

## **EUROPE FATALE, EUROPE FRACTALE ?**

**Jacky Fayolle**

Billet du CEP  
20 août 2012

## EUROPE FATALE, EUROPE FRACTALE ?

Cette note propose un point d'étape sur la crise européenne et ses implications. Elle résume d'abord le contexte conjoncturel, sur lequel pèsent lourdement les incertitudes politiques autour des voies de résolution de la crise. Elle examine ensuite deux composantes contradictoires de ces incertitudes : d'une part, les dirigeants européens prennent, de manière répétée, d'importantes initiatives politiques et institutionnelles en vue d'une intégration renforcée, dont la prise sur les difficultés immédiates reste cependant faible et dont la crédibilité a bien du mal à s'affirmer ; d'autre part, la mise en cause du fonctionnement courant de la zone euro et de ses mécanismes de base, via le système de paiement *Target2* au sein du système bancaire et financier, s'enracine dans certains cercles intellectuels et politiques, notamment en Allemagne, au point de peser désormais sur le débat politique et de nourrir la spéculation sur la désagrégation possible de la zone. La cohabitation de ces tendances contradictoires n'est pas propice à l'amélioration des anticipations des acteurs économiques et financiers européens.

### Une conjoncture européenne sous contrainte politique

A l'été 2012, la conjoncture internationale et européenne est sans surprise : l'année écoulée depuis l'été 2011 a entériné et confirmé le retournement qui s'était nettement dessiné il y a un an, mettant un terme à la reprise engagée depuis la mi-2009, après la profonde récession de 2008-2009.

### *L'activité européenne reste dépendante de la perfusion monétaire*

Le ralentissement de la croissance mondiale est général<sup>1</sup> : la consolidation de la reprise américaine bute sur des obstacles structurels et sur les incertitudes, notamment d'ordre politique, qui brouillent les perspectives de la politique budgétaire ; les économies émergentes, confrontées à la maîtrise de leurs propres tensions, offrent un paysage contrasté mais ne sont, dans leur ensemble, plus aussi porteuses qu'elles l'ont été jusqu'à la mi-2011.

Dans ces circonstances, l'Union Européenne ressent d'autant plus ses propres faiblesses. Ne pouvant compter que sur des forces modérées d'entraînement externe, elle s'enlise dans une croissance très faible et, pour ses membres les plus vulnérables, dans une franche récession. La France, comme souvent en position

---

<sup>1</sup> Le FMI, actualisant ses prévisions mondiales en juillet, annonce une croissance des volumes de production et de commerce mondiaux respectivement de 3,5% et 3,8% en 2012, après 5,3% et 12,8% en 2010, 3,9% et 5,9% en 2011. Il attend une reprise mondiale très modérée en 2013 : 3,9% pour la production, 5,1% pour le commerce.

médiane au sein de la conjoncture européenne, oscille depuis plusieurs trimestres à proximité de la croissance zéro. Pour la zone euro dans son ensemble, le maintien d'une croissance positive est peu probable en 2012 et n'est pas acquis en 2013.

Le premier trimestre 2012, dopé par les actions exceptionnelles de soutien de la BCE à la liquidité des banques et des marchés, a pu faire illusion mais le reflux de ces actions a laissé la médiocrité fondamentale de la conjoncture reprendre le dessus. Les périodes de désendettement recouvrent des processus d'ajustement lents et tortueux, a fortiori lorsqu'ils interviennent dans un contexte, comme celui que vit l'Europe, où la coordination entre les acteurs privés et publics des différents pays, entre les créanciers et les débiteurs, est particulièrement difficile. Certaines dettes excessives n'échapperont pas à la dévalorisation, et le processus est engagé ; mais comment et sur qui seront répercutés les coûts de cette dévalorisation reste objet d'incertitudes, de conflits, de négociations qui, tant qu'ils ne sont pas réglés, sont autant d'obstacles à une reprise solide.

Les entreprises sont durablement confrontées à la perspective de croissance très faible et instable qui découle de cette situation, dont il serait irréaliste d'attendre une sortie rapide. Leur capacité d'adaptation est inégale, en fonction, notamment, de leur degré d'exposition aux dynamiques différenciées des zones de production et de débouché où elles sont implantées, ainsi que de leur possibilité d'accès à des financements bon marché. Il en résulte une pression renforcée à l'encontre des emplois établis sur le territoire français, soumis à une contrainte concurrentielle qui aiguise les difficultés structurelles de compétitivité accumulées depuis une décennie.

