationale auprès de l'institution de règlement internationale, l'État allemand doit décider s'il souhaite prêter ce montant directement à un résident (privé ou souverain) en déficit en Espagne ou pour le dépenser pour acheter des titres sur le marché financier international. Si l'État allemand prête volontairement son dépôt en euros en Espagne, cela signifie qu'un résident espagnol vend un montant équivalent de titres à un résident allemand. Si tel est le cas, la situation comptable après que cette transaction financière a eu lieu et a été finalement soldée en euros par l'intermédiaire de l'institution de règlement internationale est celle qui apparaît dans les tableaux 5.3 et 5.4.

Dans ce système de règlement international, les monnaies nationales et internationales sont utilisées de manière purement véhiculaire, c'est-à-dire comme moyen – et non comme objet – de paiement. Certes, l'Espagne enregistre une sortie financière nette, car des actifs financiers sont vendus afin de financer son paiement final à l'Allemagne. Bien entendu, ces titres, s'ils fournissent les moyens de financer les importations nettes de biens, de services ou d'actifs financiers du pays vendeur, ne constituent en aucun cas l'exportation ultime d'un pays importateur net : tout déficit du commerce extérieur ne peut en effet être comblé qu'à terme par une exportation nette de biens ou de services, compensant au fil du temps le déficit du compte courant d'un pays par l'excédent du compte courant du même pays afin d'établir l'équilibre de la balance des paiements comme nous l'avons expliqué précédemment, à condition qu'il existe une demande pour les titres que ce pays cherche à vendre.

En effet, si l'Allemagne dépense le dépôt en euros reçu du fait de son excédent commercial de 80 euros pour acheter les titres vendus par l'Espagne, alors cela permet à cette dernière de trouver sur le marché financier international les fonds dont elle a besoin pour payer enfin son déficit commercial. Au total, la monnaie internationale disparaît comme l'indique le principe du reflux, et aucune pression inflationniste ne peut donc surgir sur le marché des biens produits : un dépôt bancaire de 100 DM existe (en Allemagne) suite au paiement international du déficit commercial de l'Espagne (équivalent à l'excédent commercial allemand). Comme le montre le tableau 5.4, ce dépôt bancaire est adossé à un montant d'actifs financiers, en garantie, qui sont transférés à l'Allemagne avec l'intermédiation monétaire de l'ISR.

Bien que l'objectif le plus important de l'institution internationale de règlement soit de fournir aux pays participants un moyen de paiement final pour le système monétaire international, il serait sage de laisser l'institution internationale de règlement agir également comme intermédiaire financier, prêtant à long terme les sommes épargnées par les pays excédentaires. L'institution internationale de règlement pourrait notamment prêter aux pays déficitaires, comme l'Espagne, la totalité du montant en euros déposé par les pays excédentaires qui ne le dépensent ni en produits ni sur les marchés financiers du monde entier.

Considérons à cet égard la comptabilité de l'ISR dans les tableaux 5.3 et 5.4. Les deux

Actif	<b>Banco de España</b>		Passif
	<b>Département d'émission (DE)</b>		
Actifs financiers :	- 120 Pts	Dépôt du DF :	- 120 Pts
	<b>Département financier (DF)</b>		
Dépôt au niveau de l'ISR :	+ 80 EUR		
Dépôt au DE :	- 80 EURO		
Actif	<b>Institution Supranationale des Règlements (ISR)</b>		Passif
		Dépôt de l'Espagne (DE)	+ 80 EUR
		Dépôt de l'Allemagne (DE)	- 80 EUR
Actif	<b>Deutsch Bundesbank</b>		Passif
	<b>Département financier</b>		
Dépôt à l'ISR	- 80 EUR		
Dépôt au DE	+ 80 EUR		
	<b>Département d'émission</b>		
Actifs financiers :	+ 100 DM	Dépôt du DF	+ 100 DM

TABLEAU 5.4 – Paiement supranational intra-européen après la réforme (2)  
 Source : Elaboration personnelle à partir de Schmitt (1975b) et Rossi (2007, 2015).

doubles entrées du grand livre sont le résultat de deux émissions distinctes de monnaie internationale qui se produisent au même moment. La première émission concerne le paiement en monnaie internationale du déséquilibre commercial entre l'Espagne et l'Allemagne. Par contre, la deuxième émission concerne le paiement en monnaie internationale d'une transaction sur le marché financier induite par l'émission précédente. La seconde émission étant induite par la première, il convient de les analyser ensemble (figure 5.7). Les pays doivent s'adresser à l'ISR pour que leurs transactions commerciales et financières autonomes soient réglées. En revanche, l'émission de monnaie internationale résulte du fait que la première émission ne suffirait pas à elle seule pour que le pays excédentaire (l'Allemagne) soit finalement payé : l'intervention monétaire de l'institution internationale de règlement donnera lieu à une simple promesse de paiement, si elle n'était pas complétée par une opération inverse par laquelle le dépôt nouvellement constitué en monnaie internationale (80 EUR : voir le tableau 5.4) est détruit. Cette opération inverse équivaut à un achat de titres par l'Allemagne, qui dépense ainsi le dépôt en euros auquel elle a droit à l'ISR du fait de l'émission de monnaie internationale sur le marché des produits. Au total,

si l'Allemagne est amenée à dépenser sur le marché financier international les dépôts en euros qu'elle obtient du commerce extérieur en biens et services, elle contribue à assurer ainsi le bon fonctionnement du système de règlement international.

Or, dans le cas où l'Allemagne ne dépenserait pas ces euros auprès de l'ISR pour acheter les titres vendus par l'Espagne, qui cherche à financer son déséquilibre commercial, c'est à ce stade que la fonction d'octroi de crédit de l'ISR prend sens.

Au lieu de vendre ses titres à l'Allemagne, l'Espagne peut les vendre à l'ISR, qui avance ainsi un paiement dont l'Espagne bénéficiera lors de l'exportation de biens ou de services. Si tel est le cas, il peut alors y avoir deux types d'actifs financiers derrière les entrées du tableau 5.4 : les titres espagnols vendus à l'ISR, et les titres de l'ISR vendus à l'Allemagne. Ces titres peuvent en effet être libellés soit en unités des monnaies locales ou de monnaie internationale, le point important étant que le paiement final de ces transactions financières entre pays s'effectue en utilisant la monnaie internationale comme véhicule.

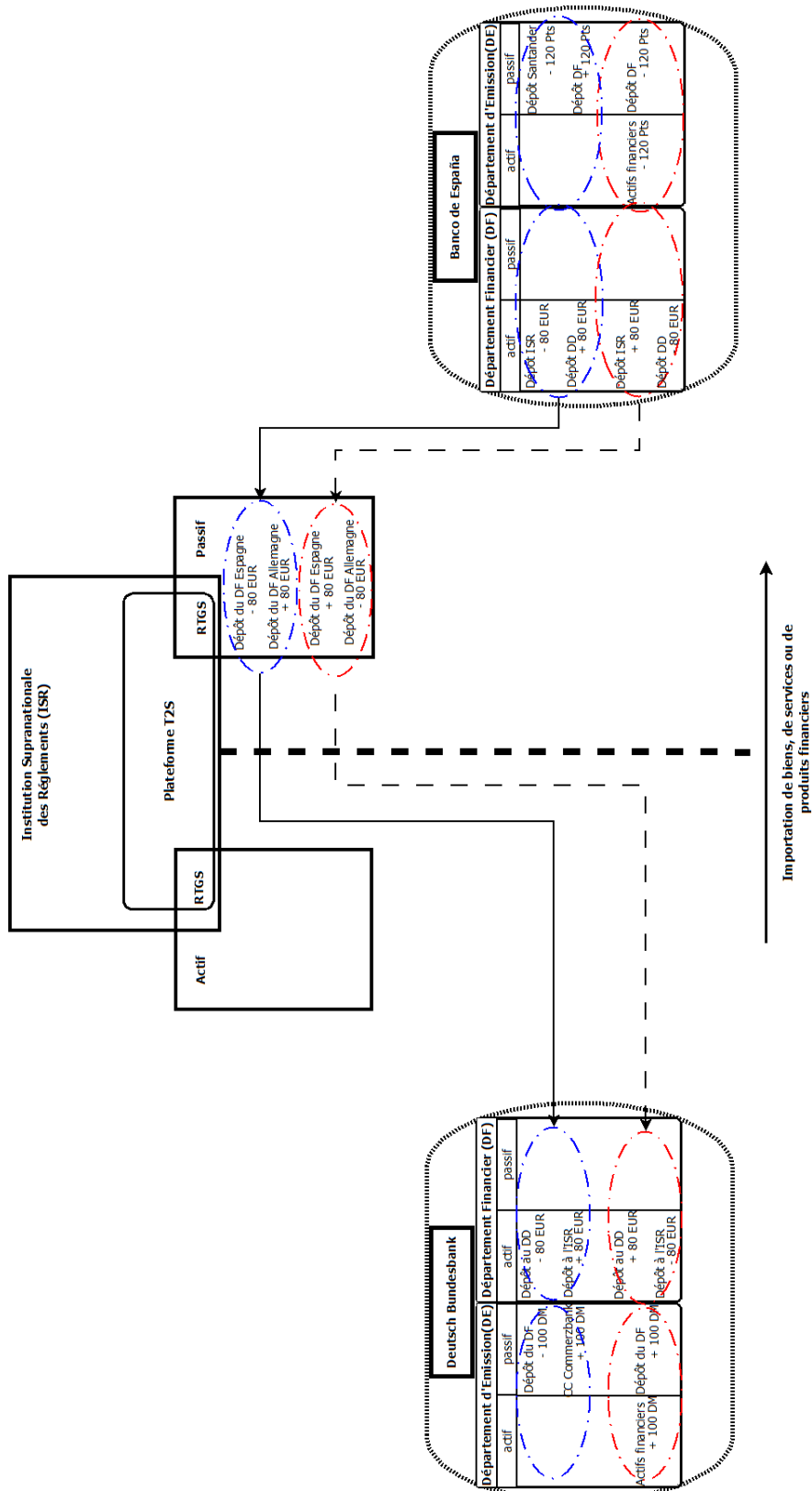


FIGURE 5.7 – Paiement intra-européen d'une opération d'importation-exportation  
Source : Elaboration personnelle

## Conclusion

Même si l'idée de l'existence d'un taux de change entre l'euro et les monnaies nationales des pays membres de la zone euro a jusque-là été rejetée, elle ne va pas à l'encontre des principes fondamentaux du traité fondateur de l'UME. Ce dernier représentant la concrétisation de l'intégration monétaire des pays de l'Eurosystème, celle-ci n'est pas possible sans un système permettant de faire parvenir les paiements intra-européens à leur finalité. En l'état actuel des choses, la parité du pouvoir d'achat n'est pas assurée à l'intérieur de l'Eurosystème. En l'absence d'une monnaie supranationale de référence, l'aboutissement à une équivalence entre les monnaies nationales n'est pas non-plus réalisable – celles-ci ayant été retirées de la circulation.

La mise en circulation de la monnaie unique en 2002 a marqué le début d'une expérience d'unification inédite dans l'histoire des faits économiques. Les débuts du projet ont été perturbés par la méconnaissance des proportions que certaines mesures de politique monétaire peuvent prendre. L'impact de la libre circulation des capitaux, en l'absence d'un système de transfert et de compensation des dettes publiques, a été le principal facteur à l'origine d'une crise de la dette souveraine qui a affecté les économies dites périphériques de l'Eurosystème. Face à l'ampleur de cette crise, les mesures prises par la BCE et la Commission européenne ont impliqué l'ensemble des membres de l'Eurosystème à travers le financement des déficits publics dont certaines économies ont profité plus que d'autres. Pendant cette crise nous avons observé l'absence de circulation des capitaux, celle-ci ayant été affectée par l'acquisition des positions débitrices et créditrices vis-à-vis du reste de la zone euro.

Le développement de ces positions présente des écarts à l'image des divergences institutionnelles des économies de l'Eurosystème. Des économies sont largement créditrices, tandis que d'autres sont largement débitrices vis-à-vis du reste de la zone euro. En l'absence d'un système de compensation des dettes enregistrées par les banques centrales nationales, le développement de ces positions n'est pas compromettant pour la continuité de l'Eurosystème, dans la mesure où aucun retrait de l'un des membres n'est envisagé, et que la BCE accepte de continuer de financer les déficits<sup>16</sup>. Cette supposition reste, toutefois,

---

16. Même si les annonces de la gouverneuse de la BCE sont toutes autres, notamment concernant la récente crise sanitaire à propos de laquelle la BCE a refusé d'envisager un éventuel effacement des dettes.



relative et dépend du maintien du régime actuel. Elle ne peut pas s'appuyer sur une logique viable dans le long terme. L'Eurosystème a besoin aujourd'hui de solutions définitives qui ne peuvent s'opérer que par des réformes fondamentales.

Les problèmes macroéconomiques de la zone euro aujourd'hui sont une demande globale insuffisante et, par conséquent, un taux d'inflation trop bas et des taux de chômage trop élevés. Alors que la BCE pourrait lutter à tout moment contre des taux d'inflation élevés en augmentant les taux d'intérêt, elle ne peut pas facilement lutter contre des taux d'inflation trop bas.

Le renouveau de la construction institutionnelle de l'UME doit être accompagné par une réforme fondamentale du système des paiements intra-européen. Une fois que les paiements supranationaux à l'intérieur de la zone euro parviendront à leur finalité, le développement des positions débitrices et créditrices ne sera plus possible. L'acte de la Banque d'Angleterre de 1844 est une tentative parmi d'autres de mettre en place un système monétaire qui ne perturbe pas l'économie. La théorie quantitative de la monnaie voulait éviter toute interférence au niveau d'un agent intermédiaire, la Banque d'Angleterre, entre les opérations liées à l'émission des billets de banque et les opérations liées à l'escompte des effets. Cette réforme a échoué parce que le diagnostic s'est focalisé à tort sur les activités de la banque centrale et a accordé une importance excessive à un instrument monétaire spécifique qui devenait déjà obsolète.

La BCE doit désormais devenir une institution de règlement supranationale, réglant les dettes et créances intra-européennes afin d'en empêcher le développement démesuré. TARGET2 étant prévu pour les paiements intra-européens, ces derniers doivent être réalisés initialement sous TARGET2 qui garantit la performance technique nécessaire pour le traitement de toutes les opérations quotidiennes. Les paiements doivent ensuite se poursuivre au niveau de la chambre de compensation intra-européenne permettant de convertir les positions débitrices et créditrices en actifs et passifs des bilans des banques centrales nationales<sup>17</sup>. Cette réforme pourrait ainsi assurer un système monétaire réellement neutre, un système dans lequel les circuits de revenus et les circuits de capitaux n'interféreraient

---

17. Les reconnaissances de dette sont déjà enregistrées dans les bilans des banques centrales nationales. L'objectif ici est que les positions débitrices et créditrices disparaissent, laissant la place à des réserves d'actifs et de passifs, en monnaie ou sous forme de titres, afin que les paiements parviennent à leur point d'injection marquant le terme du circuit.

plus les uns avec les autres.

## **Chapitre 6**

# **Quelles réformes pour une unification des mesures fiscales de l'UME ?**

### **Introduction du chapitre**

Si la crise de la dette souveraine est le résultat de la création et de la configuration actuelle de l'UME, par le déploiement de mesures communes de politique monétaire pour un ensemble de pays dont les taux d'inflation étaient hétérogènes, la sortie de la crise passerait inévitablement par une meilleure conciliation des mesures budgétaires pour l'ensemble de ces pays.

Compte tenu de la nette augmentation de la taille du bilan de la BCE à la lumière de ses opérations de politique monétaire face à la crise, il existe toutefois un sujet manifestement sous-étudié, à savoir s'il est nécessaire de réfléchir davantage à un soutien budgétaire pour la BCE. Ce problème n'est devenu urgent qu'en raison de la crise financière au cours de laquelle l'exposition de la BCE et de l'Eurosystème au risque de crédit privé via l'exposition aux pensions et autres prêts garantis a considérablement augmenté.

Il est clair que depuis l'entrée en vigueur de l'UME, aucun des pays en crise n'a adopté une politique budgétaire restrictive pour compenser les effets expansionnistes de la politique monétaire, même en période de crise. Cependant, en Grèce, en Italie et au Portugal les dépenses publiques dépassaient les recettes fiscales. En Irlande, le budget de l'Etat était proche de l'équilibre et en Espagne les recettes fiscales ont dépassé les dépenses publiques, entraînant une baisse de la dette publique, ce qui implique que dans aucun de

ces deux pays la crise n'était due à des emprunts publics excessifs, mais à des emprunts privés excessifs. Néanmoins, la politique budgétaire n'a pas été utilisée, ou pas suffisamment, pour compenser cela. L'une des raisons pour lesquelles la situation budgétaire de nombreux pays en crise n'était pas préoccupante avant la crise est peut-être la stimulation des recettes fiscales par la forte croissance du PIB.

Les crises financières répétées qui ont précédé, mais finalement impulsées, la création du Système de Réserves Fédérales aux États-Unis, peuvent être attribuées à la résistance politique à la gestion monétaire décentralisée dans ce pays<sup>1</sup>. En effet, le Système de Réserves Fédérales a longtemps été critiqué, notamment à la suite de la grande dépression de 1929 qu'il fut accusé d'avoir délibérément déclenché. R. Paul<sup>2</sup> estime que :

*« la Réserve fédérale devrait être abolie car elle est immorale, inconstitutionnelle, peu pratique, favorise une mauvaise économie et porte atteinte à la liberté. Sa nature destructrice en fait un outil de gouvernement tyrannique »*  
- (Paul, 2009, p. 114).

Dans l'ensemble, cependant, l'évolution irrépressible des systèmes monétaires nationaux, de la monnaie-marchandise à la monnaie de crédit centralisée, a rencontré moins d'obstacles juridiques et institutionnels que l'évolution ultérieure et similaire du régime monétaire international. La supervision centralisée des systèmes nationaux de monnaie de crédit faisait partie du rôle et des pouvoirs croissants assumés par les États nationaux dans la direction de leurs économies. Les accords internationaux entre des pays théoriquement souverains sur la composition et la gestion des réserves internationales étaient, et sont encore, beaucoup plus difficiles à conclure.

Nous discuterons dans ce chapitre des fragilités évidentes de l'euro dans un premier temps. Face à la crise, les dysfonctionnements opérationnels et les contraintes structurelles de l'UME ont été un frein à une meilleure réaction aux effets et à la propagation des retombées financières puis économiques de la crise de la zone euro. Ces fragilités paraissent évidentes à l'observation des évolutions ayant précédées la création de l'UME. Ensuite,

---

1. La configuration institutionnelle du système de réserves fédérales fait sa particularité, dans la mesure où les douze réserves fédérales jouissent d'une indépendance chacune de leur côté, mais agissent sous l'autorité du Comité de politique monétaire dont les opérations de marché sont principalement exécutées par la réserve fédérale de New York.

2. Ron Paul est un politicien américain, membre du parti républicain et représentant de l'Etat du Texas à la chambre des représentants des Pays-Unis.

nous évoquerons le besoin pour un renouveau du système fiscal et la nécessité de la mise en commun des mesures budgétaires des pays membres de l'UME, afin de parvenir à une configuration qui se rapprocherait d'un système fédéral centralisé. Enfin, il sera question de formuler une démarche théorique pour compléter le projet d'union économique des pays de la zone euro d'un point de vue postkeynésien.

## **6.1 Fragilités de l'euro et le nécessaire renouveau de l'UME**

### **Une vision postkeynésienne de la politique budgétaire et de la crise de la zone euro**

Dans le sillage de la récente crise de la dette publique intra-européenne, de graves déséquilibres des paiements sont apparus entre les pays du centre de la zone euro (excédentaires) et les pays périphériques (déficitaires), qui menacent la cohésion interne de la zone euro. En l'absence d'union politique ou de fédéralisme fiscal, ces dynamiques centrifuges apparaissent irréversibles. Depuis le début de la crise financière globale en 2008, les banques des pays périphériques et déficitaires de la zone euro ont été renflouées et recapitalisées par leurs banques centrales nationales respectives, qui à leur tour ont déclenché des crises de la dette publique successives.

Compte tenu de l'exposition des banques allemandes, françaises et néerlandaises à la dette publique des pays périphériques déficitaires, la BCE, à travers le mécanisme TARGET2, a, dans une certaine mesure, écarté la menace de défaut à court terme. Cela contraste fortement avec la Fed, qui gère les prêts au secteur public et émet des obligations d'Etat, un rôle que la BCE ne peut pas jouer sous la configuration actuelle du traité de Maastricht. La zone euro étant dépourvue de Trésor commun et de politique de change commune, ceci empêche l'euro de bénéficier des privilèges du seignuriage international et limite sévèrement la capacité des pays membres à financer leurs déficits budgétaires respectifs par les méthodes classiques de finance fonctionnelle que le Trésor américain est capable de mettre en œuvre<sup>3</sup>. Le financement ciblé a aidé les pays périphériques à modérer la contraction du crédit intérieur qui découle habituellement de la fuite des capitaux. Plus important encore, ces pays ont pu faire face aux sorties de paiements en puisant dans TARGET2.

Le caractère automatique et évolutif du crédit TARGET2 signifiait que les banques cen-

---

3. Voir Lerner (1943).

trales de la périphérie n'étaient pas confrontées à une contrainte de change, et l'absence de cette contrainte a permis aux banques centrales périphériques de prendre des mesures significatives pour soutenir leurs systèmes bancaires en élargissant leurs opérations de refinancement, en créant de nouvelles réserves bancaires pour les banques commerciales contre des garanties mises en gage.

Les pays périphériques de la zone euro se sont fortement appuyés sur les emprunts étrangers pour propulser leurs pays vers l'avant après avoir rejoint l'union monétaire. Comme dans une crise typique de la balance des paiements, ces pays ont subi de douloureuses contractions des dépenses intérieures, tant publiques que privées, alors qu'ils luttent pour faire face à la fin des emprunts extérieurs. Les systèmes financiers nationaux des pays ont souffert d'une fuite massive de capitaux et le mécanisme TARGET2 a compensé ces sorties privées transfrontalières par des crédits accordés par les banques centrales de la zone euro aux banques centrales de la périphérie. Ces crédits ont largement contribué à atténuer les pressions d'ajustement des comptes courants sur les pays périphériques.

Dans la plupart des pays, la reprise économique qui a suivi a été faible, mais ce n'est que dans les pays membres du sud de l'Europe que la crise s'est transformée en quelque chose qui s'apparente à la Grande Dépression et que dans ces pays la crise s'est transformée en une crise de la dette publique. Ces développements offrent l'occasion d'évaluer le pouvoir explicatif des différents paradigmes économiques concernant la crise de la zone euro, qui pose des défis intéressants et révélateurs pour tous ces paradigmes. Les positions budgétaires des différents États membres ne sont plus soutenues par une autorité monétaire au niveau national (Higgins et Klitgaard, 2014).

Bien que ce point de vue sur les causes des déséquilibres soit similaire à celui d'économistes postkeynésiens comme Priewe et al. (2011) et Duwicquet et al. (2013), il contraste avec le point de vue majoritaire dans le courant postkeynésien. Contrairement à ces derniers, les explications marxistes semblent supposer implicitement un régime de demande fondé sur le profit : la stagnation des salaires en Allemagne produit une dynamique de croissance économique tirée par les profits, en particulier des excédents d'exportation.

Un resserrement budgétaire visant à réduire les déficits budgétaires et les ratios d'endettement a suivi, bien plus sévère dans les pays périphériques de la zone euro pris dans une crise de la dette publique. Les économistes du courant postkeynésien ont constamment

soutenu, avant et après l'introduction de la monnaie unique européenne, que le régime de politique budgétaire de l'UME était défectueux (Godley, 1996; Arestis et al., 1997; Godley et Lavoie, 2007). La sortie progressive peut être une stratégie appropriée si les déséquilibres des comptes courants sont la principale cause de la crise, mais seulement une solution de second choix si la politique budgétaire et monétaire est essentielle. Il semble qu'aucun gouvernement de la zone euro n'est disposé à quitter la monnaie unique : il faut une stratégie progressiste européenne pour réformer l'UME. La séparation de la souveraineté monétaire et budgétaire impliquée par l'UME permet de comprendre comment les déséquilibres et les accumulations associées de fragilité financière se sont transformés en une crise de la dette publique.

Malgré ces désaccords, Stockhammer et al. (2020) montrent qu'il existe une réponse politique puissante à la crise de la zone euro sur laquelle les postkeynésiens dans leur ensemble peuvent s'entendre. Cette réponse apporterait une solution définitive aux problèmes persistants de la monnaie unique et la placerait sur une base durable à long terme.

Les transferts budgétaires interrégionaux jouent un rôle important dans la promotion d'un ajustement rapide aux chocs asymétriques dans l'économie des États-Unis. Les citoyens des États américains dont la performance économique est relativement faible paient relativement moins d'impôts et reçoivent plus de paiements de transfert fédéraux sous forme de prestations sociales et d'assurance-chômage. Ceci ne serait pas le cas si les économies de leurs États avaient de meilleures performances. En fin de compte, les citoyens des États américains dont l'économie est plus performante paient les prestations sociales par le paiement d'une proportion plus importante des impôts, mais aussi par la diminution des avantages qu'ils reçoivent du gouvernement fédéral en raison d'une meilleure situation économique. En plus d'accélérer l'ajustement, les transferts budgétaires jouent un rôle important aux États-Unis et dans d'autres pays en empêchant un écart économique important entre les régions les unes des autres (Silvia, 2004).

### **6.1.1 Les transferts budgétaires dans le cas de la zone euro**

Cohen et Loisel (2001) estimaient déjà que la faiblesse de l'euro résidait dans la perte de l'indépendance des politiques monétaires des pays membres de l'UME par la convergence vers la monnaie unique venant remplacer celles-ci par le passage au taux d'intérêt

directeur le plus faible dans l'ensemble des pays membres en conformité avec le traité de Maastricht. Les politiques budgétaires restrictives menées par les futurs pays membres pour satisfaire les critères de Maastricht, en même temps qu'une politique monétaire accommodante, accentuent la dépréciation de l'euro en plus des chocs positifs de l'offre, alors que l'inverse s'est produit aux Etats-Unis. Cette convergence fiscale a diminué à la suite de la mise en circulation de la monnaie unique de même que les niveaux de dettes publiques et de déficits publics. Les critères de convergence de Maastricht n'ont pas été appliqués aussi rigoureusement que pendant la période qui a précédé la mise en circulation de l'euro.

La zone euro est actuellement incapable de construire un système similaire pour les transferts budgétaires entre ses pays membres pour deux raisons fondamentales<sup>4</sup>. D'abord, chaque membre de l'UME gère son propre pays indépendant de programmes de transfert des paiements qui n'autorise pas les transferts fiscaux transfrontaliers. En d'autres termes, si l'économie grecque stagne, les responsables grecs ne peuvent pas puiser dans les réserves excédentaires de l'État allemand pour compenser l'augmentation des taux de chômage et des demandes pour les aides sociales. Des règles très diverses concernant la structure des charges sociales, l'éligibilité et les paiements ont pratiquement empêché une fusion aisée des systèmes nationaux pour ces prestations. D'autre part, les pays membres ont sévèrement restreint la taille et les utilisations du budget de l'UE. La taille du budget total de l'UE a été plafonnée à moins de 2% du PIB de l'UE durant les premières années de mise en circulation de l'euro. Cela est tout à fait insuffisant aux fins de la stabilisation interrégionale. En outre, les dépenses les plus importantes du budget de l'UE – les subventions agricoles et les fonds structurels – sont mal adaptées pour jouer le rôle de stabilisateurs anticycliques, même si la crise sanitaire de 2020, par ses répercussions éco-

---

4. Les seules spécificités de l'UME actuel se placent du côté de la politique monétaire unifiée et du déploiement de ses mesures. Le processus décisionnel au sein de l'Eurosystème repose sur un système à deux niveaux en étoile : le Directoire chargé de préparer les décisions de politique monétaire et le Conseil des gouverneurs de la BCE assumant la responsabilité collective des décisions de politique monétaire. Ce système en étoile garantit à la fois une prise de décision rapide en matière de politique monétaire et une participation régionale, tout en évitant une duplication inutile des tâches. Un aspect important de la préparation de la politique monétaire de l'Eurosystème est l'implication de comités dans tous les domaines fonctionnels pour traiter les informations en exploitant pleinement l'expertise des experts de la BCE et des banques centrales nationales. Le niveau d'interaction entre la BCE et les banques centrales nationales dans les trois phases du processus décisionnel – à savoir la préparation, la décision et la mise en œuvre – varie, mais le degré de participation des banques centrales nationales reste élevé compte tenu de la structure décentralisée de l'Eurosystème (Jung et al., 2010).



nomiques et sociales, a suscité quelques tentatives dans ce sens. La création d'un budget pour la zone euro pour la période 2021-2027 ne se détache pas de l'idée d'un fonds de solidarité intra-européen dont le montant, les usages et les proportions allouées restent des éléments complètement ambigus au moment de la rédaction de cette thèse.

A ce titre, nous pouvons citer l'exemple de l'économie espagnole tel qu'il est observé par Ricci-Risquete et al. (2016) qui analysent les changements de régime budgétaire pour l'économie de l'Espagne par rapport à la zone euro dans son ensemble par le comportement discrétionnaire des décideurs budgétaires espagnols et de la zone euro au moyen de règles de politique budgétaire en tenant compte de la non-linéarité de la politique budgétaire et de sa relation avec différentes préférences politiques. Les résultats de cette étude montrent que le comportement budgétaire discrétionnaire des gouvernements espagnols successifs et de la zone euro a changé de propriétés au cours des trente dernières années, révélant l'existence de deux régimes budgétaires qui évoluent en fonction de l'ampleur de la persistance du déficit et de l'intensité des mesures de stabilisation de la dette et de la production. Quel que soit le régime budgétaire, les autorités espagnoles se sont engagées à respecter les critères de Maastricht en se concentrant sur l'association du déficit et de la dette publics, dans une démarche passive, tandis que les administrations fiscales du reste de la zone euro se sont engagées dans la stimulation de l'activité économique en se concentrant sur la relation entre le déficit et l'*output gap*<sup>5</sup>.

Si Mongelli (2002) explique que les transferts supranationaux pourraient ne pas être nécessaires tant que les stabilisateurs budgétaires nationaux s'avèrent capables d'accélérer l'ajustement aux chocs défavorables, cela présuppose toutefois que les chocs ne manifestent jamais d'asymétries plus importantes que ce qui pourrait être géré par des transferts au niveau national. La crise de la dette souveraine et les évolutions récentes des soldes dans TARGET2 ont montré à quel point cette hypothèse était erronée, en particulier pour les économies périphériques de l'UME. L'exemple de l'Espagne reste encore une fois perti-

---

5. Stiblarova et Sinicakova (2020) évoquent la théorie des zones monétaires optimales et l'importance de la synchronisation des cycles économiques des pays appartenant à un espace économique commun. L'étude démontre que les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) ont un cycle économique dont les phases sont plus longues que l'ensemble de la zone euro, notamment la phase de croissance. En effet, ces économies enregistrent les niveaux de croissance les plus rapides parmi ceux de l'UME. D'autre part, ces pays éprouvent des difficultés plus aiguës à renouer avec une reprise économique après une phase de récession. Dans l'ensemble, le niveau de synchronisation entre les économies des PECO est élevé, mais se détache de celui du reste de la zone euro. Cette tendance rappelle celle que nous avons observé dans le cas des évolutions des soldes dans TARGET2 et celles des comptes des transactions courantes des pays membre de l'UME.

ment dans ce cas. Les flux de capitaux et les évolutions nécessaires de la taille du bilan de la Banque d'Espagne montrent l'envergure des mesures monétaires déployées en l'absence d'un tel système budgétaire, et la difficulté d'y faire abstraction.

### 6.1.2 Etudes empiriques antérieures pour la mise en commun des mesures budgétaires

Cavallo et al. (2014) établissent une étude comparative entre les économies périphériques de la zone euro et les économies d'Amérique latine, estimant que ces dernières sont plus familières avec les défis relatifs à la croissance économique stimulée par d'importants flux de capitaux, à l'augmentation des prix des actifs et les crises provoquées par l'interruption soudaine de ces flux. L'expérience latino-américaine de ces arrêts soudains semble particulièrement pertinente pour les pays européens périphériques ayant d'importants passifs extérieurs. Selon leur estimation, toutes les implications d'un manque d'accès aux marchés de capitaux privés, la nécessité d'ajustements des prix relatifs pour stimuler les exportations nettes et les implications pour la viabilité de la dette ne sont peut-être pas encore pleinement appréciées dans le contexte de la zone euro <sup>6</sup>.

Chortareas et Mavrodimitrakis (2017) analysent les interactions stratégiques entre les politiques budgétaire et monétaire dans une union monétaire lorsqu'une autorité budgétaire bénéficie d'un avantage stratégique. Il en résulte que les autorités budgétaires d'une union monétaire n'agissant pas simultanément dans ce sens <sup>7</sup>.

L'analyse empirique de Chisiridis et al. (2021) porte sur un échantillon de 28 pays dont

---

6. L'expérience latino-américaine n'est donc pas qu'un surendettement peut être préjudiciable à la croissance économique car il agit comme une taxe implicite sur l'investissement, surtout en l'absence de règles claires pour sa résolution. La contraction budgétaire peut facilement ne pas suffire à réduire le surendettement dans la mesure où elle déprime l'activité économique. D'autant plus que la réduction de la dette a tendance à être retardée, ce qui conduit à un état prolongé de récession et parfois à des troubles sociaux ou à une instabilité politique. L'expérience latino-américaine montre qu'une réduction ordonnée de la dette dans un environnement économique propice à la croissance peut être la solution à la reprise de la croissance et à la reprise des entrées de capitaux. Lorsqu'une restructuration de la dette est nécessaire, un soutien multilatéral subordonné à un cadre d'action approprié semble être essentiel pour garantir que la réduction de la dette constitue une base solide pour la reprise.

7. Si l'autorité budgétaire d'un pays appartenant à un ensemble économique prend les devants dans la prise de décision et la mise en place des mesures de sa politiques sans réelle coordination avec les autres pays membres – et c'est souvent le cas –, ceci lui attribue le statut de leader, et ne laisse que peu de marge de manœuvre à l'autorité budgétaire du pays négativement impacté par l'arrêt soudain des flux de capitaux et les chocs de l'offre et de la demande – souvent une économie périphérique. Cette dynamique contribue à accentuer davantage l'hétérogénéité de l'union monétaire et semble valable pour l'UME.

les membres de la zone euro divisés en deux groupes : le nord de la zone euro et le sud de la zone euro. Les résultats de l'étude indiquent que les mécanismes d'ajustement des comptes des transactions courantes dans la zone euro devraient être symétriques. Il paraît évident que bien que les chocs de demande positifs, dans les deux régions nord et sud, représentés par une augmentation des importations, aient des effets positifs sur les exportations et l'investissement, les comptes courants se détériorent ou, au mieux, restent stables. Cependant, il est prouvé qu'une dévaluation du taux de change effectif réel des économies périphériques entraîne une augmentation des exportations sans affecter les importations. Par conséquent, les résultats soulignent que l'impératif d'ajustement externe de la sous-région sud devrait être composé de deux politiques coordonnées : premièrement, une consommation accrue du nord, qui stimulera la demande de biens importés dans la sous-région et, par conséquent, élargira le secteur d'exportation de la sous-région sud. Deuxièmement, une dévaluation du taux de change réel dans la sous-région sud, éventuellement par le biais du mécanisme des coûts de la main-d'œuvre, qui devrait fournir un outil efficace pour la compétitivité et l'ajustement du compte courant dans la sous-région sud.

L'étude de Chisiridis et al. (2021) ne se détache finalement pas de la démarche habituelle des travaux traitant de la réforme de l'UME car les solutions proposées répondant aux besoins actuels de la zone euro dans la limite des manœuvres disponibles. Accentuer la consommation dans une région spécifique de la zone euro, procéder par la réduction des coûts de la main d'œuvre afin d'agir sur le taux de change réel ou encore agir sur les comptes des transactions courantes des balances des paiements sont des mesures qui traitent les symptômes et non-pas les causes des dysfonctionnements actuels de l'UME en tant qu'ensemble économique.

L'enquête expérimentale de Dolls et Wehrhöfer (2021) sur la base d'enquêtes réalisées par le Centre collaboratif de recherche sur l'économie politique des réformes de l'Université de Mannheim<sup>8</sup>, confronte deux points de vue opposés concernant la réforme de l'UME. D'une part, une union fiscale avec une intégration budgétaire et un renforcement du partage du risque fiscal entre les pays ; d'autre part, le maintien des politiques budgétaires sous l'autorité des gouvernements indépendants de la zone euro selon le principe du traité de

---

8. Collaborative Research Center "Political Economy of Reforms" (SFB 884).

Maastricht. Les résultats de cette étude montrent que les répondants sont majoritairement favorables à la mise en place d'une procédure de défaut souverain, mais rejettent globalement la mise en place d'un régime européen d'indemnisation du chômage. L'étude montre aussi une différence frappante entre la large acceptation des transferts intra-allemands par le biais de la péréquation budgétaire d'une part et le faible niveau de soutien aux transferts budgétaires vers le reste de la zone euro d'autre part.

Lim et McNelis (2018) proposent une analyse empirique sur la base d'un modèle à deux pays considérant la mise en place d'un assouplissement quantitatif dans le premier, face à l'absence de mesures particulières ou le déploiement de mesures fiscales dans le second pays. Les résultats obtenus montrent que dans le cas d'un choc asymétrique, les mesures prises seront d'une certaine efficacité de part et d'autre. Ces mesures ont toutefois moins d'impact face à une crise due à des faits communs aux deux pays. Les mesures non-conventionnelles de la politique monétaire d'un pays ou le déploiement de mesures fiscales unilatérales permettraient d'améliorer la situation d'un pays, et détériorer la situation de l'autre. Ceci simule l'impact d'une crise systémique et l'effet des flux de capitaux à l'intérieur d'une union monétaire telle que la zone euro (Schalck, 2012). Ces résultats laissent donc supposer que l'unification des mesures budgétaires permettrait de faire converger les effets des crises systémiques et les impacts financiers des flux de capitaux vers les mêmes répercussions sur l'ensemble des économies de l'UME. Une telle mesure rendrait plus efficace le « *policy mix* » qu'on pourrait envisager pour l'UME. A ce propos, Fagan et McNelis (2014) expliquent que l'appartenance à l'UME affecte les ajustements macroéconomiques des pays membres face à une stagnation séculaire. En présence d'un financement commun abondant par le biais du système TARGET2, les effets d'une crise sur le PIB, la consommation ou l'investissement sont atténués. Mais les effets observés d'un tel financement sur le pouvoir d'achat et le niveau de vie des ménages sont peu significatifs car il accentue l'aversion pour le surendettement qui illustre une incidence aiguë d'une phase de stagnation par le biais des évolutions des soldes dans TARGET2.

Masson (2012) explore la possibilité d'un retrait de l'indépendance de la BCE dans le but d'une internalisation des besoins budgétaires des pays membres de l'UME. Dans ce cas, la BCE se chargerait de financer les déficits budgétaires des gouvernements faisant donc face au risque d'insolvabilité de certains pays membres. Dans ce cas, la BCE fera l'objet

d'une restructuration et devra certainement faire abstraction de son indépendance. Les simulations réalisées dans le cadre de cette étude permettent de constater que les membres les moins disciplinés sur le plan fiscal, et présentant de faibles liens commerciaux avec le reste de la zone euro, constitueraient un frein à l'amélioration du bien-être dans les pays les plus disciplinés sur le plan fiscal. Le rôle de la BCE reste néanmoins primordial car l'affectation de la mise en place des mesures de la politique monétaire à une banque centrale nationale de la zone euro – l'Allemagne par exemple –, finirait par faire émerger un bloc économique distinct à l'intérieur de la zone euro, agissant dans le sens de cette politique monétaire, qui serait configurée selon les besoins de l'économie allemande.

Contrairement à cela, les institutions de la zone euro doivent être renforcées afin de soutenir la BCE et la débarrasser de la charge imposée par son rôle de prêteur en dernier ressort pour les dettes publiques des pays membres. Pour cela, la création d'un dispositif de contrôle financier à l'échelle de la zone euro renforcerait la confiance en la stabilité du système bancaire.

Koenig et Zeyneloglu (2010) utilisent un modèle macroéconomique d'une économie ouverte à deux pays décrivant une union monétaire avec une intégration financière imparfaite, utilisé avec la supposition que les préférences des ménages sont biaisées en faveur des biens produits dans leurs pays de résidence. Cette configuration permettrait de montrer comment le degré d'intégration financière et le biais national affectent l'efficacité du bien-être par la politique budgétaire. Ceci est particulièrement important pour les implications d'une politique budgétaire lancée par un membre de la zone euro où la préférence pour les produits nationaux suit une tendance à la baisse en raison d'une plus grande intégration du marché des biens et où il y a des efforts explicites pour renforcer l'intégration financière. Les résultats montrent en particulier comment les effets d'une intégration financière croissante sur l'impact d'une politique budgétaire peuvent être atténués ou amplifiés par une diminution du biais du produit domestique. De plus, sous certaines conditions, le degré d'intégration financière n'a pas d'effet sur l'efficacité sociale de la politique budgétaire malgré ses effets non négligeables sur les composantes du bien-être des citoyens.

Chortareas et Mavrodimitrakis (2016) examinent la capacité de la politique monétaire à stabiliser pleinement les chocs de demande pure dans une union monétaire avec des autorités budgétaires agissant stratégiquement. L'étude montre que lorsqu'une autorité budgétaire

taire nationale bénéficie d'un avantage stratégique sur l'autre et que la politique budgétaire peut affecter directement l'inflation, la politique monétaire ne peut pas stabiliser pleinement les chocs de demande purs au niveau de l'union, à moins qu'ils ne soient communs. De plus, ils caractérisent une situation où les politiques budgétaires nationales divergent, étant contracycliques pour un pays et procycliques pour l'autre, pour des valeurs suffisamment élevées de l'effet direct de la politique budgétaire sur le taux d'inflation. La coordination des politiques budgétaires nationales devient souhaitable pour la banque centrale de l'ensemble économique.

La mise en commun des mesures budgétaires pour l'UME doit donc passer par une prise en considération des hétérogénéités et des différences fondamentales qui existaient déjà – et qui d'ailleurs continuent d'exister – entre les économies membres.

### **6.1.3 Hétérogénéité budgétaire et asymétrie des mesures fiscales intra-européennes**

La cause sous-jacente de la crise était que la politique monétaire était trop accommodante dans les pays en crise, appelés plus couramment PIGS. Contrairement aux crises financières aux États-Unis, au Royaume-Uni et même en Allemagne et en Suisse, la crise de la zone euro n'était pas due à la crise des subprimes aux États-Unis. La raison pour laquelle la politique monétaire était trop souple dans les pays en crise était que la politique monétaire unique définie par la BCE est basée sur le taux d'inflation de la zone euro, qui est dominé par les taux d'inflation des pays du centre de l'UME : Allemagne, France et Pays-Bas. Compte tenu de son mandat, la BCE ne dispose d'une marge d'intervention importante vis-à-vis de ces mesures. Les pays en crise sont entrés dans la zone euro avec des taux d'inflation plus élevés que les pays du centre et, au lieu de converger vers le taux d'inflation moyen de la zone euro, jusqu'à la crise, ils ont gardé des taux plus élevés. En effet, le taux d'intérêt commun a produit un taux réel négatif dans les pays en crise, ce qui a stimulé un endettement privé et public excessif, entraînant des taux de croissance élevés du PIB et entretenant ainsi les différentiels d'inflation initiaux et une perte de compétitivité.

Il y a deux manières possibles d'éviter cette conséquence intrinsèque pour la monnaie

unique pour les pays indépendants, d'où la nécessité de réécrire les traités de la zone euro. Premièrement, la politique budgétaire nationale peut être utilisée pour compenser une politique monétaire inappropriée. Pour les pays dont l'inflation est supérieure à la moyenne, cela implique une politique budgétaire plus stricte que la moyenne. Il est important de noter que viser simplement à rester dans la même limite de déficit budgétaire (3% du PIB) que les autres pays – comme l'a proposé la Commission européenne – peut ne pas fournir une position budgétaire suffisamment stricte si l'inflation est élevée. En effet, cela implique qu'ayant renoncé à un instrument de sa politique monétaire, un pays doit ensuite engager son autre instrument, celui de la politique budgétaire, afin de démêler les conséquences néfastes de recevoir en retour une politique monétaire inappropriée. Le principal gain de la convergence vers l'UME est un taux de change nominal fixe, mais pas un taux de change effectif réel fixe. Les preuves que nous avons présentées précédemment à la fois sur l'orientation budgétaire et sur les notations de crédit indiquent que la politique budgétaire n'a pas été utilisée avant la crise de la zone euro pour compenser une politique monétaire inappropriée, d'où la crise. Néanmoins, cela reste une solution potentielle pour l'avenir.

La deuxième solution possible ne nécessite aucune intervention politique. Elle repose sur des marchés qui ajustent les taux d'intérêt pour compenser la faiblesse des taux officiels en tenant compte du risque souverain. C'est ce qui s'est passé après la crise. Les pays en crise ont été contraints d'emprunter à des taux d'intérêt beaucoup plus élevés qu'avant la crise, des taux plus proches de ceux auxquels ils étaient confrontés avant d'entrer dans la zone euro. L'évidence, à la fois sur les taux d'emprunt et les notations officielles de crédit souverain, avant la crise montre que les marchés n'ont pas anticipé cette crise. Cela s'explique peut-être par le fait que, traditionnellement, les prix des obligations ont principalement reflété le risque de prix plutôt que le risque de défaut. Une fois que la crise a éclaté, les écarts de taux d'intérêt l'ont immédiatement reflété. Ce qu'il faut, c'est que les prix des obligations anticipent mieux les défaillances potentielles. Un moyen possible d'y parvenir pourrait être de passer par une évaluation basée sur un modèle des notations de crédit souverain sur la base des prévisions des fondamentaux budgétaires. Même s'ils ne l'aient pas fait auparavant, il pourrait être possible pour les marchés de fournir une solution aux problèmes inhérents à une monnaie unique en améliorant le prix des obligations en

tenant compte du défaut souverain et en l'évaluant à partir des fondamentaux budgétaires. Enfin, bien que cela ne soit pas abordé explicitement dans la littérature, nous pouvons noter une autre manière dont les marchés peuvent contribuer à compenser les limites de la politique monétaire. Il paraît clair que la perte de compétitivité qui résultait des hausses du niveau des prix des pays en crise provoquait une appréciation du taux de change réel et des déficits des comptes courants. En l'absence d'ajustement du taux de change nominal, le rétablissement de la compétitivité nécessiterait la maîtrise des coûts. Cela implique d'avoir des marchés du travail compétitifs et une forte croissance de la productivité, qui sont aussi des solutions de marché (Polito et Wickens, 2014).

## **6.2 Le nécessaire renouveau de l'UME par un soutien budgétaire aux mesures de politique monétaire**

La crise financière mondiale a abaissé de façon permanente la trajectoire du PIB dans toutes les économies avancées. Dans le même temps, et en réponse à l'augmentation des niveaux d'endettement public, bon nombre de ces pays se sont engagés dans des assainissements budgétaires qui ont eu un impact négatif sur les taux de croissance économique en présence de forts effets d'hystérésis de la politique budgétaire. L'ampleur des effets va dans le sens d'assainissements budgétaires autodestructeurs, comme le suggèrent DeLong et al. (2012). Les tentatives de réduction de la dette publique par le biais d'assainissements budgétaires, et donc par des politiques d'austérité, ont très probablement entraîné une augmentation du ratio dette publique/PIB en raison de leur impact négatif à long terme sur la production (Fatás et Summers, 2018).

Les résultats empiriques d'une étude menée par la BCE (2018) montrent que les marchés ont beaucoup plus pénalisé les déséquilibres budgétaires après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, dans la mesure où les coefficients pour les différentiels de déficit public étaient 3 à 4 fois plus élevés et pour les différentiels de dette publique 7 à 8 fois plus élevé pendant la période de crise qu'auparavant. Par conséquent, les marchés ont clairement changé leur attitude à l'égard de la tarification du risque de crédit public au cours de la crise financière mondiale et au lendemain de celle-ci. L'étude souligne d'abord comment une augmentation significative des *spreads* obligataires est intervenue en raison



d'une augmentation générale de l'aversion au risque. Cela a beaucoup de sens si l'on pense qu'au cours de la crise, l'effondrement des marchés financiers et du marché immobilier ainsi qu'une incertitude générale quant à l'exposition aux actifs très risqués de la plupart du système bancaire ont rendu impératif d'identifier des valeurs refuges dans lesquelles investir. En effet, le prix des matières premières, telles que l'or et les hydrocarbures, a augmenté en raison de l'instabilité générale des autres formes d'investissement, ce qui a conduit à une bulle des prix des matières premières qui est considérée dans la littérature comme la quatrième phase de développement de la crise. En outre, les obligations publiques aux États-Unis et, après le début de la crise, en Allemagne, la référence sur le marché obligataire libellé en euros, ont acquis un statut d'investissement refuge. En outre, non seulement les investisseurs/marchés étaient généralement plus averses au risque, mais ils pénalisaient également les déséquilibres budgétaires beaucoup plus fortement qu'avant septembre 2008. Ces deux facteurs expliquent en grande partie l'augmentation des spreads des obligations d'État des pays de l'UME par rapport aux indices de référence du Trésor allemand ou américain.

### **6.2.1 La persistance des chocs des politiques budgétaires**

Une grande partie du reproche pour la crise de la dette souveraine a été imputée à la situation désastreuse de la position budgétaire des PIGS. Bien qu'il soit indéniable que les pays considérés ne jouissaient pas d'une situation budgétaire saine, il convient de noter que la politique de relance budgétaire pour lutter contre la crise a eu un coût élevé pour la situation budgétaire de nombreux autres pays. Par exemple, l'administration Obama a introduit un plan de relance de 800 milliards de dollars, portant le déficit public des États-Unis à 10% du PIB en 2009. Un chiffre similaire était envisagé pour la même année au Japon, tandis qu'au Royaume-Uni le déficit public était de près de 13% du PIB. Dans la zone euro, le déficit public n'était en moyenne que de 6% du PIB en 2010, alors qu'au milieu des années 1990, il avait atteint plus de 7%. La situation était bien sûr différente dans les différents pays de la zone euro. Cependant, en ce qui concerne le cas des PIGS, deux points sont à souligner.

Premièrement, certains des pays qui ont depuis été touchés par la plus grave ruée sur leur dette souveraine n'étaient en aucun cas aussi mauvais en termes de déficit public par rap-

port au PIB au cours de la crise. En 2010, la Grèce avait un déficit public de 10,3% du PIB, seulement 4,3% de plus que la moyenne de la zone euro. Le Portugal et l'Espagne, avec respectivement 9,8% et 9,3%, étaient à peine 3,8% et 3,3% supérieurs à la moyenne de la zone euro. L'Italie était en bonne position du point de vue de son déficit public au cours de la crise, mieux que la moyenne de la zone euro, avec un déficit public de seulement 4,6% du PIB en 2010, qui était même moins élevé que le niveau de 5,4% en 2009. Cependant, il convient de noter qu'en 1995 pour l'Italie le ratio dette publique/PIB était de 121,5% contre une moyenne de 72,5% dans le reste de la future zone euro, alors qu'en 2010 l'écart entre la performance italienne et la moyenne de la zone euro avait diminué de 49% en 1995 à 34%. De plus, en 2010, l'Espagne avait un ratio dette publique/PIB de 61,2%, bien inférieur à la moyenne de la zone euro de 85,2%, et l'Irlande et le Portugal ne s'en sortaient pas si mal avec 92,5% et 93,3% respectivement.

Les économies périphériques de la zone euro n'étaient donc pas dans des situations particulièrement désastreuses du point de vue des critères de convergence de Maastricht.

### **Symptômes d'un déséquilibre structurel fondamental**

Il y a un débat symétrique dans deux pays du cœur de la zone euro : en France sur la politique budgétaire restrictive de l'Allemagne, conduisant à un énorme excédent extérieur<sup>9</sup>, en Allemagne sur le respect insuffisant des règles budgétaires et l'absence de réformes structurelles en France. Belke et Gros (2020) expliquent que différents indicateurs de compétitivité donnent des résultats très divergents selon la période de référence utilisée, par exemple 1995. En effet, la comparaison avec la période de pré-unification allemande montre peu de gain de compétitivité. Ils constatent également, de manière quelque peu surprenante, que l'industrie allemande n'est pas plus intégrée dans les chaînes de valeur internationales que celle de la France ou de l'Italie. Ils examinent aussi le lien entre la croissance des exportations et les prix à l'exportation et estiment qu'à long terme les exportations ne sont pas tirées par la compétitivité mais par l'offre accrue de main d'œuvre résultant de l'unification allemande.