Dans une note écrite il y a tout juste un an<sup>2</sup>, la trajectoire européenne était décrite comme dépendante d'une séquence en trois temps :

- A très court terme (la jonction de 2011 et 2012), la mobilisation de la force de frappe monétaire de la BCE pour stabiliser les marchés de titres privés et publics.
- A court terme (2012), la transition aux dispositifs permanents de stabilité et de solidarité financière, permettant d'assister conditionnellement les pays en difficulté dans la maîtrise progressive de leurs déséquilibres financiers et de leurs dettes publiques.
- A plus long terme, la correction progressive des disparités de compétitivité entre pays européens, dans le cadre d'une gouvernance collective mieux organisée pour prévenir ces disparités avant qu'elles ne débouchent sur des déséquilibres minant les capacités de croissance.

---

<sup>2</sup> Jacky Fayolle, *Été pourri, été meurtrier ?*, Billet du CEP, 22 août 2011, <http://www.groupe-alpha.com/data/document/criseete2011-billetcepalph-22aout11.pdf>

La BCE a bien joué l'acte I de cette séquence, au travers des programmes d'achat de titres publics sur les marchés secondaires et d'allocation illimitée de liquidités aux banques sur trois ans. Et l'impact bienfaisant, en termes de détente financière, s'en est incontestablement fait sentir au début de l'année 2012. Il a suffi que l'action de la BCE revienne à la "normale" pour que cet impact fonde comme neige au soleil du printemps et que l'anxiété sur la solvabilité de banques et d'Etats revienne au galop, dans un contexte d'austérité budgétaire généralisée déprimant encore plus les perspectives de croissance. Le passage à l'acte II et, a fortiori, à l'acte III est plus que difficile, en dépit – et c'est bien là un paradoxe récurrent – des efforts répétés, mais incantatoires, désordonnés et redondants, des dirigeants européens pour mettre sur pied les dispositifs de stabilité financière et de gouvernance publique permettant de maîtriser enfin les désordres européens.

Du coup, à l'été 2012, la BCE est sommée de rejouer l'acte I. Son président Mario Draghi se dit comptable de la sauvegarde de la zone euro, menacée par des primes de risque dont l'ampleur semble indiquer qu'elles incorporent déjà un risque de sortie de la zone euro pour les pays qui les subissent. Il prend même le parti d'effets d'annonce en forme de roulements de tambour mais finalement temporise en subordonnant de nouvelles actions d'envergure de la BCE à la sollicitation, par les gouvernements nécessaires, des dispositifs existant (le FESF, Fonds Européen de Stabilité Financière) ou prévu (le MES, Mécanisme Européen de Stabilité). Les apports du MES seront accessibles aux Etats demandeurs, y compris pour leurs emprunts primaires, moyennant une conditionnalité stricte.

L'annonce de la préparation d'un dispositif d'intervention de la BCE sur le marché secondaire des titres publics de court terme (d'échéance inférieure à deux ans) a au moins permis de faire refluer les taux correspondants pour les Etats en difficulté d'accès aux marchés, en restaurant une courbe des taux par échéance d'allure plus normale. C'est, de nouveau, une solution d'attente qui permettra peut-être de tenir jusqu'à l'automne sans accident majeur d'ici là, en supposant qu'alors les dispositifs annoncés soient enfin opérationnels : la cour constitutionnelle allemande ayant enfin donné enfin son aval au MES ; le Traité budgétaire européen ratifié par au moins 12 Etats de la zone euro ; l'Union bancaire, dont on attend qu'elle permette de traiter les problèmes des banques en les déconnectant de ceux des Etats, rapidement et solidement mise en place, à horizon de la fin de l'année.