---

9. L'Allemagne avait un excédent de son compte courant de 7,9% du PIB en 2007, juste avant la crise, alors que la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie avaient des déficits de 14,5%, 5,3%, 9,4%, 10% et 2,4% respectivement. Dans la zone euro, les exportations et les importations extra-UE ne représentent respectivement que 11,6% et 12,9% du PIB (Stockhammer et Özlem Onaran, 2012).

Si l'on considère une période plus longue, y compris la période précédant la réunification, on constate que les coûts salariaux unitaires relatifs de la France par rapport à l'Allemagne sont plutôt proches de leurs moyennes à plus long terme.

*« Si l'on compare 1990 à aujourd'hui, on trouve une image différente : le ratio exportations/PIB était déjà de 32% pour l'Allemagne, il a depuis augmenté de 15 points de pourcentage. Une tendance similaire s'observe plus récemment si l'on compare la France à l'Italie : sur les 20 dernières années, les exportations françaises ont augmenté par rapport à celles de l'Italie, mais ses valeurs unitaires ont baissé » - (Belke et Gros, 2020, p. 8).*

in 't Veld et al. (2014) expliquent dans leur étude de l'évolution du compte courant allemand depuis 1996 que :

*« les facteurs les plus importants à l'origine de l'excédent allemand étaient des chocs positifs sur le taux d'épargne allemand et sur la demande du reste du monde pour les exportations allemandes, ainsi que les réformes du marché du travail allemand et autres chocs positifs sur l'offre globale allemande. L'approche plus qualitative suivie ici tend à confirmer ce point de vue » - (Kollmann et al., 2014, p. 12).*

Le cas de l'Allemagne, cependant, est moins surprenant. Dans tout le processus d'intégration monétaire européenne, depuis la mise en place du mécanisme de change du Système monétaire européen (MCE<sup>10</sup>), l'Allemagne a été le pays « 1 » du problème « n – 1 », c'est-à-dire le pays avec la monnaie la plus forte qui pourrait, en raison des caractéris-

---

10. Stockhammer et Sotiropoulos (2014) étudie les coûts économiques du rééquilibrage des positions des comptes courants dans la zone euro par le biais d'une dévaluation interne. La dévaluation interne repose sur la suppression des salaires dans les pays déficitaires. Sur la base d'un ancien modèle keynésien, il estime une équation de compte courant, une courbe de salaire-Phillips et une équation de la loi d'Okun. Toutes les estimations sont réalisées pour un panel de douze membres de la zone euro. La Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Portugal et l'Espagne (GIIPS) avaient, en moyenne, des déficits courants de 8,4% du PIB en 2007. Pour éliminer ces déficits courants, une réduction du PIB d'environ 47% serait nécessaire. Les déséquilibres commerciaux peuvent être résolus de deux manières : ajustement déflationniste dans les pays déficitaires ou ajustement inflationniste dans les pays excédentaires. Les coûts économiques de l'ajustement déflationniste pour ces pays sont équivalents à la perte de production de la Grande Dépression. Un ajustement des pays excédentaires augmenterait la croissance et s'accompagnerait d'une inflation plus élevée, mais il permettrait un rééquilibrage sans grande dépression dans certaines parties de l'Europe. Le mécanisme de taux de change européen est un dispositif introduit en 1979 par la communauté européenne afin de stabiliser les cours des devises européennes et faire face au risque de change. L'objectif étant d'instaurer un climat de confiance et dans les monnaies européennes à moyen et long terme. Ceci constituait une première phase pour le soutien du commerce intra-européen. Ce système continue d'exister et obéit aux accords entre les pays membres de l'UME et les membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

tiques techniques du régime de changes fixes, définir la politique monétaire pour tous les membres de l'accord monétaire. Plus précisément, le problème «  $n - 1$  » implique que, dans un régime de changes fixes, il n'y a que «  $n - 1$  » taux de change indépendants et donc que «  $n - 1$  » pays doivent utiliser leur politique monétaire pour maintenir leur taux de change fixe. Il y a toujours « 1 » pays, celui qui a la monnaie la plus forte, qui est libre de mener sa politique monétaire indépendamment des contraintes de change, notamment par une politique monétaire anti-inflationniste qui permet à sa monnaie d'être plus forte que les monnaies des autres membres de l'Union. Cela entraîne cependant des conséquences évidentes sur la compétitivité de ces pays, qui connaissent par définition des taux d'inflation plus élevés et donc perdent progressivement en compétitivité.

Bien que, de toute évidence, dans l'UME, il n'y ait qu'une seule politique monétaire et pas de taux de change, la crise financière globale d'abord, puis la crise économique, ont clairement montré à quel point les asymétries et les problèmes qui avaient déjà affecté le MCE du SME persistaient, et étaient en réalité beaucoup plus graves, dans l'UME.

Ainsi, dès les premières années de l'UME, l'Allemagne a bénéficié d'un bonus structurel de compétitivité qui s'est progressivement accru. Bien entendu, la dévaluation du taux de change est considérée dans la littérature économique comme un très mauvais moyen de retrouver de la compétitivité. L'accent a donc été mis sur ce qui est plus communément appelé la dévaluation interne ou l'économie de l'offre, ce qui signifie essentiellement la réduction des coûts de production en augmentant la productivité et/ou en réduisant les coûts de la main-d'œuvre. En effet, l'UE a abordé et aborde encore toute la question de la croissance économique et de l'emploi en s'appuyant largement sur la flexibilité du marché du travail, dont la logique est souvent fonctionnellement liée à la mise en place de l'UME. Par ailleurs, la mise en œuvre elle-même de politiques flexibles sur le marché du travail a été rendue possible par le renforcement du pouvoir de négociation des organisations patronales, qui s'est traduit par l'institutionnalisation au niveau européen du paradigme économique néolibéral axé sur la mise en œuvre de règles monétaires et de politiques fiscales.

En effet, tant la nécessité de trouver un refuge sûr pour les investissements en période d'incertitude que le fait que la situation macroéconomique et budgétaire globale de certains pays ait été jugée insoutenable en raison d'un manque de compétitivité internationale

ont fait croire aux marchés que parier contre les pays les plus faibles serait une finalité logique compte tenu de la situation conjoncturelle de l'UME. En l'absence de taux de change nationaux, la spéculation sur les devises était évidemment impossible et les marchés sont revenus à la spéculation sur la dette souveraine, augmentant considérablement l'écart entre les obligations des pays attaqués et les obligations des pays considérés comme plus forts, principalement l'Allemagne.

De manière générale, plus qu'un abri contre les pires conséquences de la crise financière et économique mondiale, l'UME, telle qu'elle a été conçue à Maastricht et mise en œuvre les années suivantes, s'est révélée être un arrangement hautement asymétrique, signalant aux marchés quels pays étaient peu susceptibles de supporter le choc économique, déclenchant ainsi une ruée sur leur dette souveraine (Talani, 2015).

### **L'intégration financière inachevée de l'UME**

Depuis son introduction, l'euro a traversé une crise existentielle. Cette dernière est le résultat de politiques économiques qui ont visé la flexibilité du marché du travail et l'intégration financière. Stockhammer et Özlem Onaran (2012) affirme que le régime de la demande globale dans la zone euro est induit par les salaires. Si une augmentation des salaires – toutes choses égales par ailleurs – a un effet négatif sur l'investissement et sur les exportations nettes, elle a un effet positif sur la consommation. La zone euro étant une économie relativement fermée, l'effet de consommation l'emporte sur l'effet investissement et l'effet exportation.

Dans la zone euro, deux modèles de croissance ont émergé : un modèle tiré par le crédit et un modèle tiré par les exportations. Celles-ci ont engendré les déséquilibres qui sont au cœur de la crise de la zone euro. La flexibilité des salaires s'est avérée insuffisante pour prévenir ces déséquilibres. Si le projet d'intégration économique européenne doit survivre, il a besoin d'un changement radical de direction. Un élément important de cette réorientation consiste à repenser le rôle de la politique salariale. En effet, la mobilité de la main d'œuvre a souvent été mise en avant comme étant un point fort de l'UME. Toutefois, la théorie des zones monétaires optimales selon Mundell explique que c'est l'affectation des investissements à l'intérieur d'un ensemble économique qui stimule la création de l'emploi et l'exploitation de la main d'œuvre sur place sans recourir à la mobilité des

compétences.

En supposant que l'union monétaire se compose de deux pays de taille identique, national et étranger, habités par des agents économiques dotés d'une prévoyance parfaite, que chaque agent produit un seul bien différencié qui est un substitut imparfait à d'autres biens et consomme un ensemble de tous les biens nationaux et étrangers disponibles, Koenig et Zeyneloglu (2010) parviennent aux conclusions suivantes :

**L'impact d'une intégration financière plus élevée pour un degré donné de biais de bien-être :**

1. Une intégration financière plus élevée amplifierait la déviation de la production intérieure à court terme suite à une expansion budgétaire intérieure temporaire. Cet effet diminue à mesure que le degré du biais domestique diminue et disparaît totalement lorsque ce biais est éliminé. Une baisse de la préférence nationale et une augmentation de l'intégration financière amplifient l'effet d'une expansion budgétaire permanente sur le taux d'intérêt étranger et atténuent son impact sur le taux d'intérêt national. L'amélioration de l'intégration des marchés financiers et des marchés de biens entraîne une augmentation plus importante de l'écart de taux d'intérêt dans le cadre d'une politique budgétaire permanente et contribue à l'afflux de capitaux vers le pays d'origine, comme dans le cas d'une expansion budgétaire temporaire.
2. Pour un degré donné de préférence nationale dans les préférences de consommation, une plus grande intégration financière atténue l'effet négatif de l'expansion budgétaire sur le bien-être relatif des ménages.
3. Une intégration financière plus élevée atténue aussi l'effet négatif de la politique budgétaire sur la consommation à court terme des ménages et réduit ainsi l'effet négatif de la politique budgétaire sur le bien-être des ménages à court terme. Contrairement au court terme, une plus grande intégration financière aggrave l'effet négatif de la politique budgétaire sur le bien-être des ménages à long terme en amplifiant l'effet négatif de l'expansion budgétaire sur la consommation et les loisirs des ménages.
4. Contrairement à une augmentation de l'intégration financière, une réduction du degré de biais domestique amplifie la baisse de la consommation domestique à

court et à long terme, ce qui amplifie la baisse du bien-être des ménages suite à l'expansion budgétaire.

Ces résultats sont importants pour les implications d'une politique budgétaire lancée par un membre de la zone euro où la préférence pour les produits nationaux suit une tendance à la baisse en raison d'une plus grande intégration du marché des biens, et où des efforts explicites pour renforcer l'intégration financière sont entrepris.

Dans ce cas, l'harmonisation des mesures budgétaires semble incontournable dans la perspective de parvenir à l'optimisation des effets des mesures de politique monétaire unifiée. En effet, le biais domestique dans le cas de la zone euro n'est pas d'un niveau extrême. Le déploiement de mesures budgétaires compte tenu du cadre institutionnel actuel, les mesures budgétaires engagées par une économie du centre de la zone euro, à l'image de l'Allemagne, continue à exercer une pression négative sur les économies périphériques. En préservant cette configuration, il est suggéré dans la littérature de faire abstraction de l'unification intégrale des mesures budgétaires et d'apporter un soutien budgétaire à la BCE dans l'exercice et le déploiement des mesures de sa politique monétaire. Ceci n'est pas tout à fait le cas actuellement. Admettre que la BCE ne dispose d'aucun soutien fiscal revient essentiellement à dire qu'il n'existe aucune garantie, assurance ou indemnisation pour tout risque de crédit privé qu'elle prend. Dans le cadre conventionnel dans le cas d'une économie nationale, au milieu d'une crise bancaire, la banque centrale fournit un crédit risqué en espérant ensuite être recapitalisée par le Trésor public (H. Buiter, 2009b), disposant de la capacité de lever des fonds grâce aux impôts et taxes. Ce dernier dispose de ressources importantes à long terme, contrairement aux banques centrales elles-mêmes.

### **6.2.2 Le soutien budgétaire de la BCE : un facteur incontournable pour la stabilité macroéconomique de l'UME**

Contrairement à l'Eurosystème, « *le système financier américain est de facto nationalisé, car la Réserve fédérale est devenue le prêteur de premier et unique recours plutôt que le prêteur de dernier recours, et le Trésor américain est le dépensier et le garant du premier recours et [...] de seul recours* » - (Acharya et al., 2009, p. 10).

Alors que les juristes ont tendance à se soucier de la cohérence dogmatique et de l'application uniforme des règles, les économistes s'inquiètent des effets de la conception spécifique des règles budgétaires. Cependant, l'interprétation juridique et les effets économiques interagissent et une analyse juridique informée des effets économiques associés à certains modes d'interprétation juridique peut ajuster l'application globale de l'application des règles. La récente crise de la dette de l'UE a mis au premier plan la nécessité pour les avocats et les économistes de relier leurs contributions disciplinaires les unes aux autres (Acharya et al., 2009).

Sajedi et Steinbach (2019) expliquent que la mise en œuvre des règles de surveillance budgétaire dépend fortement de la bonne interprétation des termes juridiques, d'où la nécessité d'insuffler une vision économique dans l'analyse juridique. Une application juridique rigide des règles relatives au déficit budgétaire peut freiner les réformes structurelles, car celles-ci peuvent aller à l'encontre de l'assainissement budgétaire à court terme. Toutefois, si les réformes sont censées améliorer les finances publiques à long terme, elles ne doivent pas être considérées comme incompatibles avec le cadre juridique. En se concentrant sur le cas de la surveillance budgétaire de l'UE, ils identifient les circonstances dans lesquelles l'effet budgétaire positif à long terme des réformes structurelles se matérialise de telle manière que les règles juridiques doivent être appliquées avec une certaine indulgence, menant à une détérioration de la situation budgétaire. Les résultats suggèrent qu'à mesure que les pertes de production à court terme des réformes sont atténuées par la relance budgétaire, les gains de production à long terme résultant des réformes impliquent que la viabilité budgétaire peut être atteinte dans un délai raisonnable. Les réformes des marchés de produits sont généralement préférables aux réformes du marché du travail, car elles ont un impact plus important sur les recettes budgétaires. Ces informations éclairent l'analyse juridique à plusieurs égards. Premièrement, l'analyse économique est conforme à l'interprétation téléologique des règles juridiques visant à assurer la stabilité budgétaire à long terme, tout en permettant une indulgence budgétaire à court terme. Deuxièmement, l'analyse économique peut donner des contours à des termes juridiques vagues, tels que des effets budgétaires positifs « rapides » et l'exigence juridique de réformes structurelles « majeures », montrant que le type de réforme importe autant que l'ampleur de la réforme, et que alors que les réformes plus importantes ont des effets budgétaires plus importants



à long terme, elles nécessitent également une plus grande indulgence à court terme. Tant l'intégration financière afin d'agir sur les niveaux de consommation que les réformes du marché du travail ont été altérées par la configuration particulière de l'UME.

### **Le besoin d'un soutien budgétaire aux banques centrales**

Le ralentissement significatif du rythme de la croissance du PIB tel qu'il est observé à partir du début de 2007 dans les économies avancées s'est accentué par une récession qui a commencé en 2008 et s'est aggravée en 2009. Il s'agit d'un fait important car il indique qu'il existe une corrélation positive entre les erreurs de prévision d'un pays à l'autre, de sorte que les variations du PIB sur le long terme sont liées à la taille du choc initial. Ce ne serait pas le cas si nous examinions des chocs indépendants aléatoires se produisant au cours de différentes années. Selon Fatás et Summers (2018), à l'exception de l'emploi à l'horizon 2015, aucune des autres variables n'est significative. Cela ne signifie pas que le marché du travail n'a pas d'importance, car il est à l'origine de la variation initiale du PIB, mais cela montre que les différences de performance du marché du travail entre deux pays ayant des variations similaires du PIB au cours des premières années n'améliorent pas de manière significative notre compréhension du long terme.

La persistance à très long terme du PIB doit s'expliquer par d'autres facteurs comme le capital physique ou la productivité. En effet, les premières preuves de la persistance des chocs sur le PIB, à la fois positifs et négatifs, ont remis en question la vision standard des cycles économiques. Nelson et Winter (1982) expliquent que la tendance elle-même était stochastique et que sa variance pouvait expliquer une grande partie de la variation du PIB était considéré comme une preuve que les chocs technologiques étaient un moteur important des fluctuations. Cette interprétation a conduit à généraliser l'utilisation de modèles du cycle économique réel dans l'analyse des fluctuations économiques.

Le FMI (2009) présente des preuves que pendant la crise asiatique les pays ayant des politiques anticycliques plus fortes ont connu des fluctuations moins persistantes. Nous suivons ce dernier volet de la littérature en étudiant les mouvements cycliques de la production qui ont résulté des consolidations budgétaires généralisées de 2009-2011 pour comprendre dans quelle mesure ils peuvent expliquer la persistance observée du PIB.

La deuxième explication de la persistance est que des facteurs spécifiques à chaque pays

ont généré une variation de la profondeur et de la durée de la crise qui s'est traduite par une baisse de la production potentielle via des effets d'hystérésis. Blanchard et Ripsman (2013) ont constaté que le coefficient était négatif, élevé et significatif, signe que les multiplicateurs de la politique budgétaire avaient été sous-estimés par le modèle du FMI. De Long et al. (2012) calibrent leur équation pour l'économie américaine. Ils estiment que la croissance réelle du PIB est d'environ 2,5% en utilisant les prévisions de croissance à long terme.

Face à la persistance des chocs sur le PIB, espérer une reprise économique grâce à l'appui exclusif des mesures de politique monétaire semble surréaliste, particulièrement dans le cas d'une union économique à l'image de l'Eurosystème. La BCE, par le déploiement des mesures non-conventionnelles de sa politique monétaire, n'a pas observé les mêmes résultats que la Fed pour une raison évidente : l'absence d'un soutien budgétaire direct et explicite de ses mesures.

#### **Arguments en faveur d'un soutien budgétaire d'une banque centrale**

Belke et Polleit (2010) estiment qu'une banque centrale sans soutien budgétaire peut perdre le contrôle de l'inflation. Cependant, ce danger n'est apparu que récemment pour la BCE en raison de ses activités quasi budgétaires croissantes. Ces problèmes structurels ont conduit certains économistes à abandonner toute ambition de trouver des règles budgétaires cohérentes et suffisamment adaptées, capables de s'adapter à différents objectifs et éventualités. Eichengreen (2015) vont jusqu'à proposer une renationalisation de la politique budgétaire, car ils affirment que les retombées budgétaires entre les pays sont faibles, une opinion que d'autres contestent. Ce changement donnerait plus de responsabilité aux pays membres face aux marchés, car il serait accompagné d'une règle crédible de non-renflouement et d'une possibilité accrue de restructuration de la dette publique.

De ce fait, ils ne sont pas favorables à un soutien budgétaire à la BCE, mais plutôt à un soutien des fonds propres de la banque centrale par la politique budgétaire même quand les pertes comptables de la banque centrale ne sont pas liées à l'état des finances publiques. Si, toutefois, les pertes de portefeuille de la banque centrale sont le résultat direct de la détérioration des finances publiques, la préservation des fonds propres de la banque centrale peut conduire à une politique d'inflation élevée, éventuellement supérieure au taux

d'inflation ciblé par la BCE.

Le cadre institutionnel au Royaume-Uni garantit que le Trésor public couvre le risque lié aux prêts. Ce cadre est censé fournir une assurance encore plus grande quant à la situation financière de la Banque d'Angleterre. L'absence d'une telle possibilité dans un cadre supranational pour les pays membres de l'UME constitue une contrainte réelle et effective face à la sortie de la crise de la dette souveraine et aux crises financières de manière générale, vue de la pénurie d'outils et de dispositifs permettant de stimuler la demande par le pouvoir d'achat de manière plus directe. H. Buiter (2009b), par exemple, a qualifié à plusieurs reprises cette pénurie de vide budgétaire puisqu'il n'existe pas d'autorité, de mécanisme ou d'arrangement budgétaire unique ayant le potentiel de recapitaliser la BCE et l'Eurosystème dans son ensemble dans les cas où celui-ci subirait des pertes en capital qui remettent en cause sa capacité à mener ses politiques monétaires dans le strict respect de ses mandats pour assurer la stabilité des prix et la stabilité financière.

H. Buiter et Rahbari (2012) proposent trois alternatives : (1) une autorité fiscale et d'emprunt supranationale à l'échelle de la zone euro, qui est principalement responsable du soutien budgétaire de la BCE et de l'Eurosystème comme solution la moins probable mais la plus appropriée ; (2) une zone euro financé par les 20 gouvernements des pays membres, dans lequel l'Eurosystème pourrait puiser s'il subissait des pertes à la suite d'opérations de politique monétaire, de liquidité et d'assouplissement du crédit à l'échelle de la zone euro, ou (3) un accord sur des règles de partage de la charge budgétaire pour les 20 gouvernements nationaux de la zone euro afin de rétablir l'adéquation des fonds propres de l'Eurosystème.

Le manque de soutien budgétaire de la BCE est en tout cas inhabituel parmi les grandes banques centrales. De ce point de vue, on pourrait avoir le sentiment de parvenir à la conclusion qu'il semble exister actuellement un vide derrière la BCE et l'Eurosystème en ce qui concerne les pertes subies par ce dernier à la suite d'opérations monétaires, d'interventions de liquidité et de politiques d'assouplissement des conditions de crédit.

Le choix de ne pas s'appuyer sur une dette publique qui pourrait être reconduite dans le temps afin de ne pas permettre le financement par la dette des investissements et des projets pour les générations futures entraînera un fardeau disproportionné pour la génération actuelle par le biais d'une hausse des impôts ou d'une baisse des dépenses, créant des in-

citations à la sous-allocation des investissements publics (Truger, 2020).

Il est souvent question de la transmission systémique du risque de faillite, comme cela a été le cas pour l'UME durant la crise de la dette souveraine. Ce constat s'étend jusqu'aux banques centrales dont la solvabilité n'a, presque, jamais fait l'objet de discussions rigoureuses dans la littérature. L'éventualité d'une faillite d'une banque centrale n'appartient pas à la recherche courante en économie monétaire. Par son statut d'autorité monétaire, elle a la capacité d'injecter une masse monétaire plus importante dans l'économie afin de faire face au besoin de rembourser ses dettes en monnaie propre.

Des problèmes surgissent si une banque centrale doit régler ses engagements en devises qu'elle ne peut pas créer elle-même. Dans ce cas, elle sera contrainte de solliciter ses réserves de change ou de convertir sa propre monnaie nationale en monnaies étrangères. Dans tous les cas, la banque centrale déclenche des risques d'inflation en imprimant des billets supplémentaires destinés à éviter sa « faillite ». Le problème inhérent à cette solution est que les citoyens doivent payer pour les risques initialement encourus à travers une perte du pouvoir d'achat sous l'effet de l'augmentation des prix due à l'inflation.

Des auteurs comme H. Buitier (2009a) présument qu'en cas de crise d'une banque centrale, le gouvernement concerné augmentera les fonds propres de cette dernière. Concrètement, le gouvernement procède à une recapitalisation de la banque centrale avec des obligations d'Etat nouvellement imprimées de manière abondante. Toutefois, les banques centrales de l'OCDE ne font pas face à des contraintes dans ce sens, mais plutôt la manière de retrouver des niveaux positifs de leurs taux d'intérêt directeurs. Cette alternative est encore moins évidente dans le cas de la BCE car les manœuvres nécessaires à ses mesures de politique monétaire interviennent grâce à un ensemble d'écritures comptables permettant de financer les économies de l'UME à travers les banques centrales nationales qui, elles, peuvent être capitalisées par les gouvernements des pays membres.

Il est important de noter dans ce contexte que le SEBC a déjà saisi une option – qui n'a rien à voir avec un soutien budgétaire systématique – dans le cadre de ses opérations de refinancement à long terme. Elle a prolongé la durée maximale de son crédit à taux fixe de six mois à deux ans afin d'éviter des pertes matérialisées dues aux importantes dépréciations éventuelles des actifs sous-jacents.

### **Arguments à l'encontre d'un soutien budgétaire explicite de la BCE**

Afin d'apporter un soutien budgétaire explicite à la BCE, il semble inévitable de passer par l'une des deux voies suivantes : (1) taxer directement les contribuables en augmentant la masse monétaire et l'inflation afin d'augmenter les revenus du seignuriage et de la taxe d'inflation, ou (2) contracter une dette publique supplémentaire afin de recapitaliser la banque centrale.

Il paraît évident que, dans un cas comme dans l'autre, ces options ne sont les solutions durables dont l'UME a besoin car, encore une fois, il ne s'agit que de répondre aux répercussions de la crise et non-pas à ses causes fondamentales. Ces mesures permettraient peut-être d'apporter un soutien immédiat à la banque centrale, mais ne constituent pas une solution pour une reprise économique suffisamment significative et durable. L'une de ces deux options semble, néanmoins, plus adaptée que l'autre pour le cas de l'Eurosystème. En effet, la taxation directe des ménages par l'augmentation de la masse monétaire et de l'inflation pèse directement sur les pouvoirs d'achat et donc sur les niveaux de consommation, et par conséquent la croissance économique par la suite. L'exploitation de la dette publique n'est pas une meilleure solution, mais une solution dont les répercussions peuvent être lissées sur le long terme sans avoir une incidence significative sur les pouvoirs d'achat. Dans ce cas, recapitaliser une banque centrale nationale à travers des obligations du Trésor public augmenterait effectivement le niveau de la dette publique. Mais cette manœuvre agit positivement sur la croissance économique (Ellison et Tischbirek, 2014; Micossi, 2015).