### **L'hypothèque systémique**

Certes, on peut regretter que la BCE, pourtant indépendante, ne se sente pas plus libre de ses mouvements et ne manifeste pas un soutien à l'activité aussi continu que celui de la FED aux Etats-Unis, via les programmes successifs de *quantitative easing* facilitant les émissions de dette fédérale en dépit des impasses de la gestion budgétaire américaine. Mais demander à la BCE d'être une "véritable

banque centrale”<sup>3</sup>, comme la Réserve fédérale américaine ou la Banque d'Angleterre, reste incantatoire : c'est en effet passer trop vite sur certaines malfaçons de l'union monétaire européenne, aujourd'hui tangibles et de moins en moins tolérées par certains membres fondateurs clefs. On peut juger, *in abstracto*, que la BCE ne va pas assez loin et ne montre pas assez de constance dans la monétisation des dettes publiques. Au travers de ses interventions non conventionnelles, la BCE est cependant déjà allée au-delà du strict code génétique hérité de la Bundesbank. Pour nombre de responsables allemands, la monétisation diffère indûment l'engagement résolu dans un processus de désendettement. Il est de plus en plus difficile de faire comme si cette opposition n'existait et ne se renforçait pas, devenant ainsi un élément crucial du problème européen. Le Président du Conseil italien, Mario Monti, ne s'y trompe pas, lorsqu'il parle de “rupture psychologique” au sein de l'Union européenne.

La relance des interventions de la BCE aiguise les conflits d'interprétation sur ses missions, notamment entre nombre de responsables allemands (dont ceux en fonction à la BCE) et d'autres dirigeants européens. Ces conflits ne sont pas superficiels : ils touchent à des conceptions fondamentales, sur le rôle de la monnaie et des normes juridiques dans la construction européenne. Comment pérenniser une union monétaire dont les acteurs nationaux ne partagent pas la même conception de la monnaie ? Comment avancer vers un fédéralisme solidaire en l'absence d'entente sur les normes d'un Etat de droit européen, qui respecte la lettre et l'esprit des traités ?

La négociation avec les dirigeants allemands n'a pas encore vraiment abordé ces points durs, à certains égards préalables aux *Eurobonds*. Il faudra pourtant qu'ils le soient. En Allemagne, le débat s'est aiguïté à l'initiative d'économistes et de responsables politiques dont la défiance argumentée à l'égard de l'Union monétaire grandit : pour eux, le fonctionnement courant de l'Union, au travers du système de paiement organisant les règlements au sein du SEBC (le Système Européen de Banques Centrales, c'est-à-dire la BCE et les banques centrales nationales) aboutit à une accumulation polarisée et insoutenable de dettes entre Etats membres et dégrade la qualité de la monnaie unique au nom du soutien aux Etats naufragés. L'impact de ces prises de position sur l'opinion publique allemande est sensible : une majorité de citoyens allemands dit regretter le DM. Il serait illusoire de vouloir consolider l'Union monétaire, sans traiter explicitement ces problèmes, quel que soit le jugement porté sur ces opinions et analyses.

Plus la BCE s'engagera dans le soutien monétaire à l'activité et aux Etats en difficulté – ce qu'on peut fort bien justifier au vu de la conjoncture –, plus cette tension interne à l'Union monétaire, d'ordre politique, grandira, jusqu'au clash.

---

<sup>3</sup> Voir par exemple André Grejbine, La BCE doit devenir une banque centrale. Ses statuts actuels sont trop contraignants », *Le Monde*, 10 juillet 2012.

Certains responsables allemands n'hésitent plus à dire qu'il vaut mieux que la Grèce et d'autres sortent de l'euro, par un processus aussi maîtrisé que possible, avant que leur maintien dans la zone ne signe la survenue de ce clash. Il devient dès lors difficile de reprocher aux marchés de spéculer sur la rupture de l'Union monétaire.

C'est sur cette idée qu'Hans-Werner Sinn, économiste allemand président de l'institut CESifo de Munich et promoteur de critiques virulentes du fonctionnement de l'Union monétaire, conclut un long article paru dans la presse française<sup>4</sup>, même s'il prend la précaution de signaler que cette sortie pourrait n'être que temporaire, le temps pour la Grèce et d'autres de restaurer leur compétitivité sans devoir passer par une déflation nominale interne destructrice et périlleuse. La prise de position n'est pas sans rationalité économique : l'examen de multiples expériences passées tend à montrer que les dévaluations externes réussissent plutôt mieux que les déflations internes, quand bien même elles ne sont guère plus indolores<sup>5</sup>. Evidemment, la mesure des coûts et avantages de la sortie d'un ou plusieurs pays de la zone euro n'est pas réductible à l'argument de la dévaluation : compte tenu de la densité des liens de créancier à débiteur au sein de la zone euro, les pays créanciers peuvent se demander plusieurs fois s'ils ont intérêt à la sortie de leurs débiteurs insolubles, y compris parce que la défiance des marchés pourrait les atteindre à leur tour en cas de rupture chaotique<sup>6</sup>. Sans parler de l'isolement de la Grèce dans un environnement balkanique dont la stabilisation est précaire. Avec l'amputation des membres défaillants, la zone euro assurerait-elle sa survie ou se condamnerait-elle définitivement ?