Si l'on se réfère à la situation de la Fed, il faut savoir que cette dernière est toujours capable de dissimuler magistralement le véritable état de son bilan. En tant qu'institution, elle n'est pas soumise à l'obligation d'effectuer les dépréciations nécessaires des titres adossés à des créances hypothécaires détenus. Ce type de comportement ne peut pas perdurer à long terme. La Fed fera tôt ou tard face à l'obligation de passer en revue les postes de son bilan et devra absorber le montant négatif qui en résultera en actionnant la planche à billets ou en passant par une augmentation exponentielle de la dette publique américaine. Cela pourrait être exactement le moment où la Fed perd le contrôle du taux d'inflation. En comparaison, nous pouvons dire que la BCE ne souffre pas encore de sa substance financière. Le revenu de l'Eurosystème provenant des opérations de politique monétaire

était d'environ 28,7 milliards d'euros en 2008. Cela génère des revenus de seignuriage massifs pour la BCE et l'Eurosystème (H. Buiter, 2009b).

Certains estiment que des problèmes fondamentaux surgissent lorsque la banque centrale s'engage, volontairement ou sous la pression politique, dans des transactions financières risquées pour le compte du Trésor public, mais sans une garantie complète de ce dernier pour les pertes qu'il peut encourir du fait de ces transactions. Des actions quasi-budgétaires risquées comme cela a été le cas pour Fed mais moins dans le cas du SEBC qui est beaucoup plus indépendant (H. Buiter, 2009a).

Goodfriend (1999), par exemple, a noté que le Congrès américain a le pouvoir de réduire l'excédent de la Fed mais que l'usage excessif de cette mesure pourrait priver la Fed de ses actifs liquides. Ceci interférerait évidemment avec sa capacité à mener une politique monétaire et de crédit. Cette situation compromettrait aussi l'indépendance financière de la Fed en la privant de revenus d'intérêts suffisants pour financer ses opérations sans avoir à demander au Congrès des crédits ou à recourir à la création monétaire inflationniste.

Si la structure du bilan est rétablie, le gouvernement peut, en principe, transférer des titres nouvellement créés à la banque centrale. Si nous considérons un transfert pour le montant de 100 €, ce dernier, à son tour, augmentera les actifs de la banque de 100 € et, par conséquent, ramènera les fonds propres à leur niveau antérieur.

A l'observation de l'évolution des composantes du bilan de la BCE, nous pouvons constater que durant la période allant de mi-2007 à début décembre 2010, la taille du bilan de la BCE est passée de 1208 milliards d'euros à 1924 milliards d'euros. Si les pertes de la banque centrale sont dues à une détérioration des finances publiques – entraînant une baisse des prix des obligations en général –, le renforcement des fonds propres de la banque centrale via l'émission de nouvelles dettes publiques pourrait ne plus être possible.

En effet, la hausse concomitante de la dette publique pourrait éroder davantage la confiance des investisseurs, se traduisant par une nouvelle baisse des prix des obligations d'État – et éventuellement des banques et des entreprises.

De nombreux pays se sont retrouvés dans des circonstances extrêmes, et leur expérience suggère que la situation actuelle de la BCE n'est pas du tout représentative des problèmes auxquels sont confrontées un certain nombre de banques centrales de marchés en développement ou émergents et des marchés les plus développés, en l'occurrence la Fed et la

Banque d'Angleterre.

Nous avons déjà mentionné que dans d'autres régions du monde, les problèmes financiers des banques centrales se sont révélés assez importants pendant des décennies, en particulier les situations dans lesquelles les structures financières des banques centrales ont été affaiblies par des opérations quasi budgétaires. Dans ces cas étonnamment répandus, les banques centrales se sont révélées incapables de remplir leurs fonctions les plus élémentaires en raison de difficultés financières. Cela représente une forme assez claire et forte de la vision intégrée de la banque centrale et du gouvernement.

Si une politique monétaire d'une polyvalence peu égalée est déployée dans la zone euro, un soutien budgétaire de la BCE ne sera pas nécessaire, ou dans des termes plus appropriés, inutile dans le long terme et pour assurer la pérennité du projet de l'UME. En effet, nous insistons sur l'importance de prendre des mesures visant à répondre aux raisons fondamentales et non pas aux symptômes visibles des dysfonctionnements structurels de l'UME.

### **6.3 Démarches théoriques pour la mise en place des mesures budgétaires unifiées**

La mise en place d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS) est l'un des enjeux importants du débat académique sur une constitution viable pour UME. Le sujet ne fait, pourtant, pas l'objet de contributions officielles pour la réforme de l'UME. Dans ce contexte, Heinemann (2021) identifie les intérêts pour un MRDS des principaux acteurs, notamment la Commission européenne, le Parlement européen, la BCE et les gouvernements nationaux. Il établit une analyse empirique dont les résultats confirment les attentes de l'économie politique : les pays peu endettés soutiennent une constitution de l'UME qui inclut une procédure d'insolvabilité alors qu'une coalition de pays très endettés et d'institutions européennes s'y opposent. L'analyse pointe vers un possible équilibre politico-économique pour faire face aux insolvabilités souveraines : un montage institutionnel sans SDRM et avec des transferts budgétaires intra-européens. Les récentes innovations budgétaires européennes en réponse au choc de solvabilité du COVID-19 confirment cette prédiction.

Un SDRM met en place des institutions et des comités pour les négociations de restructuration ; couvre un éventail plus large d'instruments de dette souveraine au-delà des obligations ; comme dans les procédures d'insolvabilité privées. Il définit les exigences d'information du débiteur et la protection du créancier avec un traitement égal des divers créanciers ; il fournit des liquidités temporaires au créancier pendant la période durant laquelle la procédure de restructuration est en cours ; et il met en place des incitations pour des politiques macroprudentielles dans la phase de transition.

Avec la pandémie et ses retombées budgétaires et économiques massives, les risques d'insolvabilité future dans la zone euro ont encore augmenté puisque des pays très endettés comme la Grèce, l'Italie, l'Espagne et la France ont subi des dommages économiques graves et probablement durables de la pandémie<sup>11</sup> (Heinemann, 2021). Si elle veut développer une stratégie globale réaliste, l'Europe doit se préparer à de nouvelles insolvabilités souveraines au-delà de la Grèce. L'une des principales responsabilités exécutives de la Commission européenne est l'administration du budget de l'UE.

### **6.3.1 Un système pour les transferts budgétaires**

Il faut réformer les règles budgétaires de l'UE : plus de marge de manœuvre, une orientation vers l'investissement et une coordination démocratique. En février 2020, la Commission européenne a lancé son examen de la gouvernance économique, dans lequel les règles budgétaires de l'UE jouent évidemment un rôle de premier plan.

Les règles budgétaires de l'UE nécessitent encore une réforme urgente afin de renforcer le rôle de la politique budgétaire. L'abolition de la politique monétaire nationale dans la zone euro signifie que la politique budgétaire doit jouer un rôle beaucoup plus important dans la stabilisation des économies nationales. Ainsi, la BCE doit orienter sa politique de taux d'intérêt en fonction de la moyenne de l'UME et n'est pas en mesure de répondre aux circonstances économiques spécifiques de chaque pays.

---

11. Ferreiro et Serrano (2021) explique la politique économique développée dans la zone euro pour gérer les effets économiques induits par la crise sanitaire du COVID. La suspension des règles budgétaires a permis aux États de la zone euro de faire passer des mesures budgétaires discrétionnaires afin d'atténuer les effets de la crise sanitaire du COVID. La BCE, pour sa part, a su accompagner cette impulsion budgétaire par une politique volontariste d'achat de dette publique. Les conséquences de la crise rendent difficile le retour aux règles budgétaires et, de plus, le contexte économique actuel est très différent du moment où ces règles ont été choisies. Le changement de règles risque d'être l'un des corollaires économiques de cette crise sanitaire et économique.



En période de crise, la politique budgétaire doit soutenir la politique monétaire dont les possibilités de stabilisation se limitent au plus bas de zéro. Elles permettront ensemble une forte croissance de la productivité à long terme grâce à des investissements publics élevés et cohérents dans les infrastructures traditionnelles et écologiques ainsi que dans l'éducation et la recherche (Truger, 2020).

Dans le cas du solde budgétaire de la périphérie de l'UME, il a fallu attendre 2012 pour que les investissements publics nets se stabilisent, mais à un niveau négatif d'environ -0,5% du PIB. Comme l'avaient anticipé les prévisions de printemps de la Commission européenne, le niveau moyen du PIB des pays périphériques est repassé en dessous de son niveau d'avant la crise de 2007 jusqu'en 2021, où la crise sanitaire liée aux COVID-19 a accéléré encore plus la phase de recul après s'être lentement remis de la crise d'austérité à ce niveau en 2019.

Les plans de relance déployés partout à travers la zone euro ont atténué considérablement les problèmes à court terme, mais n'élimineront pas la nécessité de réformer les règles budgétaires pour empêcher de nouvelles mesures d'austérité à moyen terme.

Afin de parvenir à cette finalité, le premier élément clé serait d'augmenter significativement la flexibilité cyclique du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) (Truger, 2020). Ce dernier devrait être renouvelé et actualisé au même titre que la structure institutionnelle de l'UME afin de s'adapter au contexte conjoncturel actuel de l'UME.

### **6.3.2 Les évolutions des soldes dans TARGET2 comme indicateur des déséquilibres budgétaires**

L'évolution des soldes dans TARGET2 peut être interprétée comme reflétant l'évolution des marchés financiers de l'Eurosystème. Les achats d'obligations d'Etat allemandes représentent environ un quart des achats, et environ la moitié de tous les achats de l'Eurosystème sont effectués auprès d'établissements de crédit établis en dehors de la zone euro. Il s'agit principalement de banques situées dans la *City* de Londres, dont la plupart participent à TARGET2 via la Bundesbank.

L'évolution des soldes dans TARGET2 dépend des flux de liquidité transfrontaliers dans l'Eurosystème, dont l'effet net est fortement influencé par les conditions de financement

sur les marchés monétaire et des capitaux ainsi que par la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème. Conformément au règlement (UE) 2020/672 du Conseil du 19 mai 2020 sur l'instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE), le programme vise à fournir un financement conjointement sécurisé pour des mesures nationales visant à atteindre un taux d'emploi élevé dans tous les pays membres. Pour atteindre cet objectif, la Commission européenne emprunte jusqu'à 100 milliards d'euros sur le marché des capitaux et verse les fonds obtenus aux États membres sous forme de prêts.

L'évolution des soldes dans TARGET2 dépend des flux de paiement transfrontaliers en monnaie de banque centrale au sein de la structure décentralisée de l'Eurosystème. Ils reflètent l'évolution des marchés financiers et de la mise en œuvre de la politique monétaire. Le parcours qu'ils ont suivi au cours des 20 dernières années peut être divisé en différentes phases. Alors que les soldes ont parfois été un indicateur de tensions dans le système financier européen, leur tendance à la hausse la plus récente a été principalement tirée par les programmes d'achat d'actifs de l'Eurosystème. À lui seul, ce moteur aurait tendance à entraîner une nouvelle croissance des soldes en 2022. Cependant, les mesures de politique budgétaire de l'UE liées à la pandémie, qui sont financées conjointement par l'émission d'obligations, devraient avoir l'effet inverse. L'impact de ces mesures sur les soldes de TARGET2 dépend largement de l'origine des investisseurs obligataires et des montants décaissés aux États membres. Pris isolément, le solde dans TARGET2 de l'Allemagne pourrait chuter en raison de l'effet compensateur des mesures budgétaires conjointes et des programmes d'achat liés à la pandémie qui arrivent à expiration. Cependant, l'évolution des soldes dans TARGET2 dépend d'un certain nombre de facteurs supplémentaires, ce qui signifie que l'incertitude est élevée à cet égard.

En résumé, l'évolution des soldes dans TARGET2 dépend des flux de liquidité transfrontaliers dans l'Eurosystème, dont l'effet net est fortement influencé par les conditions de financement sur les marchés monétaire et des capitaux ainsi que par la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème. Tant que l'Eurosystème poursuivra ses achats nets d'actifs, il devrait y avoir – toutes choses égales par ailleurs et sans les mesures budgétaires de l'UE liées à la pandémie – une nouvelle croissance des soldes dans TARGET2 et, en particulier, une augmentation des créances dans TARGET2 de la Bundesbank.

Alors que les soldes dans TARGET2 ont parfois été un indicateur de stress étroitement surveillé et vivement débattu pendant la crise financière, les programmes d'achat d'actifs, en particulier, ont entraîné des modifications de ces soldes pendant plusieurs années. Les mesures budgétaires de l'UE liées à la pandémie ont un impact sur les soldes dans TARGET2, qu'il convient de garder à l'esprit lors de leur interprétation.

Cela pourrait même entraîner un renversement de tendance, à tout le moins, la hausse actuelle des créances totales dans TARGET2 ainsi que des créances allemandes dans TARGET2 pourrait être freinée. Cependant, l'effet des programmes d'achat d'actifs est encore relativement mineur. L'évolution des dits soldes à l'avenir est caractérisée par de fortes incertitudes en raison des hypothèses qui doivent être établies, de la dépendance aux décisions de politique monétaire et de la période d'observation, qui a été très courte jusqu'à présent (Drott et al., 2022).

## Conclusion

La crise financière internationale a réduit de façon permanente la trajectoire du PIB dans toutes les économies développées. Afin de faire progresser l'intégration financière – qui a été l'un des principaux objectifs de la Communauté européenne – un soutien budgétaire à la BCE est largement revendiqué dans la littérature, mais semble insuffisant pour la reconstruction permettant d'apporter des réformes répondant aux dysfonctionnements fondamentaux de l'UME.

Les effets d'une intégration financière croissante sur la consommation et la production à court terme suite à la politique budgétaire sont atténués par une baisse du biais du produit national. Certains de ces effets peuvent même disparaître si le biais domestique est entièrement éliminé.

La crise de la dette dans l'UE a révélé des tensions entre les raisonnements juridiques et économiques. Plus important encore, l'interprétation des dispositions légales stipulant l'interdiction de renflouer les États souverains ainsi que l'interdiction du financement monétaire ont donné lieu à des approches différentes dans le raisonnement juridique et économique lorsqu'elles ont été adoptées dans l'isolement disciplinaire. Un autre domaine d'analyse, encore inexploré, concerne les approches juridiques et économiques de l'inter-

prétation des règles budgétaires. L'interaction de l'analyse juridique et économique devient particulièrement intéressante en ce qui concerne l'effet des réformes structurelles. Ces réformes sont généralement souhaitables au sein d'une union économique car elles offrent également des retombées positives pour d'autres pays, mais qui peuvent s'accompagner d'une charge budgétaire à court terme.

Pour toutes les raisons évoquées, une réforme des règles budgétaires de l'UE est nécessaire de toute urgence. L'UE devrait saisir l'opportunité de la révision de la gouvernance économique en cours pour une réforme incluant au moins des valeurs cibles plus réalistes, plus de marge de stabilisation cyclique et plus d'orientation vers l'investissement (Truger, 2020).

Certains arguments sont en faveur d'un certain plafonnement du ratio d'endettement, mais – le cas échéant – des preuves empiriques laissent entrevoir des seuils critiques au-delà desquels la dette publique supérieure à 90% pourrait nuire à la croissance économique (Pescatori et al., 2014).

Dans le domaine des politiques budgétaires, les règles budgétaires strictes du PSC ont été temporairement suspendues par la commission européenne en utilisant la clause échappatoire et une expansion budgétaire discrétionnaire de plus de 3,5% du PIB de l'UE a été mise en œuvre aux niveaux national et européen, associée à des garanties de liquidité de plus de 25% du PIB de l'UE.

Ceci démontre encore une fois l'importance des réformes permettant d'apporter des solutions fondamentales aux problèmes de coordination de l'Eurosystème.

# Conclusion

## Réformes structurelles autour du système des paiements intra-européen

Loin d'encourager la convergence économique, le processus d'intégration monétaire a accru les déséquilibres productifs, commerciaux et financiers entre les pays membres de l'Eurosystème. La division du travail au sein de l'UME s'est davantage polarisée entre les économies centrales, spécialisées dans les biens à haute valeur ajoutée, et les économies périphériques, spécialisées dans les biens à valeur ajoutée moyenne ou faible. Par ailleurs, l'adoption d'une monnaie unique a conduit à la détérioration des soldes des comptes extérieurs. En ce sens, les déficits commerciaux progressifs des pays périphériques ont été financés par les excédents financiers massifs des pays du centre de la zone euro. Ces déséquilibres sont l'élément clé de la crise des dettes publiques que connaissent aujourd'hui les pays périphériques. L'approche orthodoxe à travers les politiques d'austérité appliquées a placé la responsabilité sur ces pays. Cependant, ces politiques n'ont fait qu'aggraver le problème.

La crise de la zone euro qui a éclaté à la fin de l'année 2009 est le résultat d'un certain nombre de facteurs générés par le péché originel de l'union monétaire. L'UME est une appellation impropre, puisqu'il n'existe à ce jour aucune union monétaire dans la zone euro, qui manque notamment d'un mécanisme de paiement final pour le SEBC. C'est l'absence d'irrévocabilité des paiements entre deux pays membres de l'UME qui est à l'origine des déséquilibres croissants au sein de l'UME, depuis l'éclatement de la crise systémique qui a dévasté la zone euro.

Cette crise a provoqué d'importantes perturbations dans le fonctionnement des systèmes bancaires européens et des marchés financiers. Ces perturbations s'illustrent à travers un aspect secondaire de la deuxième phase de la politique monétaire d'assouplissement quan-

titatif de la BCE qui fait référence à la légitimité formelle pour la BCE d'utiliser des pouvoirs d'urgence pour lutter contre la dette publique et les crises bancaires, en tenant compte du cadre constitutionnel européen. Selon Mario Draghi, il est vrai que les soldes TARGET2 ont augmenté, mais ces augmentations sont constatées depuis le début du programme d'achat d'actifs, et il y a des raisons techniques à cela, à savoir près de 80% des obligations qui sont acquises par les banques centrales nationales dans le cadre de ce programme sont vendues par des non-résidents vis-à-vis de la banque centrale nationale acheteuse, et environ la moitié d'entre elles ont accédé au système TARGET2 via la Bundesbank (Potrafke et Reischmann, 2014).

Avant toute tentative de résolution de cette situation, il est primordial d'abord de tenter de corriger les déséquilibres productifs, en gardant à l'esprit que le poids de l'ajustement doit être partagé à la fois par les pays débiteurs et les pays créanciers. Face à cette situation, une réforme structurelle de l'UME est désormais nécessaire.

La réforme monétaire et structurelle du système de paiement de la zone euro intervient dans deux perspectives : d'une part, (1) elle vise à transformer les promesses de paiement en paiements définitifs pour les pays concernés par les opérations supranationales de leurs résidents dans la zone euro. D'autre part, (2) elle vise à contrebalancer la « consolidation budgétaire » qui affecte négativement à la fois la situation économique et la vie de la majorité de la population des pays en crise au sein de l'UME. Le premier objectif est un facteur de stabilité financière, dans la mesure où il limite la possibilité pour les banques d'alimenter une bulle systémique par le biais de leurs facilités de crédit dans un système monétaire endogène. Dans l'état actuel des choses, en effet, le système de paiement à l'échelle de la zone euro manque de finalité de paiement pour tous les pays qui participent au système TARGET2 via leur banque centrale nationale. Le deuxième objectif, en revanche, incite les pays commercialement excédentaires, comme l'Allemagne, à contribuer de manière cohérente à la résorption des déséquilibres intra-européens, en augmentant leurs importations en provenance des pays commercialement déficitaires. Cela n'équilibrera pas seulement les politiques d'austérité actuellement mises en œuvre dans ces pays, mais contribuera aussi à la création d'emplois, et donc à l'augmentation des recettes fiscales (Rossi, 2016, 2017).

Par sa mise en circulation, l'euro a remplacé toutes les dénominations des monnaies natio-

nales dans l'UME une fois que leurs futurs pays membres ont intégré la zone euro, tandis que TARGET2 fournit l'infrastructure de paiement au sein de laquelle tous les ordres de paiement libellés en euros sont exécutés au-delà des frontières des différents pays membre préexistants (Rossi, 2012). Ce remplacement n'est toutefois pas optimal dans la mesure où l'euro s'est totalement substitué aux monnaies nationales sans pour autant en être la représentation parfaite. L'incomplétude de l'euro en tant que monnaie se traduit par l'absence de deux aspects précédemment exposés : (1) la supériorité de la dette publique n'est pas garantie par la BCE. Elle est une banque centrale qui a été mise en place en vertu du traité de Maastricht. En théorie, elle n'a pas le droit d'acheter des titres de dette publique en période de crise. Cette dernière n'est, donc, pas protégée contre les fluctuations du marché tel une monnaie nationale ; (2) l'euro n'est, donc, pas une reconnaissance de dette supra-nationale. Il est une monnaie commune éditée par la BCE, non sous les commandes d'une seule et unique souveraineté, mais par une institution établie par traité. Ce qui induit qu'il n'est pas possible d'avoir des transferts budgétaires entre les pays membre de la zone euro. D'où le risque de défaut des états. Le cas qui nous vient tout de suite à l'esprit est celui de la Grèce. A ce moment précis, l'une des trois règles énoncées par le traité constitutionnel de la zone euro a perdu toute crédibilité, celle du non-défaut les états membres.

Toutefois, le non-transfert budgétaire entre les pays membres a bien empêché le dérapage de dette publique et sa très large propagation au reste des pays membre. Malgré ça, la crise s'est quand même propagée, particulièrement aux pays du sud de la zone euro (principalement l'Italie et l'Espagne). Les titres de dette publique détenus par les banques commerciales et institutions financières non-bancaires des autres pays membres ont été le canal de transmission de la crise.

A partir du moment où la BCE pratiquait une politique d'assouplissement des conditions de crédit vis-à-vis des banques commerciales avec des taux planchés proches de zéro, ceci pousse l'inflation encore plus vers le bas, et l'économie de la zone euro vers une situation de stagnation autoentretenu puisque les titres de dette courts sont devenus parfaitement substituables avec la monnaie commune. Ainsi, la seule option dont dispose la BCE est d'agir sur les titres longs à travers les opérations de financement à long terme (Aglietta, 2015). Une tendance collective à liquider ces titres a accentué l'effet de contagion causant une sorte de repli des banques sur leurs territoires nationaux. Ceci a causé une paralysie

conséquence du marché interbancaire avec tout ce qu'une telle situation peut engendrer. Les dettes privées des agents non-financiers n'ont pas diminué en proportion avec le PIB de la zone euro. Et en présence d'une politique budgétaire restrictive, il n'est pas possible de soutenir la croissance.

Les destins des systèmes souverains et bancaires dans de nombreux pays membres de la zone euro, et dans la zone euro dans son ensemble, sont ainsi étroitement liés, comme l'ont montré d'abord la crise financière et peu après la crise de la dette souveraine de la zone euro. Malgré – ou à cause de – l'abondance des problèmes au sein de la zone euro, il est important d'être prudent dans la présentation et l'interprétation des faits de manière objective. À cet égard, il est important de souligner que les déséquilibres des soldes TARGET2 : (1) ne peuvent pas être automatiquement liés aux déficits des comptes courants de ces pays ; (2) ne réduisent pas automatiquement le crédit de la banque centrale aux banques commerciales des autres pays membres - et toute réduction du crédit de la banque centrale ne doit pas être interprétée négativement, comme impliquant une réduction du financement des banques et de leurs clients - ; et (3) ne doit pas être interprété comme une mesure de l'exposition au risque des banques centrales nationales des pays créanciers de TARGET2.

Pour rappel, les soldes TARGET2 sont des positions dans les bilans des banques centrales de la zone euro, qui reflètent les paiements transfrontaliers entre banques en euros. Le déséquilibre des paiements transfrontaliers entre les systèmes bancaires nationaux de la zone euro a donné lieu à d'importants soldes cibles, l'Eurosystème répondant aux besoins de liquidités des banques qui en ont résulté, avec une demande accrue des systèmes bancaires des pays en crise (Cour-Thimann, 2013).

Une décomposition des soldes TARGET2 à travers l'analyse des comptes financiers de la balance des paiements montre en effet que la détérioration des soldes de l'Italie et de l'Espagne est principalement due à un déplacement du patrimoine financier du secteur privé des titres publics vers les actifs extérieurs (obligations, actions et fonds communs de placement). Dans le cas de l'Allemagne, la croissance anormale des soldes TARGET2 est principalement attribuée à l'influence persistante des excédents courants et augmentant en raison des effets indirects des politiques d'assouplissement quantitatif sur le taux de change entre l'euro et l'euro. Les autres grandes devises internationales.



Cela ne signifie pas que l'augmentation de la dette nette du système TARGET2 de certains pays ne peut, sous certaines conditions, être révélatrice de problèmes graves. Ces déséquilibres peuvent être – et sont probablement actuellement – un symptôme de la difficulté des systèmes bancaires d'un certain nombre de pays périphériques de la zone euro à se financer sur les marchés sans soutien public. Ils doivent donc être principalement compris comme un appel à l'action pour que les décideurs politiques remettent sur des bases saines les systèmes bancaires de la périphérie et du centre de la zone euro - un objectif qui continue de leur échapper même après plus de dix ans depuis le début de la crise de l'euro (H. Buitert et Rahbari, 2012). Ces déséquilibres mettent aussi en évidence un important manque de transparence qui existe en ce qui concerne les termes et conditions des décisions d'investissement de portefeuille et de prêt de la BCE, y compris la composition de ses avoirs purs et simples en titres et des garanties qu'elle détient, les prix auxquels elle achète et vend les titres détenus en pleine propriété, l'évaluation des sûretés et les modèles utilisés pour fixer le prix des titres illiquides.

Les grandes divergences des soldes TARGET2 sont apparus en raison de trois éléments clés de la crise de la zone euro : premièrement, un effondrement virtuel du marché inter-bancaire impliquant que la liquidité n'est pas redistribuée de manière égale sur le marché ; deuxièmement, les mesures accommodantes de liquidité de la BCE, incluant notamment l'allocation intégrale de la demande de liquidité par les banques ; et troisièmement, les importants déséquilibres macroéconomiques et financiers persistants entre les pays de la zone euro.