Les initiatives de croissance sont bienvenues en Europe, comme celle qu'a décidée le Conseil européen des 28 et 29 juin, avec un plan visant à mobiliser 120 milliards d'euros, soit de l'ordre de 1% du PIB européen, via l'augmentation de capital de la Banque Européenne d'Investissement, l'émission de *project bonds* alloués à des projets précis, la mobilisation des fonds structurels non utilisés. Mais l'hypothèque que font peser le dérèglement systémique de la zone euro et la menace conséquente de sa rupture est trop lourde pour que ces initiatives puissent faire sentir pleinement leur impact en l'absence de traitement résolu de ce dérèglement. L'hypothèque systémique affecte désormais trop les perceptions et les anticipations des acteurs économiques et financiers, jusqu'aux ménages eux-mêmes, pour laisser espérer le retour à une croissance durable sans que cette hypothèque soit levée. Les primes de risque démesurées, qui concrétisent cette hypothèque, étouffent l'activité

---

<sup>4</sup> "Pourquoi Paris et Berlin s'opposent", *Le Monde*, 1<sup>er</sup> août 2012.

<sup>5</sup> Pour un examen récent, voir Yves-Emmanuel Bara et Sophie Piton, "Peut-on dévaluer sans dévaluer ?", *La Lettre du CEPII*, n°324, 1<sup>er</sup> août 2012.

<sup>6</sup> *The Economist*, 11-17 Août 2012, imagine un "Merkel memorandum" confidentiel soumis par ses conseillers à la Chancellerie et lui proposant deux options de sortie de certains États de la zone euro : la Grèce seule ; tous les États ayant requis une aide européenne (Grèce, Portugal, Irlande, Chypre, Espagne). Ce mémorandum virtuel (écrit par des britanniques qui se mettent dans la peau des allemands !) analyse avec lucidité les risques et les coûts associés, notamment les pertes qui seraient à consentir par les créanciers européens et allemands. On n'échappera pas, d'une manière ou d'une autre, à la dévalorisation des dettes.

dans les pays dits périphériques ; elles incitent leurs gouvernants à redoubler des restrictions budgétaires précipitées qui s'avèrent destructrices pour l'activité économique et la cohésion sociale: pour ces pays, la crédibilité budgétaire devient impossible à reconquérir, tandis que les pays du centre, dont l'Allemagne, finissent par souffrir eux-mêmes du repli généralisé des perspectives de croissance. Au cours de l'été 2012, le Président du Conseil italien, Mario Monti, souligne avec force la menace mortelle que constituent ces cercles vicieux pour la zone euro et s'efforce de gagner les dirigeants européens à la cause commune de sa sauvegarde. L'invocation de la croissance restera incantatoire sans correction des dérèglements systémiques de la zone euro.

### **La surenchère institutionnelle ne fait pas la crédibilité**

Depuis deux ans, la liste des initiatives institutionnelles prises par les dirigeants européens, touchant à la stabilité financière et à la gouvernance publique, est plus que fournie : c'est une artillerie lourde mais sa mise en œuvre s'avère si complexe et laborieuse que les dispositifs annoncés, d'abord impressionnants, font ensuite figure de " tigres de papier " face au retour et aux ravages de la défiance sur les marchés à l'encontre des banques et des Etats fragiles.

#### ***Fuite en avant ou rationalisation institutionnelle ?***

Ces initiatives mêlent :

- la mise en place de dispositifs renforcés de prévention et de correction des déséquilibres budgétaires et macroéconomiques nationaux, relevant de la méthode communautaire et donnant à la Commission européenne un rôle renforcé dans la mise en œuvre de ces procédures, jusqu'aux recommandations adressées aux Etats et aux éventuelles sanctions en cas de non respect : semestre européen, censé permettre l'élaboration annuelle coordonnée des orientations budgétaires, macroéconomiques et structurelles, de manière à déboucher sur des recommandations acceptées ; ensemble de directives et règlements dénommé *six pack* (depuis fin 2011) et bientôt aussi *two pack*, formalisant la réforme du pacte de stabilité et de croissance et les nouvelles procédures de surveillance macroéconomique et budgétaire.
- La conclusion d'accords inter-gouvernementaux entre les Etats volontaires pour formaliser une gouvernance publique commune plus intrusive dans les politiques et les systèmes socio-économiques nationaux, y compris dans des domaines tenus à l'écart de la compétence communautaire (comme la politique salariale) : *Pacte pour l'euro plus* au printemps 2011, *Fiscal compact* fin 2011 débouchant sur le projet de *Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire*, en cours de

ratification et comportant la clause d'une règle d'or budgétaire à adopter par les Etats signataires. Ces textes renforcent à leur tour la discipline budgétaire et la surveillance macroéconomique, notamment en énonçant les critères budgétaires de déficit structurel et de dette publique à respecter de manière contraignante à moyen terme.

Chacun de ces textes peut donner lieu à une appréciation balancée : l'effort de progression vers une gouvernance économique commune, prenant en compte un cadre macroéconomique élargi et s'efforçant de crédibiliser le système de recommandations et de sanctions, est bien appelé par l'actuelle crise européenne. Mais l'ensemble de ces textes constitue un maquis opaque, sur les plans technique et juridique, péchant à la fois par redondance et par incohérence, au sein duquel il est difficile de s'orienter en toute clarté. Par exemple, le *fiscal compact*, en instaurant la décision à la majorité inversée pour décider d'une procédure à l'encontre d'un Etat en infraction avec les règles communes, est plus contraignant que le Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne (partie intégrante du Traité de Lisbonne) mais il n'a pas la préséance juridique... Le parlement européen, dans une résolution du 2 février 2012, s'est d'ailleurs explicitement inquiété de cette situation et a appelé à sa correction<sup>7</sup> : "il aurait été préférable de parvenir à un accord dans le cadre du droit de l'Union européenne", sachant que "pratiquement tous les éléments du nouveau traité peuvent être réalisés, et dans une large mesure ont déjà été réalisés, au sein du cadre juridique en vigueur de l'Union et par l'intermédiaire du droit dérivé, sauf pour la 'règle d'or', le vote à la majorité qualifiée inversée et l'intervention de la Cour de justice européenne". Le parlement souhaite en conséquence "l'évitement des doubles normes, entre les normes de l'accord et celles du traité de Lisbonne, également contenues dans l'acquis communautaire" et rappelle "l'engagement d'intégrer le contenu de l'accord dans le cadre juridique de l'Union d'ici cinq ans".

En attendant, l'Union Européenne (puisque plusieurs Etats hors zone euro se sont associés aux accords intergouvernementaux) devra vivre avec cette pluralité de textes pour avancer dans la résolution de sa crise. Si cette pléthore peut faire les délices de l'expertise juridique, elle handicape encore davantage l'appropriation de la construction européenne par ses acteurs, sans parler des citoyens européens, et jette le flou sur les sources de la légitimité communautaire. Elle renforce la circonspection des instances constitutionnelles nationales envers la conformité des textes communautaires aux postulats démocratiques qui fondent les souverainetés nationales. Rien ne sert à cet égard de maugréer à propos de la lenteur des juges constitutionnels allemands pour décider de la compatibilité du Pacte fiscal et du MES avec les normes constitutionnelles de la République fédérale et veiller au respect des prérogatives du Parlement national. Avec la stabilité de la monnaie, le respect des normes de l'Etat de droit est bien une valeur fondatrice de la République fédérale,

---

<sup>7</sup> Résolution du Parlement européen du 2 février 2012 sur le Conseil européen du 30 janvier 2012.

après l'histoire allemande du siècle dernier. Si la résolution de la crise européenne doit passer par un partage mieux assumé des souverainetés nationales dans des domaines clefs, comme d'ailleurs le disent des dirigeants allemands mais comme y rechignent les gouvernants français tout en appelant à une solidarité de type fédéral, ce ne pourra se faire par des "coups de force inter-gouvernementaux" à répétition, qui font de l'ordre juridique européen un micmac impossible à déchiffrer et réduisent les opinions publiques nationales à l'état de spectateurs passifs et lassés<sup>8</sup>.