La littérature financière récente semble avoir atteint un consensus sur l'influence des politiques monétaires non-conventionnelles de la BCE pour expliquer les multiples tendances divergentes des soldes TARGET2 dans la zone euro à partir de 2010 et la ségrégation des risques qui en résulte dans chaque économie nationale. Selon Cimadomo et al. (2020), des effets « mécaniques » dans la comptabilisation des titres publics expliquent l'explosion des soldes TARGET2. La divergence ne pourrait donc pas être attribuée à une « fuite des capitaux » des économies périphériques vers le centre de la zone euro. Une telle explication ne semble pas bien corroborer avec les cas analysés de l'Italie, de l'Espagne et de l'Allemagne. Ces soldes TARGET2 évoluent dans des proportions équivalentes mais souvent opposées. Ces évolutions permettent de faire la distinction entre les pays ayant une

position débitrice, et ceux ayant une position créditrice, vis-à-vis du reste de la zone euro. Tel que nous avons pu l'observer, les évolutions des soldes TARGET2 prennent ces proportions à partir du début de la crise de la dette souveraine. Celle-ci est précédée par une phase de stabilité durant laquelle les soldes TARGET2 d'un groupe de pays membres de l'UME évoluaient autour d'une valeur nulle. Ceci signifie qu'il n'y avait de pays largement débiteur, ni de pays largement créditeurs vis-à-vis du reste de la zone euro. C'est principalement l'aspect unificateur de l'Eurosystème qui a dissimulé l'hétérogénéité existantes entre les pays membres. Cette hétérogénéité existant bien avant la mise en circulation de la monnaie unique comme nous pouvons le constater à l'observation de l'évolution du taux de convergence au critère de Maastricht, qui manifeste une stabilité similaire durant la période s'étalant de la mise en circulation de la monnaie unique en 2002 au pic de la crise financière en 2009. Nous constatons que les niveaux d'endettement intra-européens ont très rapidement progressé, retrouvant leurs niveaux datant de la signature du traité fondateur pour l'UME européenne. Nous pouvons citer à titre d'exemple la Grèce, l'Irlande et le Portugal.

Alors que les suggestions de Sinn (2011) visant à limiter les soldes TARGET2 impliqueraient la fin effective de l'euro en tant que monnaie unique, les propositions de Whelan concernant le règlement annuel des soldes TARGET2 à l'aide d'actifs acquis lors d'opérations de politique monétaire, de biens immobiliers appartenant à l'État ou de droits de premier rang sur les recettes fiscales futures<sup>12</sup> (Sinn et Wollmershäuser, 2012a) représenteraient un changement significatif par rapport aux accords actuels de partage des risques en ce qui concerne les opérations de politique monétaire et compromettraient le fonctionnement d'une politique monétaire commune (Bindseil et König, 2011 ; Cecioni et Ferrero, 2012 ; Lambert et König, 2013).

Les soldes TARGET2 ont parfois été un indicateur de stress étroitement surveillé et vivement débattu pendant la crise financière, tandis que les programmes d'achat d'actifs, en particulier, ont entraîné des modifications des soldes pendant plusieurs années. Les mesures budgétaires de l'UE liées à la pandémie ont un impact sur les soldes TARGET2,

---

12. Le cadre de garantie de l'Eurosystème repose sur une liste publique de titres remplissant les critères d'éligibilité pertinents, assortie d'un contrôle des risques compte tenu de l'irréversibilité de l'euro, les auteurs peuvent conclure sur ce point que, pour un fonctionnement régulier et équitable de l'UME, une liquidation annuelle des soldes TARGET2 des pays débiteurs vers les pays créditeurs n'est pas nécessaire.

qu'il convient de garder à l'esprit lors de leur interprétation. Cela pourrait même entraîner un renversement de tendance, à tout le moins, la hausse actuelle des créances TARGET2 totales ainsi que des créances TARGET2 allemandes pourrait être freinée. Sur la base des décaissements attendus dans les années 2022 à 2024, un impact plus fort est à prévoir. L'évolution des soldes à l'avenir est couverte d'incertitudes en raison des hypothèses qui doivent être émises, de la dépendance aux décisions de politique monétaire et de la période d'observation, qui a été très courte jusqu'à présent (Drott et al., 2022).

# **Annexes**

Années	Actifs							
	Prêts aux institutions de crédit de la zone euro		Créances intra-européennes		Total des actifs			
	Allemagne	Espagne	Allemagne	Espagne	Allemagne		Espagne	
					Total	% <sup>1</sup>	Total	% <sup>2</sup>
2001	123049	10546,69	13471	29603,01	239997	5,61%	96139,25	10,97%
2002	125479	8203,3	18507	3161,13	240083	7,71%	96431,84	8,51%
2003	16228	33188,15	17693	18656,02	267439	6,62%	106783,78	31,08%
2004	190432	23408,39	20737	32286,36	293272	7,07%	110524,69	21,18%
2005	203927	31930,55	42779	17425,78	343919	12,44%	124860,8	25,57%
2006	256348	21865,81	18273	29834,73	373535	4,89%	137810,78	15,87%
2007	267955	71373,51	83951	4786,88	483674	17,36%	175228,63	40,73%
2008	277425	92576,7	128555	4786,88	612563	20,99%	208987,73	44,30%
2009	22361	90087,62	189706	13121,19	588043	32,26%	217951,5	41,33%
2010	103076	61550,47	337850	20945,82	671259	50,33%	202621,16	30,38%
2011	55797	168196,45	475894	32177,68	837643	56,81%	355567,23	47,30%
2012	73093	361086,88	667895	40078,29	1025306	65,14%	549683,05	65,69%
2013	52054	195170,41	523369	53105,07	801033	65,34%	380971,59	51,23%
2014	65572	143888,8	473007	76686,08	770842	61,36%	359322	40,04%
2015	58095	135353,02	596929	90153,48	1011969	58,99%	444853,46	30,43%
2016	65474	146006,01	766912	104406,21	1393014	55,05%	577000,07	25,30%
2017	94320	170052,1	919183	118802,06	1727629	53,20%	691487,33	24,59%
2018	90432	167331,12	978702	137471,67	1841781	53,14%	744988,06	22,46%
2019	75861	130515,24	908356	147962,51	1779846	51,04%	716220,66	18,22%
2020	341434	261209,86	1148447	153254,38	2526558	45,46%	989554,21	26,40%
2021	421985	289689,41	1272586	166977,81	3011124	42,26%	1173904,65	24,68%
2022	237502	133904,13	1280085	179411,84	2903591	44,09%	1066147,56	12,56%

1 Créances intra-européennes en pourcentage du total des actifs

2 Prêts à des institutions de crédit intra-européennes en pourcentage du total des actifs

### Annexe 3.1 - Evolution des actifs des Banques centrales d'Allemagne et d'Espagne en millions d'euros

Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat

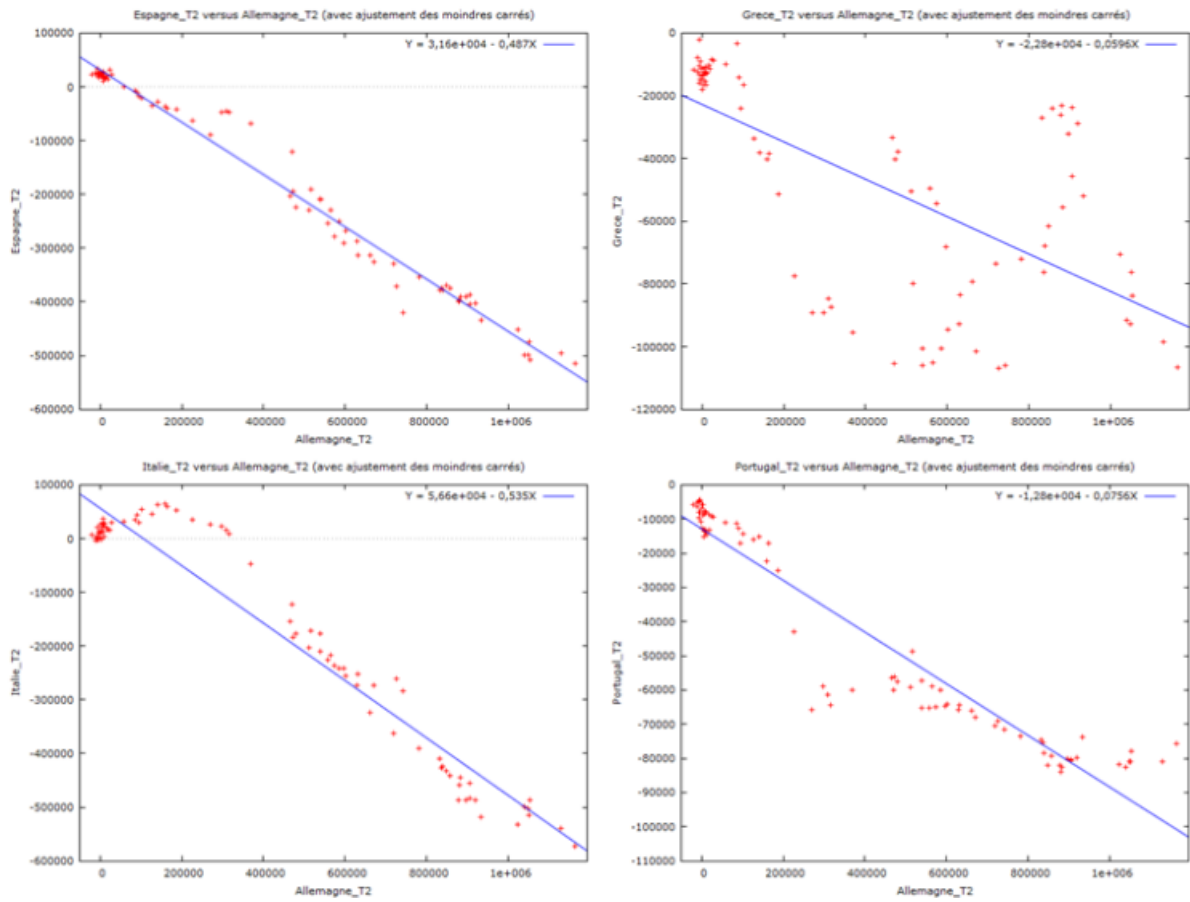
Années	Passifs							
	Dettes envers des institutions de crédit intra-européennes		Passifs Intra-européens		Total des passifs			
	Allemagne	Espagne	Allemagne	Espagne	Allemagne		Espagne	
					Total	% <sup>1</sup>	Total	% <sup>2</sup>
2001	57496	12273,21	30862	0,00	239997	23,96%	96139,25	0,00%
2002	44838	9291,35	29129	18654,90	240083	18,68%	96431,84	19,35%
2003	44598	14409,08	4459	19350,57	267439	16,68%	106783,78	18,12%
2004	41314	13090,9	63392	21503,24	293272	14,09%	110524,69	19,46%
2005	46314	16531,07	75134	23667,7	343919	13,47%	124860,8	18,96%
2006	47956	20558,76	84334	24113,87	373535	12,84%	137810,78	17,50%
2007	109513	52320,79	99498	21141,5	483674	22,64%	175228,63	12,07%
2008	166938	54314,92	121759	42046,77	612563	27,25%	208987,73	20,12%
2009	112163	35089,02	146806	41033,92	588043	19,07%	217951,5	18,83%
2010	146431	26964,03	157105	50864,34	671259	21,81%	202621,16	25,10%
2011	228873	50933,71	170489	174826,42	837643	27,32%	355567,23	49,17%
2012	299962	72004,69	200308	336831,24	1025306	29,26%	549683,05	61,28%
2013	141459	30783,49	224251	213382,24	801033	17,66%	380971,59	56,01%
2014	90196	17851,46	267914	189717,85	770842	11,70%	359322	52,80%
2015	208740	27838,52	297786	254102,53	1011969	20,63%	444853,46	57,12%
2016	411350	55226,36	327262	327733,24	1393014	29,53%	577000,07	56,80%
2017	609826	113768,4	359306	373075,14	1727629	35,30%	691487,33	53,95%
2018	572806	128410,7	401094	401125,52	1841781	31,10%	744988,06	53,84%
2019	560231	108162,1	435764	391747,3	1779846	31,48%	716220,66	54,70%
2020	1018758	253021	473098	499019,37	2526558	40,32%	989554,21	50,43%
2021	1138230	364518,93	50984	511662,06	3011124	37,80%	1173904,65	43,59%
2022	518852	247502,15	1200055	500881,32	2903591	17,87%	1066147,56	46,98%

<sup>1</sup> Dettes envers des institutions de crédits intra-européennes en pourcentage du total des passifs

<sup>2</sup> Passifs intra-européens en pourcentage du total des passifs

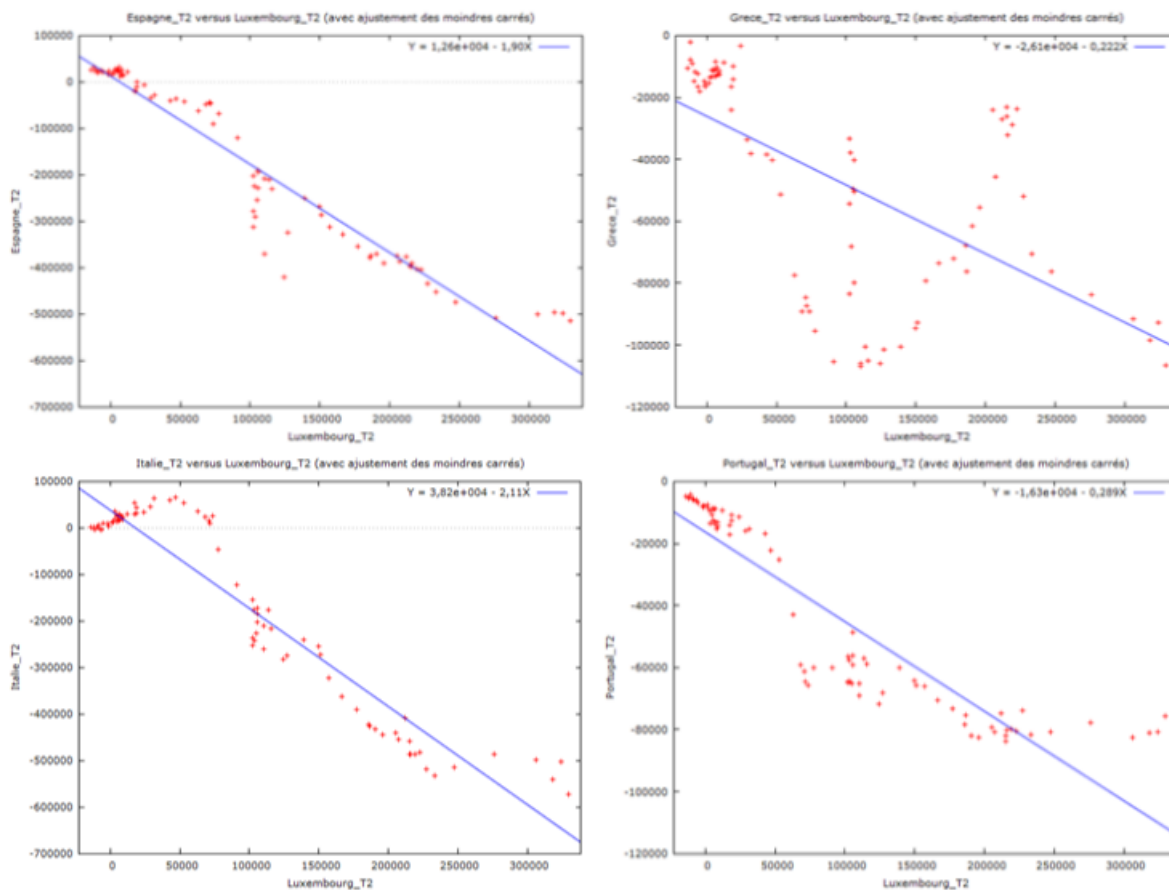
### Annexe 3.2 - Evolution des passifs des Banques centrales d'Allemagne et d'Espagne en millions d'euros

Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat



**Annexe 3.3** - Nuage de points des soldes TARGET : Allemagne – pays périphériques  
(données trimestrielles 2001 :1-2023 :1)

Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat



**Annexe 3.4** - Nuage de points des soldes TARGET : Luxembourg – pays périphériques (données trimestrielles 2001 :1-2023 :1)

Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat



Corrélation de Pearson

	Autriche	Chypre	Allemagne	Espagne	Finlande	France	Grèce	Irlande	Italie	Luxembourg	Pays-Bas	Portugal
Corrélation de Pearson	1	-,552**	-,840**	,807**	-,734**	,498**	,686**	-,188	,762**	-,799**	-,731**	,826**
Sig. (bilatérale)		,000	,000	,000	,000	,000	,000	,076	,000	,000	,000	,000
N	90	62	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Corrélation de Pearson	-,552**	1	,826**	-,774**	,688**	,336**	-,098	,928**	-,861**	,887**	,297**	-,538**
Sig. (bilatérale)	,000		,000	,000	,000	,008	,448	,000	,000	,000	,019	,000
N	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62
Corrélation de Pearson	-,840**	,826**	1	-,989**	,933**	-,232*	-,708**	,450**	-,973**	,980**	,764**	-,922**
Sig. (bilatérale)	,000	,000		,000	,000	,028	,000	,000	,000	,000	,000	,000
N	90	62	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Corrélation de Pearson	,807**	-,774**	-,989**	1	-,949**	,188	,672**	-,456**	,969**	-,962**	-,754**	,914**
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000		,000	,076	,000	,000	,000	,000	,000	,000
N	90	62	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Corrélation de Pearson	-,734**	,688**	,933**	-,949**	1	-,145	-,636**	,377**	-,919**	,895**	,807**	-,901**
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000		,172	,000	,000	,000	,000	,000	,000
N	90	62	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Corrélation de Pearson	,498**	,336**	-,232*	,188	-,145	1	,443**	,227**	,118	-,198	-,357**	,225*
Sig. (bilatérale)	,000	,008	,028	,076	,172		,000	,031	,268	,062	,001	,033
N	90	62	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90

\*\* : La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

\* : La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

**Annexe 3.5a - Matrice de corrélation des soldes TARGET d'une sélection de pays de l'UEM (données trimestrielles 2001 :1-2023 :1)**  
Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat

## Corrélation de Pearson

	Autriche	Chypre	Allemagne	Espagne	Finlande	France	Grèce	Irlande	Italie	Luxembourg	Pays-Bas	Portugal
Grèce												
Corrélation de Pearson	,686**	-,098	-,708**	,672**	-,636**	,443**	1	,025	,587**	-,674**	-,681**	,730**
Sig. (bilatérale)	,000	,448	,000	,000	,000	,000	90	,813	,000	,000	,000	,000
N	90	62	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Irlande												
Corrélation de Pearson	-,188	,928**	,450**	-,456**	,377**	,227*	,025	1	-,592**	,552**	,069	-,151
Sig. (bilatérale)	,076	,000	,000	,000	,000	,031	,813	90	,000	,000	,517	,155
N	90	62	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Italie												
Corrélation de Pearson	,762**	-,861**	-,973**	,969**	-,919**	,118	,587**	-,592**	1	-,963**	-,746**	,847**
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,000	,268	,000	,000	90	,000	,000	,000
N	90	62	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Luxembourg												
Corrélation de Pearson	-,799**	,887**	,980**	-,962**	,895**	-,198	-,674**	,552**	-,963**	1	,675**	-,866**
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,000	,062	,000	,000	,000	90	,000	,000
N	90	62	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Pays-Bas												
Corrélation de Pearson	-,731**	,297*	,764**	-,754**	,807**	-,357**	-,681**	,069	-,746**	,675**	1	-,780**
Sig. (bilatérale)	,000	,019	,000	,000	,000	,001	,000	,517	,000	,000	90	,000
N	90	62	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Portugal												
Corrélation de Pearson	,826**	-,538**	-,922**	,914**	-,901**	,225*	,730**	-,151	,847**	-,866**	-,780**	1
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,000	,033	,000	,155	,000	,000	,000	90
N	90	62	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90

\*\* La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

\* La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

**Annexe 3.5b** - Matrice de corrélation des soldes TARGET d'une sélection de pays de l'UEM (données trimestrielles 2001 :1-2023 :1)  
Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat

Corrélation de Pearson

	Allemagne_T2	Finlande_T2	Luxembourg_T2	Pays-Bas_T2	Espagne_CA	Italie_CA	Portugal_CA	Autriche_CA	Grèce_CA	Irlande_CA
Corrélation de Pearson	1	,933**	,980**	,764**	,759**	,555**	,732**	-,016	,383**	,168
Sig. (bilatérale)		,000	,000	,000	,000	,000	,000	,884	,000	,124
N	90	90	90	90	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	,933**	1	,895**	,807**	,722**	,623**	,720**	-,002	,418**	,086
Sig. (bilatérale)	,000		,000	,000	,000	,000	,000	,985	,000	,432
N	90	90	90	90	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	,980**	,895**	1	,675**	,688**	,506**	,653**	-,023	,314**	,198
Sig. (bilatérale)	,000	,000		,000	,000	,000	,000	,831	,003	,070
N	90	90	90	90	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	,764**	,807**	,675**	1	,663**	,362**	,660**	-,002	,395**	,060
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,986	,000	,588
N	90	90	90	90	89	89	89	89	85	85

\*\* : La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

\* : La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

**Annexe 4.1a - Matrice de corrélation des soldes TARGET des pays du centre de la zone euro et des Bdp des économies périphériques (CA)**  
(données trimestrielles 2001 :1-2023 :1)

Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat

	Allemagne_T2	Finlande_T2	Luxembourg_T2	Pays-Bas_T2	Espagne_CA	Italie_CA	Portugal_CA	Autriche_CA	Grèce_CA	Irlande_CA
Corrélation de Pearson	,759**	,722**	,688**	,663**	1	,711**	,847**	-,257*	,711**	,066
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,015	,000	,551
N	89	89	89	89	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	,555**	,623**	,506**	,362**	,711**	1	,724**	-,193	,608**	-,014
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,000		,000	,070	,000	,896
N	89	89	89	89	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	,732**	,720**	,653**	,660**	,847**	,724**	1	-,054	,777**	,164
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,000	,000		,615	,000	,134
N	89	89	89	89	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	-,016	-,002	-,023	-,002	-,257*	-,193	-,054	1	-,404**	-,105
Sig. (bilatérale)	,884	,985	,831	,986	,015	,070	,615		,000	,341
N	89	89	89	89	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	,383**	,418**	,314**	,395**	,711**	,608**	,777**	-,404**	1	,074
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,003	,000	,000	,000	,000	,000		,503
N	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85
Corrélation de Pearson	,168	,086	,198	,060	,066	-,014	,164	-,105	,074	1
Sig. (bilatérale)	,124	,432	,070	,588	,551	,896	,134	,341	,503	
N	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85

\*\* La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

\* La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

#### 4.1b - Matrice de corrélation des soldes TARGET des pays du centre de la zone euro et des BdP des économies périphériques (CA) (données trimestrielles 2001 :1-2023 :1)

Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat

Annexe

## Corrélation de Pearson

	Allemagne_T2	Finlande_T2	Luxembourg_T2	Pays-Bas_T2	Autriche_FA	Espagne_FA	Grèce_FA	Irlande_FA	Italie_FA	Portugal_FA
Corrélation de Pearson	1	,933**	,980**	,764**	,930**	-,589**	-,889**	-,941**	,505**	-,798**
Sig. (bilatérale)		,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000
N	90	90	90	90	87	87	76	83	87	87
Corrélation de Pearson	,933**	1	,895**	,807**	,829**	-,530**	-,774**	-,882**	,492**	-,721**
Sig. (bilatérale)	,000		,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000
N	90	90	90	90	87	87	76	83	87	87
Corrélation de Pearson	,980**	,895**	1	,675**	,957**	-,539**	-,898**	-,940**	,598**	-,747**
Sig. (bilatérale)	,000	,000		,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000
N	90	90	90	90	87	87	76	83	87	87
Corrélation de Pearson	,764**	,807**	,675**	1	,529**	-,529**	-,468**	-,597**	,132	-,649**
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,000	,223	,000
N	90	90	90	90	87	87	76	83	87	87

\*\* La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

**Annexe 4.2a - Matrice de corrélation des soldes TARGET des pays du centre de la zone euro et des Bdp des économies périphériques (FA)**  
(données trimestrielles 2001 :1-2023 :1)

Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat

	Allemagne_T2	Finlande_T2	Luxembourg_T2	Pays-Bas_T2	Autriche_FA	Espagne_FA	Grèce_FA	Irlande_FA	Italie_FA	Portugal_FA
Corrélation de Pearson	,930**	,829**	,957**	,529**	1	-,556**	-,885**	-,938**	,543**	-,752**
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,000	,000
N	87	87	87	87	87	87	76	83	87	87
Corrélation de Pearson	-,589**	-,530**	-,539**	-,529**	-,556**	1	,671**	,559**	,285**	,942**
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,008	,000
N	87	87	87	87	87	87	76	83	87	87
Corrélation de Pearson	-,889**	-,774**	-,898**	-,468**	-,885**	,671**	1	,884**	-,547**	,870**
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,000
N	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76
Corrélation de Pearson	-,941**	-,882**	-,940**	-,597**	-,938**	,559**	,884**	1	-,585**	,792**
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000		,000	,000
N	83	83	83	83	83	83	76	83	83	83
Corrélation de Pearson	,505**	,492**	,598**	,132	,543**	,285**	-,547**	-,585**	1	,047
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,223	,000	,008	,000	,000		,664
N	87	87	87	87	87	87	76	83	87	87
Corrélation de Pearson	-,798**	-,721**	-,747**	-,649**	-,752**	,942**	,870**	,792**	,047	1
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,664	
N	87	87	87	87	87	87	76	83	87	87

\*\* . La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

**Annexe 4.2b - Matrice de corrélation des soldes TARGET des pays du centre de la zone euro et des Bdp des économies périphériques (FA)**  
(données trimestrielles 2001 :1-2023 :1)

Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat

Corrélation de Pearson										
	Allemagne_T2	Finlande_T2	Luxembourg_T2	PaysBas_T2	Espagne_KA	Italie_KA	Portugal_KA	Autriche_KA	Grèce_KA	Irlande_KA
Corrélation de Pearson	1	,933**	,980**	,764**	,236*	,184	,016	-,054	,001	-,277*
Sig. (bilatérale)		,000	,000	,000	,026	,084	,879	,618	,994	,010
N	90	90	90	90	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	,933**	1	,895**	,807**	,070	,044	,004	-,055	-,084	-,244*
Sig. (bilatérale)	,000		,000	,000	,513	,683	,973	,606	,442	,024
N	90	90	90	90	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	,980**	,895**	1	,675**	,278**	,210*	,017	-,017	,046	-,259*
Sig. (bilatérale)	,000	,000		,000	,008	,048	,872	,872	,678	,017
N	90	90	90	90	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	,764**	,807**	,675**	1	,029	,113	,007	-,136	-,046	-,261*
Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000		,788	,292	,950	,203	,675	,016
N	90	90	90	90	89	89	89	89	85	85