Or, la surenchère institutionnelle n'est pas un processus terminé. Le Conseil Européen des 28 et 29 juin, prenant acte des dernières péripéties de la crise européenne, avalise le bref rapport des quatre présidents (Conseil Européen, Eurogroupe, Commission, BCE) intitulé "Vers une authentique Union économique et monétaire"<sup>9</sup>, laquelle serait dotée "d'une architecture cohérente et complète à mettre en place au cours de la prochaine décennie", fondée sur quatre blocs essentiels : un cadre financier intégré (dont l'Union bancaire centralisant la supervision bancaire et la résolution des crises bancaires) ; un cadre budgétaire intégré ; un cadre intégré de politique économique ; une légitimité et une responsabilité démocratiques renforcées (ce dernier bloc faisant néanmoins quelque peu l'effet d'une clause de style). Sur la base de ce rapport, une feuille de route devra être établie d'ici la fin de l'année, notamment pour examiner ce qui pourra être fait dans le cadre des traités actuels. Le rapport prône l'avancée vers une plus grande mutualisation ("*pooling*") des prises de décision budgétaires et des risques associés : l'émission de dette publique nationale au-dessus d'un niveau agréé en commun devrait être justifiée et approuvée. Dans ces conditions, la perspective, à moyen terme, d'émissions de dette en commun, sous différentes modalités, pourrait être explorée comme partie intégrante d'une telle union budgétaire, pouvant s'incarner en dernière instance par un Trésor public à l'échelle de la zone euro.

Ce texte a incontestablement frappé les esprits attentifs et, au moins dans un premier temps, les marchés : il porte la marque plus résolue d'une volonté d'avancée vers une intégration renforcée de type fédéral et d'un compromis entre les positions

---

<sup>8</sup> On lira avec intérêt à cet égard l'essai du philosophe allemand Jürgen Habermas, *La constitution de l'Europe*, Gallimard, 2012. Habermas, très critique envers l'incapacité "nombriliste" des actuels gouvernants allemands à porter une vision dynamique de l'Europe pour dépasser la crise actuelle, est en même temps représentatif au plus haut point de cette culture allemande contemporaine (mais héritière de Kant) vigilante à l'égard du respect des principes démocratiques fondamentaux. Il considère que le Pacte fiscal, conclu par voie inter-gouvernementale, est typique de la dérive vers "un 'fédéralisme exécutif', qui deviendrait un parangon d'autocratie post-démocratique". C'est sur la base du respect des principes démocratiques qu'il explore les voies possibles d'une véritable constitutionnalisation de l'Europe et de l'accès de la société civile européenne à la capacité d'intervention sur la scène politique : les Etats auront à respecter un ordre juridique effectivement accessible aux citoyens européens, eux-mêmes non réductibles à une identité nationale de nature étatique. Si l'approche peut paraître candide ou utopique, elle ne l'est sans doute guère plus que la promotion du contrat social ou de l'ordre constitutionnel par les Lumières du XVIII<sup>e</sup> siècle.

<sup>9</sup> *Towards a genuine economic and monetary union*, Report by President of the European Council Herman Van Rompuy, EUCO 120/12, Brussels, 26 June 2012.

nationales actuelles, puisque la perspective des *Eurobonds* est laissée ouverte. Il ne trace certes que des linéaments mais s'il devait déboucher sur une feuille de route sérieuse et précise, il pourrait offrir un cadre pour rationaliser et simplifier l'actuelle et désordonnée exubérance juridique européenne. Sous réserve aussi de prendre le dernier bloc, celui de la légitimité et de la responsabilité démocratiques renforcées, au sérieux : le rapport énonce en effet une orientation fédératrice qui ne prendra pas racine sans l'assentiment des peuples européens, ce qui suppose qu'ils y voient leur intérêt et y trouvent leur compte. A certains égards, le débat sur l'adoption de la "règle d'or" budgétaire, qui va encore occuper quelques parlements nationaux dans les mois qui viennent, est presque mineur comparativement aux orientations indiquées dans le rapport, celle par exemple d'une soumission des émissions de dette publique nationale à un accord commun et préalable.

### ***La reconquête de la crédibilité n'attend pas***

Comme souvent après les sommets européens, les marchés, une fois dégrisés, relativisent l'ambition affichée par les résolutions ; ils reviennent à la réalité de processus d'ajustement dont la crédibilité reste douteuse et de la mise en œuvre difficile des résolutions communautaires. Le cas espagnol fait figure de pierre de touche, à cet égard, depuis le printemps. Au cours du mois de juillet, les taux sur les émissions publiques espagnoles remontent à un niveau critique, ce qui motive les effets d'annonce d'intention dissuasive de Mario Draghi, qui parviennent au moins à favoriser une certaine accalmie sur le reste de l'été. La crise espagnole repose sur un effet de résonance renforcé entre les menaces sur la solvabilité de l'Etat, des Communautés Autonomes régionales et d'une partie, déjà nationalisée, du système bancaire : elle illustre à perfection les tendances au fractionnement de l'espace européen, à l'image de la géométrie fractale qui reproduit, à petite échelle, les figures visibles à plus grande échelle. L'Etat espagnol souhaite bénéficier de l'appui financier européen pour son système bancaire sans passer sous les fourches caudines d'un nouveau plan d'ajustement, au-delà des engagements qu'il a déjà pris. Après le sommet des 28 et 29 juin, le MES a le feu vert pour contribuer directement à la recapitalisation des banques, sans être un créancier préférentiel, mais il n'est pas encore en place... Il faut donc imaginer des expédients en forme de montages transitoires passant par l'actuel FESF. L'Allemagne considère que l'Etat espagnol ne peut se décharger complètement de ses responsabilités et doit garantir les premières tranches de l'aide apportée par le FESF (sur un montant global évalué à 100 milliards d'euros). L'Espagne doit aussi respecter les conditions imposées par la DG concurrence de la Commission européenne aux restructurations bancaires.

A l'échelle d'un pays de grande taille, doté d'une organisation décentralisée et obéré par les excès immobiliers et financiers hérités d'une période de croissance improductive, le cas espagnol témoigne de la difficulté à définir une trajectoire d'ajustement budgétaire crédible, quand la récession franche plombe les comptes.

Le gouvernement espagnol a dû renégocier cette trajectoire avec la Commission européenne, le retour au respect d'un déficit public de 3% en proportion du PIB étant repoussé à 2014. Il reste que les coupes dans les dépenses publiques et sociales sont massives et affectent désormais directement les ressources des ménages. Même avec un objectif révisé et sans conditionnalité supplémentaire associé au plan de soutien bancaire, la réussite de l'ajustement espagnol est sujette à caution, dès lors que nulle perspective de reprise économique n'apparaît aujourd'hui tangible.

Le cas espagnol illustre un problème plus général qui peut se manifester ailleurs. La surenchère institutionnelle qui agite l'Europe se traduit en particulier par une juxtaposition des critères budgétaires à respecter, sur des horizons distincts : un déficit public inférieur à 3% du PIB ; un déficit public structurel, malaisé à définir, inférieur à 0,5% du PIB à moyen terme ; une dette publique inférieure à 60% du PIB ; une réduction d'un vingtième par an de l'écart entre le niveau effectif de dette publique et cette cible... Le FMI, dans ses dernières prévisions, prévoit, pour la plupart des pays avancés, un pic des dettes publiques, en proportion du PIB, étalé entre 2013 et 2015<sup>10</sup>. Les pays européens concernés devront donc enchaîner très rapidement le respect de la norme courante de déficit public, en 2013 ou 2014, et la progression vers la cible de dette : où sont l'effort et les perspectives de croissance commune permettant de crédibiliser un tel cheminement ? Quelles que soient leurs bonnes intentions et composantes, ni la stratégie *Europe 2020*, ni l'initiative de croissance annoncée au sommet européen des 28 et 29 juin ne sont aujourd'hui à hauteur des exigences. La débauche de normes démultipliant la discipline statistique, laquelle a déjà montré les limites de son efficacité dans le passé, ne résout pas le problème de "cohérence temporelle", de continuité crédible de la trajectoire d'ajustement, auquel sont confrontés les gouvernements européens<sup>11</sup>.