\*\* . La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

\* . La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

### Annexe 4.3a - Matrice de corrélation des soldes TARGET des pays du centre de la zone euro et des Bdp des économies périphériques (KA) (données trimestrielles 2001 :1-2023 :1)

Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat

	Allemagne_T2	Finlande_T2	Luxembourg_T2	PaysBas_T2	Espagne_KA	Italie_KA	Portugal_KA	Autriche_KA	Grèce_KA	Irlande_KA
Corrélation de Pearson	,236*	,070	,278**	,029	1	,590**	,542**	-,167	,300**	-,162
Sig. (bilatérale)	,026	,513	,008	,788		,000	,000	,117	,005	,139
N	89	89	89	89	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	,184	,044	,210*	,113	,590**	1	,293**	-,014	,339**	,010
Sig. (bilatérale)	,084	,683	,048	,292	,000		,005	,896	,002	,928
N	89	89	89	89	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	,016	,004	,017	,007	,542**	,293**	1	-,014	,369**	,075
Sig. (bilatérale)	,879	,973	,872	,950	,000	,005		,899	,001	,498
N	89	89	89	89	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	-,054	-,055	-,017	-,136	-,167	-,014	-,014	1	,033	,602**
Sig. (bilatérale)	,618	,606	,872	,203	,117	,896	,899		,767	,000
N	89	89	89	89	89	89	89	89	85	85
Corrélation de Pearson	,001	-,084	,046	-,046	,300**	,339**	,369**	,033	1	,161
Sig. (bilatérale)	,994	,442	,678	,675	,005	,002	,001	,767		,142
N	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85
Corrélation de Pearson	-,277*	-,244*	-,259*	-,261*	-,162	,010	,075	,602**	,161	1
Sig. (bilatérale)	,010	,024	,017	,016	,139	,928	,498	,000	,142	
N	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85

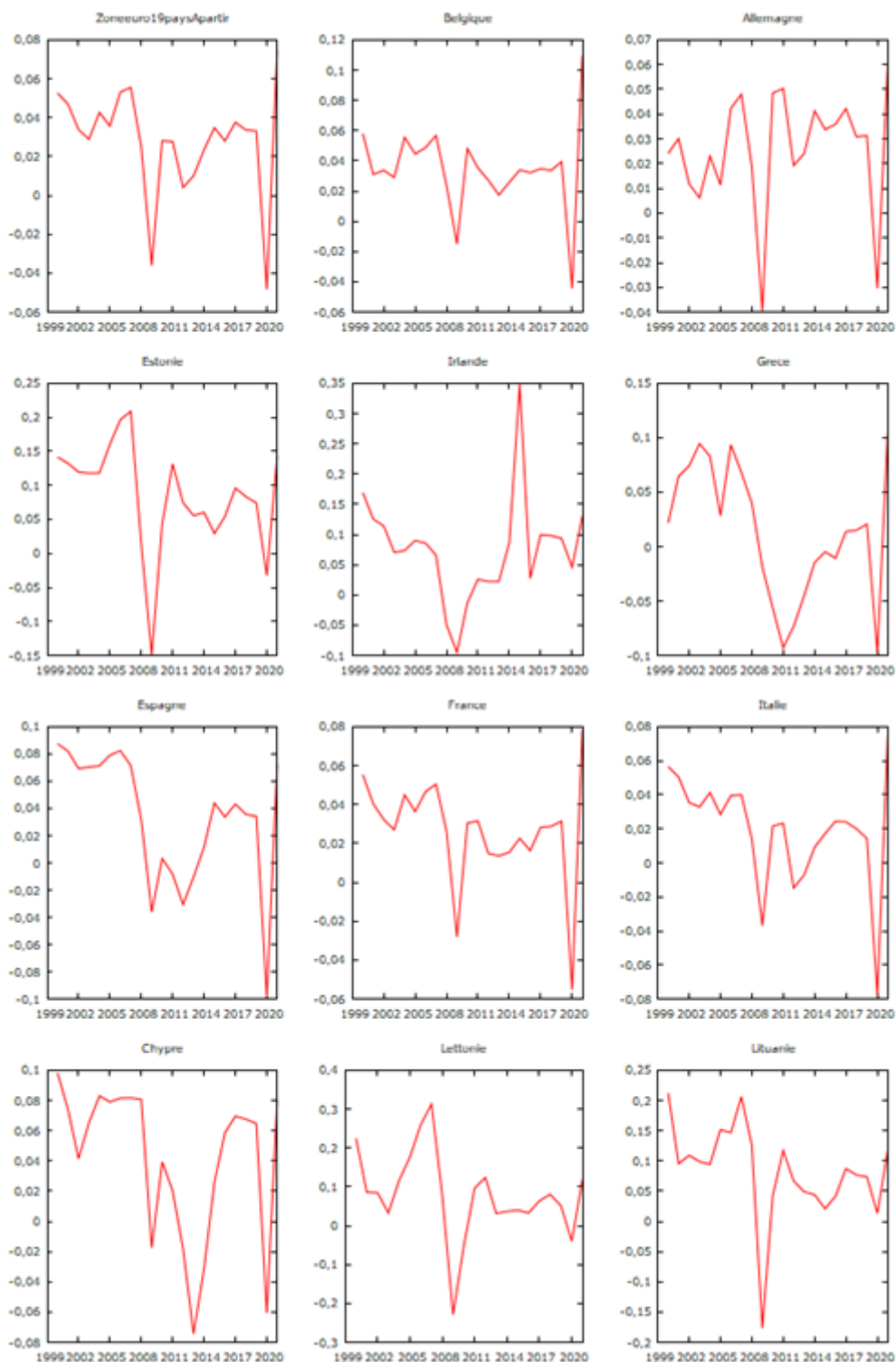
\*\* . La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

\* . La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

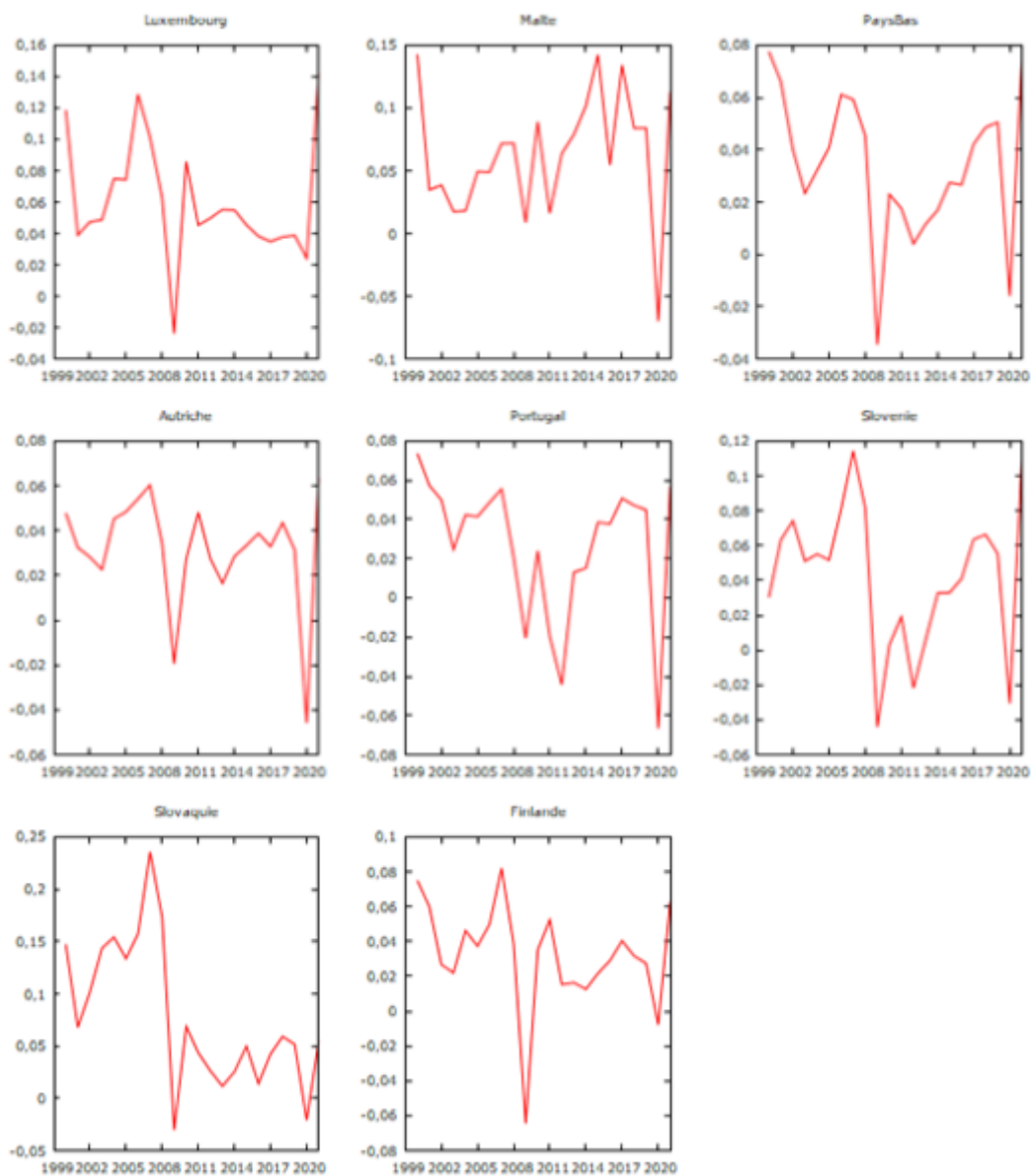
**Annexe 4.3b - Matrice de corrélation des soldes TARGET des pays du centre de la zone euro et des Bdp des économies périphériques (KA)**  
(données trimestrielles 2001 :1-2023 :1)

Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat

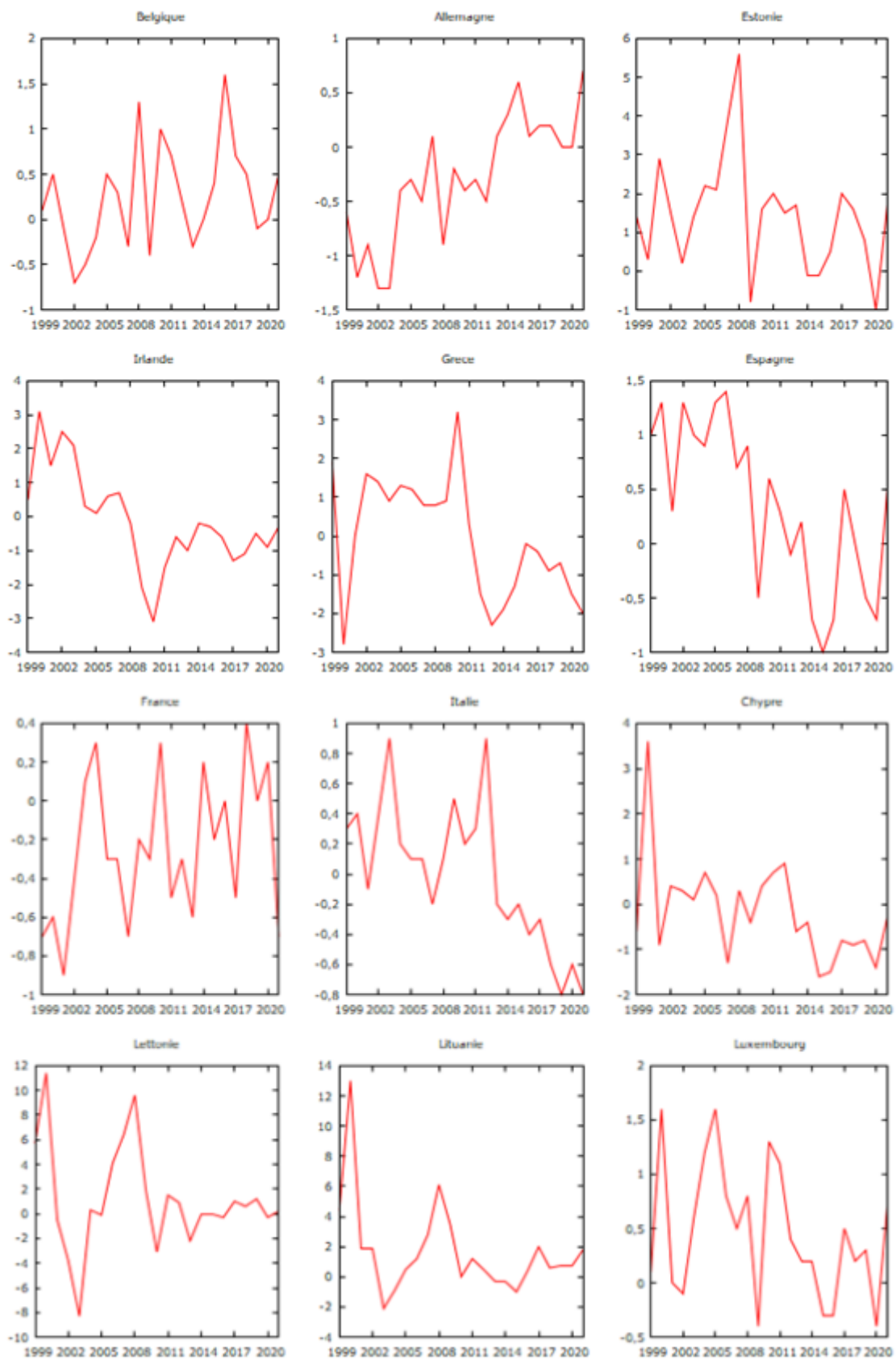




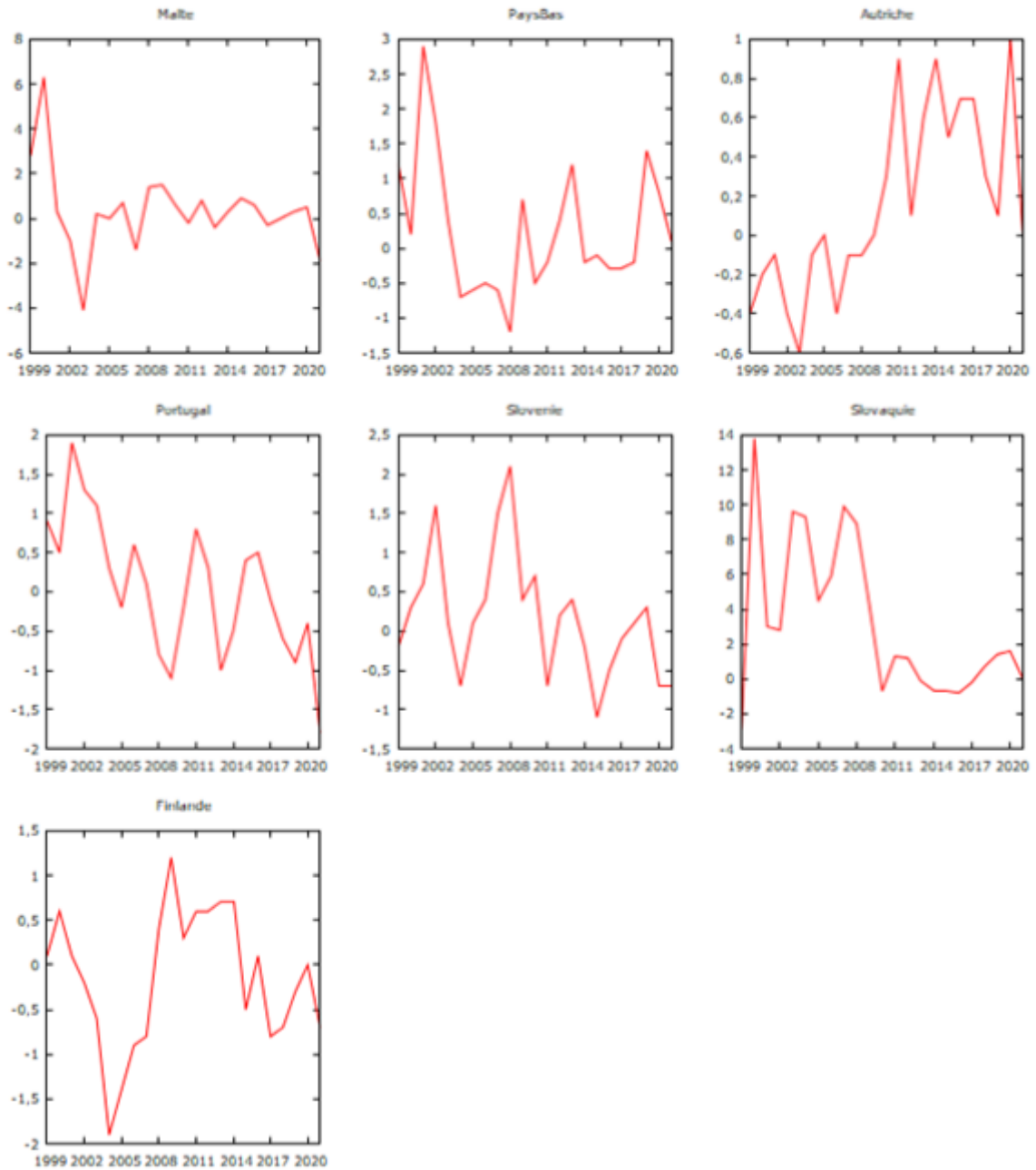
**Annexe 6.1a** - Taux d'évolution du PIB des pays membres de l'UEM (1999-2021)  
 Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat



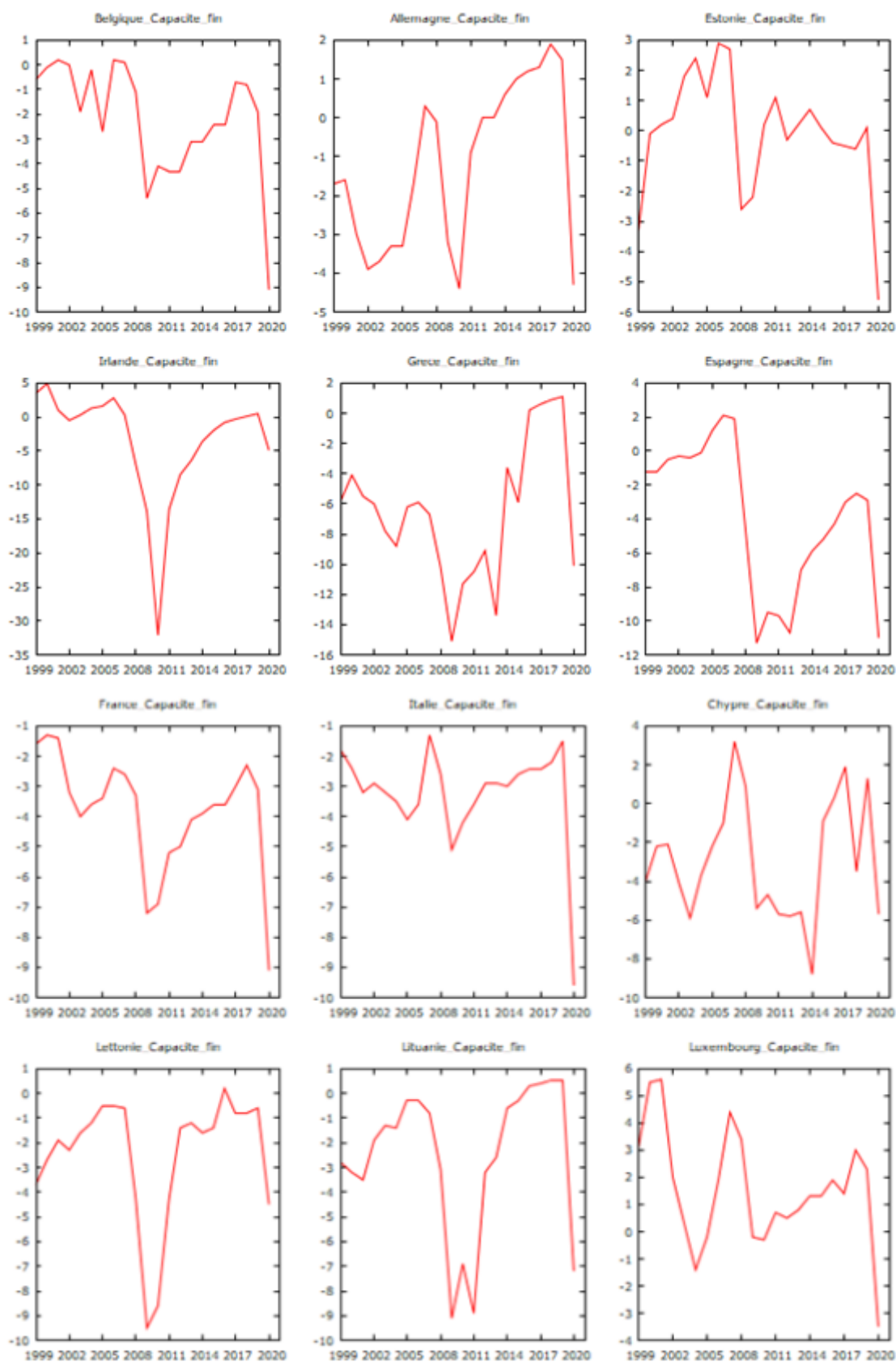
**Annexe 6.1b** - Taux d'évolution du PIB des pays membres de l'UEM (1999-2021)  
Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat



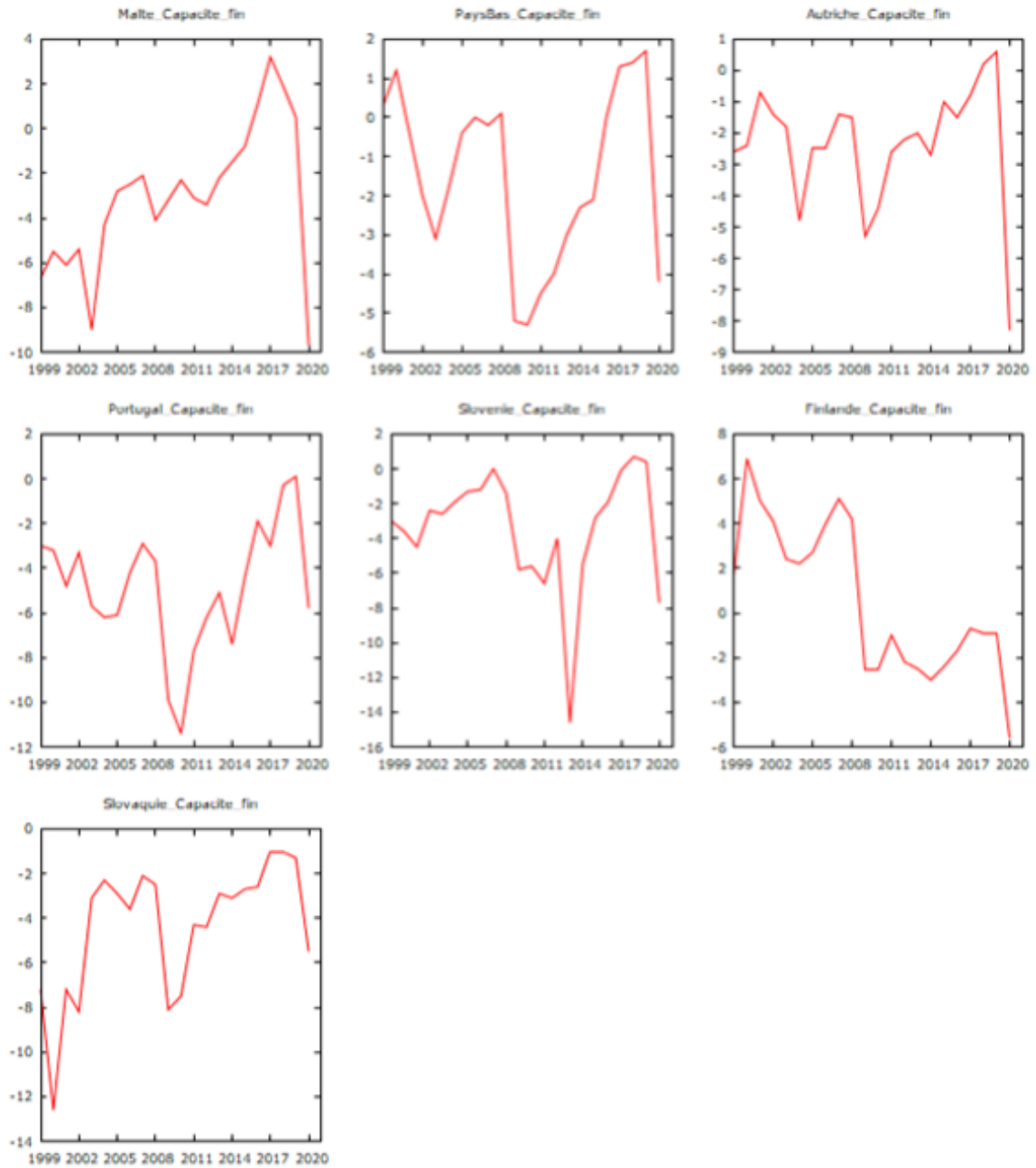
**Annexe 6.2a** - Evolutions des taux de change effectifs réels des pays membres de l'UEM (1999-2021) Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat



**Annexe 6.2b** - Evolutions des taux de change effectifs réels des pays membres de l'UEM (1999-2021) Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat



**Annexe 6.3a** - Recettes/dépenses et capacités de financement des pays membres de l'UEM (1999-2021) Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat



**Annexe 6.3b** - Recettes/dépenses et capacités de financement des pays membres de l'UEM (1999-2021) Source : Elaboration personnelle à partir des données Eurostat

# Bibliographie

- Abad, J., Löffler, A., Schnabl, G., et Zemanek, H. 2013. Fiscal divergence, current account divergence and target2 imbalances in the emu. *Intereconomics*, Vol. 48 Iss. 1 :pp 51–58.
- Acharya, V., Philippon, T., Richardson, M., et Roubini, N. 2009. The financial crisis of 2007-2009 : Causes and remedies. *Restoring financial stability : How to repair a failed system*, pages 1–56.
- Aglietta, M. 2015. Monnaie et souveraineté : comment compléter l’euro ?. *L’Économie politique*, Vol. 66 :pp. 28–41.
- Allen, F. 2011. *Life in the eurozone : with or without sovereign default*. European University Institute, Florence.
- Allen, L., Bali, T. G., et Yi, T. 2012. Does systemic risk in the financial sector predict future economic downturns? *Review of Financial Studies*, Vol. 25 Issue 10 :p3000–3036.
- Altavilla, C., Carboni, G., et Motto, R. 2015. Asset purchase programmes and financial markets : lessons from the euro area. *ECB Working paper Series*, Working paper No 1864.
- Altunbas, Y., Gambacorta, L., et Marques-Ibanez, D. 2010. Bank risk and monetary policy. *Journal of Financial Stability*, 6(3) :121–129.
- Altunbas, Y., Gambacorta, L., et Marques-Ibanez, D. 2014. Does monetary policy affect bank risk? *International Journal of Central Banking*, Vol. 10, iss. 1 :pp. 95–135.
- Arestis, P. 1993. International money and the real world (second edition). *Journal of Economic Issues*, 27(4) :1316–1318.

- Arestis, P., Palma, G., et Sawyer, M. 1997. *Capital controversy, post-keynesian economics, and the history of economics*. Routledge London & New York.
- Asimakopulos, A. 2020. Kalecki and Keynes on finance, investment and saving. In *Investment, Employment And Income Distribution*, pages 147–166. Routledge.
- Auer, R. A. 2014. What drives target2 balances ? evidence from a panel analysis. *Economic Policy*, Vol. 29 Iss. 77 :pp. 139–197.
- Bagehot, W. 1873. *Lombard Street : A Description of the Money Market*. H. S. King&Company.
- Bailly, J.-L., Cencini, A., et Rossi, S. 2016. *Quantum Macroeconomics : The Legacy of Bernard Schmitt*. ROUTLEDGE.
- Barbier, C. 2006. La ratification du traité établissant une constitution pour l'europe. *Courrier hebdomadaire du CRISP*, Vol. 34, N 1939-1940 :pp. 5–73.
- Bartzscha, N., Röslb, G., et Seitz, F. 2013. Currency movements within and outside a currency union : The case of Germany and the euro area. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 53, Iss. 4 :pp. 393–401.
- Basch, A. 1943. European economic regionalism. *American Economic Review*, Vol. 33 :pp. 408–419.
- BCE 2002. Target interlinking specifications. *Frankfurt am Main : European Central Bank*.
- Becker, M., Knudsen, T., et Swedberg, R. 2012. Schumpeter's theory of economic development : 100 years of development. *Journal of Evolutionary Economics*, Vol. 22 Issue 5, :p917–933.
- Belke, A. et Gros, D. 2020. The euro area imbalances narrative in a franco-german perspective : The importance of the longer-run view. *The Economists' Voice*, 17(1).
- Belke, A. et Polleit, T. 2010. How much fiscal backing must the ECB have? the euro area is not (yet) the Philippines. *International Economics*, 124 :5–30.



- Beretta, E. et Cencini, A. 2020. Double-entry bookkeeping and balance of payments : the need for developing a new approach.
- Bibow, J. 2002. Keynes on central banking and the structure of monetary policy. *History of Political Economy*, Vol. 34 Issue 4 :p749–787.
- Bindseil, U., Cour-Thimann, P., et König, P. 2012. Target2 and cross-border interbank payments during the financial crisis. *CESifo Forum*, 13(Special Issue) :83–92.
- Bindseil, U. et König, P. J. 2011. The economics of target2 balances. *SFB 649 Discussion Paper*, 035 :pp. 1–30.
- Bindseil, U. et König, P. J. 2012. TARGET2 and the european sovereign debt crisis. *Kredit und Kapital*, 45(2) :135–174.
- BIS 2003. Payment systems in the euro area. *Bank of International Settlements*, available at : "<https://www.bis.org/cpmi/paysys/ecbcomp.pdf>".
- Blanchard, J.-M. F. et Ripsman, N. M. 2013. *Economic statecraft and foreign policy : Sanctions, incentives, and target state calculations*. Routledge.
- Bolton, P. et Skeel, D. A. J. 2005. Redesigning the international lender of last resort. *Chicago Journal of International Law*, vol. 6(issue 1) :177–202.
- Bornemann, S., Kickb, T., Memmelb, C., et Pfingsten, A. 2012. Are banks using hidden reserves to beat earnings benchmarks? evidence from germany. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, Iss. 8 :pp. 2403–2415.
- Bornhorst, F. et Mody, A. 2012. Target imbalances : Financing the capital-account reversal in europe. *VoxEU.org*, 7.
- Boutefnouchet, Y. 2016. La bce : Une innovation institutionnelle dans la tempête de la crise. In *Institutionnalisme monétaire francophone : analyse, perspectives et regards internationaux*, Lyon.
- Brabant, J. M. V. 1991. Key problems of creating a central european payments union. *PSL Quarterly Review*, 44(177).

- Bradley, X. An experience in banking departmentalisation : The bank act of 1844. Maître de recherches at the University of Bourgogne, Dijon, France ; member of the Centres d'études monétaires et financières, Universtiy of Bourgogne, and of the RME Lab.
- Brigo, D. et Mercurio, F. 2007. *Interest Rate Models, Theory, and Practice : with smile, Inflation and credit*. Springer.
- Brissimisa, S. N. et Skotida, I. 2008. Optimal monetary policy in the euro area in the presence of heterogeneity. *Journal of International Money and Finance*, Vol.27 Iss. 2 :pp. 209–226.
- Brutti, F. et Sauré, P. 2015. Transmission of sovereign risk in the euro crisis. *Journal of International Economics*, Vol. 97 Iss. 2 :pp. 231–248.
- Carlberg, M. 1999. *European Monetary Union*. Physica-Verlag HD.
- Cavallo, E. A., Fernández-Arias, E., et Powell, A. 2014. Is the euro-zone on the mend? latin american examples to analyze the euro question. *Journal of Banking & Finance*, 47 :243–257.
- Cecchetti, G. S., McCauley, R. N., et McGuire, P. 2012. Interpreting target2 balances. *BIS Working Paper*, 393.
- Cecioni, M. et Ferrero, G. 2012. Determinants of target2 imbalances. *Questioni di Economia e Finanza*, (Occasional Papers) 136, Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area.
- Cencini, A. 1988. *Money, Income and Time : a quantum-theoretical approach*. Pinter Publishers, London and New York.
- Cencini, A. 1997. *Monetary theory : national and international*. Routledge, New York.
- Cencini, A. 2001. *Monetary macroeconomics : A new approach*. London and New York : Routledge.
- Cencini, A. 2012. *Macroeconomic Foundations of Macroeconomics*. Routledge.

- Cesaratto, S. 2013. The implications of target2 in the european balance of payments crisis and beyond. *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, Vol. 10, iss. 3 :pp. 359–82.
- Cesaratto, S. 2015. Balance of payments or monetary sovereignty? in search of the emu's original sin. *International Journal of Political Economy*, Vol. 44 Iss. 2 :pp142–156.
- Chandavarkar, A. G. 1985. Keynes and central banking. *Indian Economic Review*, 20(2) :283–297.
- Chase P., R., Rosalind Z., W., et Andrew, M. 2019. European central bank tools and policy actions b : Asset purchase programs. *Journal of Financial Crises*, Vol. 1(Iss. 3) :pp. 82–112.
- Chisiridis, K., Mouratidis, K., et Panagiotidis, T. 2021. The north-south divide, the euro and the world. *Journal of International Money and Finance*, page 102516.
- Chmielewski, T. et Sławiński, A. 2019. Lessons from TARGET2 imbalances : the case for the ECB being a lender of last resort. *Economics and Business Review*, 5(2) :48–63.
- Chortareas, G. et Mavrodimitrakis, C. 2016. Can monetary policy fully stabilize pure demand shocks in a monetary union with a fiscal leader? *Economic Modelling*, 54 :463–468.
- Chortareas, G. et Mavrodimitrakis, C. 2017. Strategic fiscal policies and leadership in a monetary union. *European Journal of Political Economy*, 47 :133–147.
- Cimadomo, J., Ciminelli, G., Furtuna, O., et Giuliodori, M. 2020. Private and public risk sharing in the euro area. *European Economic Review*, 121 :103347.
- Cohen, D. et Loisel, O. 2001. Why was the euro weak? markets and policies. *European Economic Review*, 45(4-6) :988–994.
- Costabile, L. 2009. Current global imbalances and the keynes plan. *Structural Change and Economic Dynamics*, 20(2) :79–89.
- Cour-Thimann, P. 2012. Target balances and the crisis in the euro area. Technical Report Special Issue, Vol. 14, CESifo Forum.

- Cour-Thimann, P. 2013. Monetary policy and redistribution : information from central bank balance sheets in the euro area and the US. *Review of Economics*, 64(3).
- Cúrdiaa, V. et Woodford, M. 2011. The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, Vol 58, Iss. 1 :pp. 54–79.
- Dangel-Hagnauer, C. 2013. Schumpeter’s institution of money : Slipping off the border of economic theory and landing in economic sociology. *European Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 20 Issue 6 :p1000–1031.
- Davidson, P. 1992. Reforming the world’s money. *Journal of Post Keynesian Economics*, 15(2) :153–179.
- De Grauwe, P. et Ji, Y. 2012. What germany should fear most is its own fear : An analysis of target2 and current account imbalances. *CEPS Working Documents*.
- Dellas, H. 2011. Comment on : “the central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy”. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, Iss. 1 :pp. 80–82.
- DeLong, J. B., Summers, L. H., Feldstein, M., et Ramey, V. A. 2012. Fiscal policy in a depressed economy [with comments and discussion]. *Brookings Papers on Economic Activity*, pages 233–297.
- Deutsche-Bundesbank 2011. The dynamics of the bundesbank’s target2 balances. *Monthly Report, March*.
- Dolls, M. et Wehrhöfer, N. 2021. Attitudes towards euro area reforms : Evidence from a randomized survey experiment. *European Journal of Political Economy*, 67 :101971.
- Drott, C., Mitzlaff, S., et Paulick, J. 2022. Why the european union’s pandemic-related fiscal measures are curbing target2 balances. *ifo Institut, München, 2022 ifo Schnelldienst*, 75(01) :35–41.
- Duwicquet, V. et Mazier, J. 2015. Crise de la zone euro, intégration financière et rationnement bancaire. *Revue économique*, Vol. 66, Iss. 4 :pp. 783–803.

- Duwicquet, V., Mazier, J., et Saadaoui, J. 2013. Désajustements de change, fédéralisme budgétaire et redistribution : Comment s'ajuster en union monétaire 1. *Revue de l'OFCE*, (1) :57–96.
- Ehnts, D. 2017. *Modern monetary theory and European macroeconomics*. Routledge, Abingdon, Oxon.
- Eichengreen, B. 1993. *Reconstructing Europe's Trade and Payments : The European Payments Union*. Insights from economic history. Manchester University Press.
- Eichengreen, B. 2015. How the euro crisis ends : Not with a bang but a whimper. *Journal of Policy Modeling*, Vol. 37, Iss. 3 :pp. 415–422.
- Eichengreen, B., Uzan, M., Crafts, N., et Hellwig, M. 1992. The marshall plan : Economic effects and implications for eastern europe and the former USSR. *Economic Policy*, 7(14) :13.
- Eisenschmidt, J., Kedan, D., Schmitz, M., Adalid, R., et Papsdorf, P. 2017. The eurosystem's asset purchase programme and target balances. *ECB Occasional paper series*, No 196.
- Ellison, M. et Tischbirek, A. 2014. Unconventional government debt purchases as a supplement to conventional monetary policy. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 43 :199–217.
- Erlor, A. et Hohberger, S. 2016. Target2 : How costly is buying time? *CESifo Economic Studies*, Vol. 62, iss. 3 :pp. 491–505.
- Fagan, G. et McNelis, P. D. 2014. Target balances and macroeconomic adjustment to sudden stops in the euro area. *Banque de France*.
- Fatás, A. et Summers, L. H. 2018. The permanent effects of fiscal consolidations. *Journal of International Economics*, 112 :238–250.
- Ferreiro, J. et Serrano, F. 2021. The COVID health crisis and the fiscal and monetary policies in the euro area. *International Journal of Political Economy*, 50(3) :212–225.

- FMI 1954. Annual report 1954. *International Monetary Fund*.
- FMI 2009. Annual report 2009. *International Monetary Fund*.
- Fratianni, M. U. et Alessandrini, P. 2008. Resurrecting keynes to stabilize the international monetary system. *SSRN Electronic Journal*.
- Frenkel, R. 2014. What have the crises in emerging markets and the euro zone in common and what differentiates them? In *Life After Debt : The Origins and Resolutions of Debt Crisis*, pages 122–141. Springer.
- Friedman, M. 1969a. *Inflation et systèmes monétaires*. CALMANN LEVY - Perspectives Economiques.
- Friedman, M. 1969b. *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. MACMILLAN AND CO LTD.
- Fuest, Clemens ; Sinn, H.-W. 2018. Target risks without euro exits. *CESifo Forum*, Vol. 19, iss. 4 :pp. 36–45.
- Gadatsch, N., Hauzenberger, K., et Stähler, N. 2016. Fiscal policy during the crisis : A look on germany and the euro area with gear. *Economic Modelling*, Vol. 52 :pp. 997–1016.
- Garber, P. 1998. Notes on the role of target in a stage iii crisis. *NBER Working Paper*, No. 6619.
- Garber, P. 1999. The target mechanism : Will it propagate or stifle a stage iii crisis? *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 51 :195–220.
- Garber, P. 2010. The mechanics of intra-euro capital flight. *Global Markets Research*, Deutsche Bank special report.
- Garcia-de Andoain, C., Heider, F., Hoerova, M., et Manganelli, S. 2016. Lending-of-last-resort is as lending-of-last-resort does : Central bank liquidity provision and interbank market functioning in the euro area. *ECB Working Paper Series*, working paper No 1886.

- Gedeon, S. J. 1985. A comment on and extension of Lavoie's "the endogenous flow of credit and the post Keynesian theory of money". *Journal of Economic Issues*, 19(3) :837–843.
- Ginzburg, A. et Simonazzi, A. 2017. Out of the crisis. a radical change of strategy for the eurozone. *European Journal of Comparative Economics*, Vol. 14(Iss. 1) :pp13–37.
- Gnos, C. 2012a. *Modern monetary macroeconomics : a new paradigm for economic policy*. Edward Elgar, Cheltenham.
- Gnos, C. 2012b. Rethinking monetary policy with reference to monetary circuit theory. *International Journal of Political Economy*, Vol. 40 Issue 4 :p98–105.
- Godley, W. 1996. Money, finance and national income determination : An integrated approach. Technical report, Working paper.
- Godley, W. et Lavoie, M. 2007. *Monetary Economics : An integrated Approach to credit, money, income, production and wealth*. Palgrave Macmillan.
- Gomez, M., Melvin, M., et Nardari, F. 2007. Explaining the early years of the euro exchange rate : An episode of learning about a new central bank. *European Economic Review*, Vol. 51, Iss. 3 :pp. 505–520.
- Goodfriend, M. 1999. The role of a regional bank in a system of central banks. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 51 :pp. 51–71.
- Gueneau, P. 2014. *La macroéconomie du futur : Un monde sans crise, sans chômage et sans surendettement*. Editions Mesnil.
- H. Buitier, W. 2009a. Lessons from the global financial crisis for regulators and supervisors.
- H. Buitier, W. 2009b. Reversing unconventional monetary policy : technical and political considerations.
- H. Buitier, W., Michels, J., et Rahbari, E. 2011a. Making sense of target imbalances. *VoxEU.org*, 6.

- H. Buiters, W. et Rahbari, E. 2012. The european central bank as lender of last resort for sovereigns in the eurozone. *Journal of Common Market Studies*, Vol. 50 :pp. 6–35.
- H. Buiters, W., Rahbari, E., et Michels, J. 2011b. The implications of intra-euro area imbalances in credit flows. *CEPR Policy Insight*, No 57.
- Hachula, M., Rieth, M., et Piffer, M. 2016. Ecb policies effective in the euro area and germany. *DIW Economic Bulletin*, Iss. 7 :pp83–91.
- Handig, M., Holzfeind, R., et al. 2007. euro banknotes in circulation and the allocation of monetary income within the eurosystem. *Monetary Policy & the economy Q*, 1 :150–163.
- Heinemann, F. 2021. The political economy of euro area sovereign debt restructuring. *Constitutional Political Economy*, 32(4) :502–522.
- Higgins, M. et Klitgaard, T. 2014. The balance of payments crisis in the euro area periphery. *Current Issues in Economics and Finance*, 20(2).
- Hofmann, B., Illes, A., Lombardi, M. J., et Mizen, P. 2020. The impact of unconventional monetary policies on retail lending and deposit rates in the euro area. *BIS Working Paper No. 850*.
- Holinski, N., Kool, C., Muysken, J., et al. 2012. Persistent macroeconomic imbalances in the euro area : Causes and consequences. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 94(1) :1–20.
- Homburg, S. 2012. Notes on the target2 dispute. *CESifo Forum*, 13(Special Issue) :50–54.
- Horn, G. A., Lindner, F., Tober, S., et Watt, A. 2012. Where now for the euro area crisis? interim assessment and a model for a stable euro area. Technical report, IMK Report.
- Hristov, N., Hülsewig, O., et Scharler, J. 2020. Unconventional monetary policy shocks in the euro area and the sovereign-bank nexus. *CESifo Working Paper No. 8178*.
- Iggins, M. et Litgaard, T. 2014. The balance of payments crisis in the euro area periphery. *Current Issues in Economics & Finance*, Vol. 20 Iss. 2 :pp. 1–8.



- Ihrig, J. E., Meade, E. E., et Weinbach, G. C. 2015. Rewriting monetary policy 101 : What's the fed's preferred post-crisis approach to raising interest rates? *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 29 Issue 4 :p177–198.
- in 't Veld, J., Kollmann, R., Pataracchia, B., Ratto, M., et Roeger, W. 2014. International capital flows and the boom-bust cycle in Spain. *Journal of International Money and Finance*, 48 :314–335.
- Ireland, P. N. 2006. The monetary transmission mechanism. *Working Paper Series (Federal Reserve Bank of Boston)*, Vol. 6 Issue 1 :pp. 1–13.
- Jobst, C., Handig, M., et Holzfeind, R. 2012. Understanding target2 : The eurosystem's euro payment system from an economic and balance sheet perspective. *Monetary Policy and the Economy*, Q. 1/12 :pp. 81–91.
- Jones, D. 1957. The European monetary agreement, the European payments union and convertibility. *The Journal of Finance*, Vol. 12(Iss. 3) :pp. 333–347.
- Jung, A., Mongelli, F. P., et Moutot, P. 2010. How are the eurosystem's monetary policy decisions prepared? a roadmap. *Journal of Common Market Studies*, Vol. 48, Iss. 2 :pp. 319–345.
- Kaldor, N. 1972. The irrelevance of equilibrium economics. *The Economic Journal*, 82(328) :1237.
- Keen, S. 2014. Endogenous money and effective demand. *Review of Keynesian Economics*, 2(3) :271–291.
- Keynes, J. 1990. *Essais sur la monnaie et l'économie les crises de Cassandra*. Payot, Paris.
- Klein, M. 2020. Implications of negative interest rates for the net interest margin and lending of euro area banks. *BIS Working Paper No. 848*.
- Koenig, G. et Zeyneloglu, I. 2010. When does financial integration matter for fiscal policy in a currency union? a welfare-based approach. *Economic Modelling*, 27(3) :620–630.
- Lambert, C. et König, P. 2013. Settling target balances after the euro crisis.

- Lavoie, M. 1984. The endogenous flow of credit and the post keynesian theory of money. *Journal of Economic Issues*, 18(3) :771–797.
- Lavoie, M. 2013. The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism : A friendly critique. *Journal of Economic Issues*, Vol. 47, iss. 1 :pp. 1–31.
- Lavoie, M. 2014a. A comment on ‘endogenous money and effective demand’ : a revolution or a step backwards? *Review of Keynesian Economics*, 2(3) :321–332.
- Lavoie, M. 2014b. *Post-Keynesian economics : new foundations*. Edward Elgar, Cheltenham, UK Northampton, MA.
- Lavoie, M. 2015a. The eurozone crisis : A balance-of-payments problem or a crisis due to a flawed monetary design? *International Journal of Political Economy*, Vol. 44 Iss. 2 :pp157–160.
- Lavoie, M. 2015b. The eurozone : Similarities to and differences from keynes’s plan. *International Journal of Political Economy*, Vol. 44 Iss. 1 :pp 3–17.
- Lerner, A. P. 1943. Functional finance and the federal debt. *Social research*, pages 38–51.
- Lim, G. et McNelis, P. D. 2018. Unconventional monetary and fiscal policies in interconnected economies : Do policy rules matter? *Journal of Economic Dynamics and Control*, 93 :346–363.
- Lordon, F. 2013. Pour une monnaie commune sans l’Allemagne (ou avec, mais pas à la francfortoise). *Le Monde Diplomatique*, 25.
- Lucarelli, B. 2017. Intra-eurozone payments imbalances : Implications for the target2 payments system. *Review of Radical Political Economics*, 49(3) :343–357.
- Maastricht 1992. Treaty of European Union. *Council of the European Communities - Commission of the European Communities*.
- Machlup, F., Triffin, R., Despres, E., et Wallich, H. C. 1965. Where do we go from here? reforming the international monetary system. *Challenge*, 14(2) :17–48.

- Mason, J. W. et Jayadev, A. 2018. A comparison of monetary and fiscal policy interaction under 'sound' and 'functional' finance regimes. *Metroeconomica*, 69(2) :488–508.
- Masson, P. R. 2012. Fiscal asymmetries and the survival of the euro zone. *International Economics*, 129 :5–29.
- McCombie, J. S. L. et Thirlwall, A. P. 1994. *Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint*. Palgrave Macmillan UK.
- Micossi, S. 2015. The monetary policy of the european central bank (2002-2015). *CEPS Special Report*, 109.
- Minenna, M., Dosi, G., et Roventini, A. 2018. ECB monetary expansions and euro area TARGET2 imbalances : a balance-of-payment-based decomposition. *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, 15(2) :147–159.
- Minsky, H. P. 1976. *John Maynard Keynes*. Springer-Verlag GmbH.
- Minsky, H. P. 1986. Money and crisis in schumpeter and keynes. *The Economic Law of Motion of Modern Society*, Cambridge : Cambridge University Press :pp. 112–122.
- Minsky, H. P. 1990. Schumpeter : Finance and evolution. *Evolving Technology and Market Structure*, University of Michigan Press :pp. 51–74.
- Minsky, H. P. 1996. The essential characteristics of post keynesian economics. *Money in Motion : The Post Keynesian and Circulation Approaches*, London : Macmillan :pp. 70–88.
- Mishkin, F. S. 1995. Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 Issue 4 :pp. 3–10.
- Mongelli, F. P. 2002. 'new' views on the optimum currency area theory : What is emu telling us? *SSRN Electronic Journal*.
- Moore, B. J. 1979. The endogenous money stock. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2(1) :49–70.

- Moore, B. J. 1983. Unpacking the post keynesian black box : Bank lending and the money supply. *Journal of Post Keynesian Economics*, 5(4) :537–556.
- Moore, B. J. 1988a. The endogenous money supply. *Journal of Post Keynesian Economics*, 10(3) :372–385.
- Moore, B. J. 1988b. *Horizontalists and verticalists : the macroeconomics of credit money*. Cambridge University Press.
- Moro, B. 2016. The european crisis and the accumulation of TARGET2 imbalances. In *Financial and Monetary Policy Studies*, pages 107–133. Springer International Publishing.
- Moro, B. 2019. Interpreting TARGET balances in the european monetary union : A critical review of the literature. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50 :101039.
- Mundell, R. 1999. The euro : How important?. *CATO Journal*, 18(3) :441.
- Mundell, R. 2000a. Currency areas, exchange rate systems and international monetary reform. *Journal of Applied Economics*, 3(2) :217–256.
- Mundell, R. 2000b. Currency areas, volatility and intervention. *Journal of Policy Modeling*, 22(3) :281–299.
- Mundell, R. 2011. The european fiscal reform and the plight of the euro. *Poznan University of Economics Review*, 11(1) :7 – 22.
- Mundell, R. A. 1961. A theory of optimum currency areas. *The American Economic Review*, 51(4) :657–665.
- Mundell, R. A. 1998. What the euro means for the dollar and the international monetary system. *Atlantic Economic Journal*, 26(3) :227–237.
- Nelson, R. R. et Winter, S. G. 1982. The schumpeterian tradeoff revisited. *The American economic review*, 72(1) :114–132.

- Orléan, A. 2007. L'approche institutionnaliste de la monnaie : une introduction. *Paris School of Economics/Paris-Jourdan Sciences Economiques*.
- Palley, T. I. 2013. Horizontalists, verticalists, and structuralists : the theory of endogenous money reassessed. *Review of Keynesian Economics*, 1(4) :406–424.
- Paul, R. 2009. *End the Fed*. GRAND CENTRAL PUBL.
- Perroux, F. 1965. *Pensée économique de Joseph Schumpeter : Les dynamiques du capitalisme (la)*. Travaux de Sciences Sociales. Librairie Droz.
- Pescatori, M. A., Sandri, M. D., et Simon, J. 2014. *Debt and growth : is there a magic threshold?* International Monetary Fund.
- Polito, V. et Wickens, M. 2014. How the euro crisis evolved and how to avoid another : EMU, fiscal policy and credit ratings. *Journal of Macroeconomics*, 39 :364–374.
- Ponsot, J.-F. et Rossi, S., editors 2009. *The political economy of monetary circuits : tradition and change in Post-Keynesian Economics*. Palgrave Macmillan.
- Potrafke, N. et Reischmann, M. 2014. Explosive target balances of the german bundesbank. *Economic Modelling*, Vol. 42 :pp. 439–444.
- Priewe, J. et al. 2011. *European imbalances and the crisis of the European Monetary Union*. na.
- Ramanan, V. 2012. Not a balance-of-payments crisis? URL : <http://www.concertedaction.com/2012/10/27/not-a-balance-of-payments-crisis/>.
- Rappaport, A. 1981. The united states and european integration : The first phase. *Diplomatic History*, 5(2) :121–149.
- Reichlin, L. 2014. Monetary policy and banks in the euro area : The tale of two crises. *Journal of Macroeconomics*, Vol.39, Part B :pp 387–400.
- Reutter, Michael a Sinn, H.-W. 2000. The minimum inflation rate for euroland. *CESifo GmbH, CESifo Working Paper Series : CESifo Working Paper No. 377*.

- Ricardo, D. 1824. *Plan for the Establishment of a National Bank*. J. Murray.
- Ricci-Risquete, A., Ramajo, J., et de Castro, F. 2016. Do spanish fiscal regimes follow the euro-area trends? evidence from markov-switching fiscal rules. *Economic Modelling*, 59 :484–494.
- Riecher, S. et Kennedy, S. 2014. The ecb may have to defy germany. *Bloomberg Businessweek*, Iss. 4398 :pp. 20–22.
- Rochon, L.-P. 2012. *Monetary policy and central banking new directions in post-Keynesian theory*. E. Elgar, Cheltenham Northampton.
- Rochon, L.-P. et Rossi, S. 2006. Inflation targeting, economic performance, and income distribution : a monetary macroeconomics analysis. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 28 Issue 4 :p615–638.
- Rochon, L.-P. et Rossi, S. 2007. Central banking and post-keynesian economics. *Review of Political Economy*, Vol. 19 Issue 4 :p539–554.
- Rochon, L.-P. et Rossi, S. 2013. Endogenous money : the evolutionary versus revolutionary views. *Review of Keynesian Economics*, Vol. 1 No. 2 :pp. 210–229.
- Rosati, S. et Secola, S. 2006. Explaining cross-border large-value payment flows : Evidence from target and euro1 data. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, Iss. 6 :pp. 1753–1782.
- Rossi, S. 2007. *Money and payment in theory and practice*. Routledge international studies in money and banking.
- Rossi, S. 2009. International payment finality requires a supranational central-bank money architecture in the spirit of keynes. *China-USA Business Review*, vol. 8(iss. 11) :1–20.
- Rossi, S. 2012. The monetary–structural origin of TARGET2 imbalances across euroland.
- Rossi, S. 2015. Structural reforms in payment systems to avoid another systemic crisis. *Review of Keynesian Economics*, 3(2) :213–225.

- Rossi, S. 2016. The euro must be abandoned to achieve european monetary integration. *International Journal of Political Economy*, Vol. 45 Iss. 1 :pp 72–84.
- Rossi, S. 2017. Plan pour un nouvel ordre monétaire européen : la transformation de l'euro en monnaie commune. *Interventions économiques*, (59).
- Sajedi, R. et Steinbach, A. 2019. Fiscal rules and structural reforms. *International Review of Law and Economics*, 58 :34–42.
- Schalck, C. 2012. Investigating heterogeneity in european fiscal behaviours. *Research in Economics*, 66(4) :383–390.
- Schmitt, B. 1972. *Macroeconomic theory : a Fundamental revision*. Castella - Albeuve, Switzzeland.
- Schmitt, B. 1975a. *Génération de la monnaie des monnaies Européennes*. Editions Castella - Albeuve, Suisse.
- Schmitt, B. 1975b. *Théorie Unitaire de la Monnaie, Nationale et Internationale*. CASTELLA - Albeuve - Suisse.
- Schmitt, B. 1984. *Inflation, chômage et malformation du capital*. Castella - Albeuve, Suisse & ECONOMICA.
- Schmitt, B. et Cencini, A. 1976. *La pensée de Carl Marx : critique et synthèse Vol. 1. La valeur*. Editions Castella - Albeuve, Suisse.
- Schoenwald, S. et Zeuner, J. 2018. What target balances are and how they emerge. *KfW Research Focus on Economics*, No. 230.
- Sellon Jr., Gordon H. ; Corning, J. 2004. Expectations and the monetary policy transmission mechanism. *Economic Review*, Vol. 89 Issue 4 :pp. 5–41.
- Siekmann, H. 2012. *Research handbook on the economics of European Union law*. Edward Elgar, Cheltenham, UK Northampton, MA.
- Siekmann, H. 2015. *Central Banking and Financial Stability in East Asia*. Springer-Verlag GmbH.

- Silvia, S. J. 2004. Is the euro working? the euro and european labour markets. *Journal of Public Policy*, 24(2) :147–168.
- Simonazzi, A. et Vianello, F. 1998. Italy towards european monetary union (and domestic disunion). In *The Single European Currency in National Perspective*, pages 105–124. Palgrave Macmillan UK.
- Sinn, H.-W. 2011. The ecb's secret bailout strategy. *International Economy*, Vol. 25, Iss. 2 :pp42–43.
- Sinn, H.-W. 2012a. Target balances and the crisis in the euro area : Preface. Technical report, CESifo Forum.
- Sinn, H.-W. 2012b. Target losses in case of a euro breakup. *CESifo Forum*, Vol. 13, Iss. 4 :pp. 51–58. <https://voxeu.org/article/target-losses-case-euro-breakup>.
- Sinn, H.-W. 2014. *The Euro Trap : On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*. Oxford University Press.
- Sinn, H.-W. 2018. Brexit and the euro crisis : What kind of union do we want? *Politická ekonomie*, 66(1) :3–19.
- Sinn, H.-W. 2019. The effective rate of interest on target balances. *CESifo Group Munich, CESifo Working Paper Series* : 7878.
- Sinn, H.-W. 2020. *The Economics of Target Balances*. Springer International Publishing.
- Sinn, H.-W. et Wollmershäuser, T. 2012a. Target Balances and the German Financial Account in Light of the European Balance-of-Payments Crisis. *CESifo Working Paper Series*, (4051).
- Sinn, H.-W. et Wollmershäuser, T. 2012b. Target loans, current account balances and capital flows : the ECB's rescue facility. *International Tax and Public Finance*, 19(4) :468–508.
- Smithies, A. 1950. European unification and the dollar problem. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 64 Iss. 2 :159–182.



- Solow, R. M. 2000. Toward a macroeconomics of the medium run. *Journal of Economic perspectives*, 14(1) :151–158.
- Spatig, L. 2008. Understanding schumpeter’s theory of economic development through causal loop diagrams : A systems perspective of entrepreneurship. *Proceedings of the Northeast Business & Economics Association*, pages p178–183.
- Stiblarova, L. et Sinicakova, M. 2020. Two sides of the same union? reviving the optimum currency areas theory from the business cycle synchronisation perspective. *Post-Communist Economies*, 32(3) :330–351.
- Stockhammer, E., Constantine, C., et Reissl, S. 2020. Explaining the euro crisis : current account imbalances, credit booms and economic policy in different economic paradigms. *Journal of Post Keynesian Economics*, 43(2) :231–266.
- Stockhammer, E. et Sotiropoulos, D. P. 2014. Rebalancing the euro area : The costs of internal devaluation. *Review of Political Economy*, 26(2) :210–233.
- Stockhammer, E. et Özlem Onaran 2012. Rethinking wage policy in the face of the euro crisis. implications of the wage-led demand regime. *International Review of Applied Economics*, 26(2) :191–203.
- Swedberg, R., editor 2020. *Joseph A. Schumpeter : The Economics and Sociology of Capitalism*. Princeton University Press.
- Szécsényi, P. 2015. Nature of target2 imbalances. *Public Finance Quarterly*, Vol. 60, Iss. 3 :pp. 342–356.
- Talani, L. S. 2015. Stopping the run on the PIIGS! EMU structural imbalances, the sovereign debt crisis and the response of the EU. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 17(4) :353–372.
- TARGET 2001. *TARGET annual report 2000*. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- TARGET 2003. *Information guide for credit institutions using TARGET*. European Central Bank, Frankfurt am Main.

- TARGET 2016a. *Informations guide for TARGET2 users*. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- TARGET 2016b. *TARGET annual report 2015*. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- TARGET 2019. *TARGET annual report 2018*. European Central Bank, 2019, Frankfurt am Main.
- Terzi, A. 2019. The rise of national central banks' TARGET balances in the euro area : a comment. *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, 16(2) :161–168.
- Tomann, H. 2007. *Monetary Integration in Europe*. Palgrave Macmillan UK.
- Tower, E. et Courtney, M. M. 1974. Exchange rate flexibility and macro-economic stability. *The Review of Economics and Statistics*, 56(2) :215.
- Triffin, R. 1947. International versus domestic money. *The American Economic Review*, 37(2) :322–324. Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association.
- Triffin, R. 1965. International Monetary Arrangements, Capital Markets and Economic Integration in Latin America. *JCMS : Journal of Common Market Studies*, 4(1) :70–104.
- Triffin, R. 1969. The thrust of history in international monetary reform. *Foreign Affairs*, 47(3) :477.
- Triffin, R. 1972. International monetary collapse and reconstruction in april 1972. *Journal of International Economics*, Vol. 2(4) :pp. 375–400.
- Triffin, R. 1973. The International Monetary Chaos and The way out. *JCMS : Journal of Common Market Studies*, Vol. 12(Iss. 1) :pp. 104–117.
- Truger, A. 2020. Reforming EU fiscal rules : More leeway, investment orientation and democratic coordination. *Intereconomics*, 55(5) :277–281.

- Tsionas, E. G. 2014. Comment on “monetary policy and banks in the euro area : The tale of two crises”. *Journal of Macroeconomics*, Vol. 39, Part B :pp 401–404.
- Unger, R. 2017. Asymmetric credit growth and current account imbalances in the euro area. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 73, part B :pp. 435–451.
- Vane, H. R. et Mulhearn, C. 2006. Interview with robert a. mundell. *Journal of Economic Perspectives*, 20(4) :89–110.
- Vanek, J. 1961. The keynes-triffin plan : A critical appraisal. *The Review of Economics and Statistics*, 43(3) :302.
- Verdier, D. 1997. Book review : Reconstructing europe’s trade and payments : The european payments union ; barry eichengreen, manchester university press, 1993. *International Journal of Finance & Economics*, 2(2) :173–174.
- Whelan, K. 2012. How should a european banking union work? *Banking Union and a Single Banking Supervisory Mechanism*, page 35.
- Whelan, K. 2014. Target2 and central bank balance sheets. *Economic Policy*, Vol. 29 Iss. 77 :pp. 79–137.
- Wolf, H. 1995. Book review : Reconstructing europe’s trade and payments : The european payments union. *Journal of Economic Literature*, Vol. 33(Iss. 3) :pp. 1348–1350.
- Wray, L. R. 1990. *Money and credit in capitalist economies : the endogenous money approach*. Edward Elgar Publishing Limited.
- Wray, L. R. 2012. Cross border lending and imbalances in euroland. URL : <http://www.economonitor.com/lrwrap/2012/10/27/cross-border-lending-and-imbalances-in-euroland>.
- Wray, L. R. 2016. *Modern Money Theory*. Palgrave Macmillan.

# Table des matières

<b>Introduction</b>	<b>1</b>
<b>1 TARGET : conceptualisation, mécanismes et fonctionnement</b>	<b>14</b>
1.1 Le projet d'unification des systèmes de paiement de l'Eurosystème . . . .	15
1.1.1 Origines du projet de l'Union Monétaire Européenne . . . . .	16
1.1.2 Le besoin pour un système de traitement des opérations supranationales à l'intérieur de l'Eurosystème . . . . .	21
1.1.3 TARGET, une définition ambitieuse dans la littérature . . . . .	22
1.2 Conceptualisation du système TARGET dans la littérature . . . . .	23
1.2.1 TARGET, une première version décentralisée . . . . .	24
1.2.2 Le cadre opérationnel du système TARGET2 : une revue de la littérature . . . . .	27
Le cadre institutionnel du système TARGET2 . . . . .	27
Le mécanisme des paiements dans TARGET2 . . . . .	29
1.2.3 Incohérences descriptives du fonctionnement du système TARGET2	31
1.3 Le cadre opérationnel du système TARGET2 . . . . .	33
1.3.1 L'écosystème autour de TARGET2 . . . . .	34
1.3.2 Structure technique et mode opératoire du système TARGET2 . .	35
Composantes et structure technique du système TARGET2 . . . .	37
Le rôle des autorités et des institutions bancaires dans la gouvernance du système TARGET2 . . . . .	38
1.3.3 Le mode opératoire du système TARGET2 . . . . .	40
1.4 Le système TARGET2 : similarités et différences avec le Plan de Keynes	43
1.4.1 Origines et principes du plan de Keynes . . . . .	45

1.4.2	Similarités et différences avec le système TARGET2 . . . . .	47
<b>2</b>	<b>Les paiements intra-européens dans la théorie monétaire</b>	<b>54</b>
2.1	La monnaie, la dette et la formation des salaires . . . . .	56
2.1.1	La monnaie, grandeur économique endogène . . . . .	58
2.1.2	La monnaie, unité de compte et reconnaissance de dette . . . . .	62
2.1.3	La création monétaire et les dépôts bancaires . . . . .	66
	Les dépôts bancaires sont des améliorations sur la note de reconnaissance de dette . . . . .	67
	L'attribution du pouvoir d'achat aux unités de monnaie . . . . .	68
2.2	Le principe de la comptabilité en partie double . . . . .	70
2.2.1	Les mouvements prévus par le traitement comptable en partie double	72
2.2.2	Les flux monétaires et les stocks financiers . . . . .	76
2.2.3	Impact des paiements supranationaux sur la comptabilité des banques centrales de l'Eurosystème . . . . .	77
2.3	TARGET2, régime de change fixe et nature des paiements intra-européens	81
2.3.1	D'un régime de changes fixes au retrait définitif des taux de change	82
	Convergence vers le retrait des taux de change à l'intérieur de l'Eurosystème . . . . .	84
	Le régime de Maastricht et le renouveau du projet de l'UME . . .	86
2.4	Malformations institutionnelles du modèle économique de l'Eurosystème	87
2.4.1	Projection du modèle allemand sur le reste de l'UME . . . . .	89
2.4.2	L'euro et la théorie des zones monétaires optimales . . . . .	92
<b>3</b>	<b>Analyse des évolutions récentes des soldes TARGET2</b>	<b>98</b>
3.1	Evolutions récentes des soldes TARGET2 . . . . .	100
3.1.1	Analyse de la tendance des soldes TARGET2 depuis la création de l'UME . . . . .	101
3.1.2	Les soldes TARGET2 face à la crise de la dette souveraine . . . .	104
	Impact des mesures non-conventionnelles de politique monétaire sur les soldes TARGET2 . . . . .	106
	TARGET2, le canal de transmission du risque de défaut bancaire .	108

3.2	Impact de l'évolution des soldes TARGET2 sur les bilans des banques centrales nationales de l'Eurosystème . . . . .	111
3.2.1	Traitement comptable des opérations de paiement à travers TARGET2 . . . . .	112
	Traitement comptable d'un paiement intra-européen en période normale . . . . .	113
	Traitement comptable d'un paiement intra-européen en période de crise . . . . .	115
3.2.2	Evolution des composants des bilans des banques centrales de l'Eurosystème : l'exemple de la Deutsche Bundesbank et du Banco de España . . . . .	118
3.3	Analyse de la corrélation des soldes TARGET2 d'une sélection de pays . . . . .	122
3.3.1	Illustration de l'hétérogénéité par les évolutions des soldes TARGET2 . . . . .	122
3.3.2	La périphérie de la zone euro, une création des divergences : l'exemple de l'Irlande . . . . .	126
<b>4</b>	<b>Les balances des paiements et les évolutions récentes des soldes TARGET2</b>	<b>129</b>
4.1	Origines économiques de la crise de l'euro : soldes TARGET2 et déséquilibres des balances des paiements . . . . .	131
4.1.1	La crise de l'euro, une crise structurelle mais aussi une crise des balances des paiements . . . . .	133
4.1.2	Les soldes TARGET2 et la gestion asymétrique de la liquidité . . . . .	137
	TARGET2 et la liquidité de banque centrale . . . . .	138
	Collecte de dépôts et approvisionnement en liquidités : des dettes TARGET2 à l'aide fiscale . . . . .	140
4.2	Déséquilibre des balances des paiements de l'Eurosystème et leur implication dans les évolutions récentes des soldes TARGET2 . . . . .	141
4.2.1	Comptes courants et situation des soldes TARGET2 des économies périphériques . . . . .	143
4.2.2	Les soldes TARGET2 et les comptes financiers et de capital . . . . .	148

4.3	Risques liés aux évolutions récentes des soldes TARGET2 . . . . .	154
4.3.1	Conjoncture économique et contexte nécessaires à une dissolution de l'UME . . . . .	155
4.3.2	La détention de créances intra-européennes est-elle risquée? . . .	156
4.3.3	Finalité des soldes TARGET2 dans le cas d'une rupture de la zone euro . . . . .	160
	Remplacement des mesures de financement mutuel et risque de redénomination des soldes TARGET2 . . . . .	162
<b>5</b>	<b>Contributions théoriques pour la réforme de l'Union Monétaire Européenne</b>	<b>166</b>
5.1	Le contexte faisant de la réforme de l'UME une nécessité . . . . .	168
5.2	Les idées directrices de la réforme des paiements supranationaux de l'Eu- rosystème . . . . .	175
5.2.1	La question de la parité des pouvoirs d'achat dans les travaux de B. Schmitt . . . . .	177
5.2.2	La réforme des paiements supranationaux face au double paie- ment des dettes extérieures . . . . .	182
5.3	La convergence de la monnaie unique vers une monnaie commune . . . .	184
5.3.1	Réforme du régime monétaire international : une adaptation du Plan Keynes à la situation de la zone euro . . . . .	186
5.3.2	Propositions de réforme du régime monétaire international : l'évo- lution nécessaire de la structure bancaire . . . . .	189
5.4	Réforme du régime monétaire supranational de l'Eurosystème . . . . .	193
5.4.1	Les paiements intra-européens sous la tutelle de l'Institution Su- pranationale des Règlements (ISR) . . . . .	194
5.4.2	Finalisation des paiements supranationaux . . . . .	197
	Emission des unités de monnaie supranationale . . . . .	198
<b>6</b>	<b>Quelles réformes pour une unification des mesures fiscales de l'UME ?</b>	<b>206</b>
6.1	Fragilités de l'euro et le nécessaire renouveau de l'UME . . . . .	208
	Une vision postkeynésienne de la politique budgétaire et de la crise de la zone euro . . . . .	208

6.1.1	Les transferts budgétaires dans le cas de la zone euro . . . . .	210
6.1.2	Etudes empiriques antérieures pour la mise en commun des mesures budgétaires . . . . .	213
6.1.3	Hétérogénéité budgétaire et asymétrie des mesures fiscales intra-européennes . . . . .	217
6.2	Le nécessaire renouveau de l'UME par un soutien budgétaire aux mesures de politique monétaire . . . . .	219
6.2.1	La persistance des chocs des politiques budgétaires . . . . .	220
	Symptômes d'un déséquilibre structurel fondamental . . . . .	221
	L'intégration financière inachevée de l'UME . . . . .	224
6.2.2	Le soutien budgétaire de la BCE : un facteur incontournable pour la stabilité macroéconomique de l'UME . . . . .	226
	Le besoin d'un soutien budgétaire aux banques centrales . . . . .	228
	Arguments en faveur d'un soutien budgétaire d'une banque centrale	229
	Arguments à l'encontre d'un soutien budgétaire explicite de la BCE	232
6.3	Démarches théoriques pour la mise en place des mesures budgétaires unifiées	234
6.3.1	Un système pour les transferts budgétaires . . . . .	235
6.3.2	Les évolutions des soldes dans TARGET2 comme indicateur des déséquilibres budgétaires . . . . .	236
	<b>Conclusion</b>	<b>240</b>
	Références bibliographiques . . . . .	266
	Liste des Figures . . . . .	292
	Liste des tableaux . . . . .	294
	Liste des abréviations . . . . .	296



# Liste des Figures

1.1	Mécanisme d'un paiement supranational à travers TARGET	26
1.2	Représentation contestable du mécanisme de paiement à travers TARGET2	30
1.3	Environnement institutionnelle autour de TARGET2	34
1.4	Structure technique du système TARGET2	36
1.5	Mécanisme de paiement intra-européen	42
2.1	Taux de convergence aux critères de Maastricht	91
3.1	Soldes TARGET2 d'une sélection de pays membres de l'Eurosystème (données trimestrielles 2001 :1-2023 :3)	103
3.2	Evolution des éléments des bilans de la Deutsch Bundesbank et du Banco de España (2001-2022)	121
3.3	Matrice de corrélation des soldes TARGET2 d'une sélection de pays de la zone euro	123
3.4	Soldes TARGET2 Espagne versus Allemagne - Nuage de points (avec ajustement des moindres carrés)	124
3.5	Soldes TARGET2 Luxembourg versus Allemagne - Nuage de points (avec ajustement des moindres carrés)	124
4.1	Soldes TARGET2 des économies du centre de la zone euro et comptes courants des économies périphériques de l'Eurosystème (Q1 :2001-Q1 :2023)	147
4.2	Evolution des comptes financiers des pays périphériques en comparaison aux soldes TARGET2 des économies du centre de la zone euro (Q1 :2001- Q1 :2023)	150

4.3	Evolution du compte courant et du compte financier allemand en comparaison aux soldes TARGET2 des économies périphériques (Q1 :2001-Q1 :2002) . . . . .	152
5.1	Taux d'intérêt directeur de la BCE (taux annuel 2001-2022) . . . . .	169
5.2	Ratio Investissement des ménages (en % du PIB) au prix du marché . . .	170
5.3	Taux d'épargne brute des ménages (en % du PIB) donnée . . . . .	171
5.4	Ratio Investissement des gouvernements (en % du PIB) au prix du marché	172
5.5	Ratio de parité des pouvoirs d'achat . . . . .	178
5.6	La parité du pouvoir d'achat entre deux monnaies nationales par l'intermédiaire de l'euro . . . . .	180
5.7	Paiement intra-européen d'une opération d'importation-exportation . . .	202

# Liste des tableaux

1	L'approche de la monnaie selon les courants de la pensée économique . . .	8
2	Similarités et divergences entre les approches horizontaliste, verticaliste et structuraliste . . . . .	10
1.1	Structure de gouvernance de TARGET2 . . . . .	39
2.1	Enregistrement en partie double pour un individu . . . . .	66
2.2	Traitement comptable de la création monétaire (1) . . . . .	68
2.3	Traitement comptable de la création monétaire (2) . . . . .	69
2.4	Répartition des éléments de l'actif et du passif . . . . .	72
2.5	Comptabilité en partie double par individu (A) . . . . .	73
2.6	Comptabilité en partie double par individu (B.1) . . . . .	74
2.7	Comptabilité en partie double par individu (B.2) . . . . .	76
2.8	Traitement comptable des flux monétaires (1) . . . . .	76
2.9	Traitement comptable des flux monétaires (2) . . . . .	77
3.1	flux monétaires au niveau du système bancaire émetteur du paiement . . .	114
3.2	flux monétaires au niveau du système bancaire récepteur du paiement . .	115
3.3	Intervention des banques centrales nationales sur les paiements suprana- tionaux en période de crise . . . . .	117
3.4	Répartition d'une sélection de pays membres de l'Eurosystème en fonc- tion de leurs positions vis-à-vis du reste de la zone euro . . . . .	125
5.1	Nouvelle structure comptable des banques centrales (1) . . . . .	191
5.2	Nouvelle structure comptable des banques centrales (2) . . . . .	192
5.3	Paiement supranational intra-européen après la réforme (1) . . . . .	196

5.4 Paiement supranational intra-européen après la réforme (2) . . . . . 200

# Liste des abréviations

- AME : Accord Monétaire Européen
- APP : Programme d'Achat d'Actifs
- BCE : Banque Centrale Européenne
- BRI : Banque des Règlements Internationaux
- FMI : Fond Monétaire International
- Fed : Réserve fédérale des Etats-Unis
- FESF : Fonds Européen de Stabilité Financière
- ISR : Institution Supranationale de Règlement
- MCE : Mécanisme de taux de Change Européen
- MPE : Mécanisme de Paiement Européen
- MRDS : Mécanisme de Restructuration de la Dette Souveraine
- OECE : Organisation Européenne de Coopération Economique
- PECO : Pays d'Europe Centrale et Orientale
- PIIGS : Portugal, Irlande, Italie, Grèce et Espagne
- PSC : Pacte de Stabilité et de Croissance
- RTGS : Systèmes des Règlements Bruts en Temps Réel
- SEBC : Système Européen des Banques Centrales
- SURE : L'instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence
- TIPS : Plateforme des Accords de Paiement Instantanés
- UE : Union (Économique) Européenne
- UEP : Union Européenne des Paiements
- UME : Union Monétaire Européenne

---

## **Résumé :**

Le système TARGET2 est l'actuelle plateforme de traitement des paiements intra-européens. Par son mode de fonctionnement, ce système permet l'accumulation de dettes et de créances vis-à-vis du reste de la zone euro en fonction des paiements effectués. De ce fait, l'acquisition d'une position créditrice par un pays vis-à-vis du reste de la zone euro implique inévitablement le développement d'une position débitrice autre-part à l'intérieur de la zone euro.

Ce mode de fonctionnement peut agir en défaveur de la zone euro dans la mesure où le système TARGET2 peut constituer un canal de contagion du risque systémique, et ceci a bien été le cas durant la crise de la dette souveraine où l'intervention des banques centrales a été nécessaire afin de préserver les systèmes bancaire de l'Eurosysteme.

A présent, le système des paiements intra-européens nécessite une réforme structurelle afin de permettre aux paiements de parvenir à leurs finalités et empêcher la constitution de créances et de dettes vis-à-vis du reste de la zone euro.

Cette réforme doit être complétée et soutenue par une intégration des mesures budgétaires des pays de l'Eurosysteme car les mesures de politiques monétaires restent insuffisante pour compenser l'hétérogénéité institutionnelle de cet espace économique.

## **Abstract :**

The TARGET2 system is the current platform for processing intra-European payments. By the way it operates, this system allows debts and claims to be accumulated vis-à-vis the rest of the euro zone on the basis of payments made. As a result, the acquisition of a credit position by a country vis-à-vis the rest of the eurozone inevitably implies the development of a debit position elsewhere within the eurozone.

This mode of operation can work to the disadvantage of the eurozone insofar as the TARGET2 system can act as a channel for contagion of systemic risk, and this was indeed the case during the sovereign debt crisis when the intervention of central banks was necessary in order to preserve the banking systems of the Eurosystem.

At present, the intra-European payments system requires structural reform to enable payments to achieve their purposes and prevent the creation of claims and debts against the rest of the eurozone.

This reform must be complemented and supported by an integration of the budgetary measures of the Eurosystem countries, as monetary policy measures remain insufficient to compensate for the institutional heterogeneity of this economic area.