Dans la pratique, beaucoup passera par les marchandages circonstanciels auxquels se livreront gouvernements et Commission, au cours du semestre européen, pour déboucher sur des recommandations un tant soit peu réalistes. C'est ce qui s'est passé dans le cas de l'Espagne. La profusion institutionnelle n'évitera pas aux gouvernements de réviser la faisabilité des ajustements envisagés, notamment en fonction de la réalité des perspectives de croissance et du degré de tolérance manifesté par le corps social. Ce bricolage au coup par coup, complément obligé des envolées institutionnelles, ne suffit évidemment pas à clarifier l'horizon nécessaire au dépassement de la crise européenne.

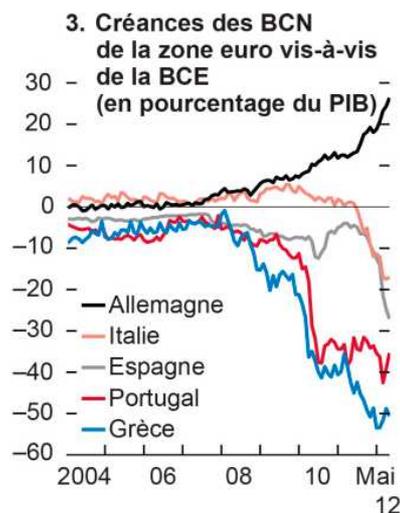
---

<sup>10</sup> ...mais pas pour le Japon et l'Espagne, où la dette ne se stabiliserait pas en proportion du PIB d'ici la fin de la période de projection, fixée à 2016. En France, le pic serait atteint en 2014 (90,8%). En Allemagne, il l'aurait déjà été en 2010 (83,5%).

<sup>11</sup> Dans le cas de la France, Jean Pisani-Ferry (" Les choix de M. Hollande ", *Le Monde*, 14 août 2012) souligne que le feu vert donné par le Conseil constitutionnel à l'adoption à minima de la règle d'or par une loi organique, ne dispense pas le gouvernement français de clarifier, dans un contexte de croissance durablement faible mais à ne pas déstabiliser davantage, la programmation pluriannuelle de ses choix budgétaires et d'adapter en conséquence les procédures de décision.

## Une Union monétaire en trompe-l'œil ?

Dans ses dernières *Perspectives de l'économie mondiale*, le FMI publie un graphique qui, jusque-là, n'était pas habituel mais fait désormais partie des indicateurs permettant de jauger la crise de la zone euro. Il s'agit des créances et dettes entre Banques Centrales nationales au sein du Système Européen de Banques Centrales, sachant que la BCE sert de place de compensation et que ces obligations réciproques sont consolidées dans son bilan. Ce bilan consolidé ne constitue qu'une part minoritaire du bilan global du SEBC.



**Source :** *Perspectives de l'Economie Mondiale*, mise à jour du 16 juillet 2012, FMI, <http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2012/update/02/pdf/0712f.pdf>

### Les 'balances Target2' : des faits comptables...

La mise en évidence de ces relations de créancier à débiteur entre banques centrales nationales de la zone euro s'est imposée à partir d'une controverse qui s'est développée en Allemagne depuis un an, notamment à l'initiative de l'institut bavarois CESifo et de son président Hans-Werner Sinn, puis s'est propagée à l'échelle européenne et internationale<sup>12</sup>. Mais le problème, tel qu'il est posé par ces économistes et responsables allemands, n'est sans doute pas perçu avec la même acuité par la plupart des autres européens. Cette divergence dans la reconnaissance

<sup>12</sup> Les publications initiales sont en allemand, mais l'institut CESifo a édité récemment deux publications en anglais couvrant largement le sujet et accessibles sur le site [www.cesifo.de](http://www.cesifo.de) : *The European Balance of Payments Crisis*, CESifo Forum, Volume 13, Special Issue, January 2012 ; *The EEAG Report on the European Economy, Eleventh Annual Report 2012*, European Economic Advisory Group, CESifo, 2012. La première publication présente un large ensemble de contributions, majoritairement favorables aux thèses développées par Hans-Werner Sinn, qui introduit le volume et étrille les voix discordantes ; la seconde, qui est l'édition 2012 du rapport annuel sur l'économie européenne publié par CESifo, propose dans son chapitre 2, *The European Balance-of-Payments Problem*, une synthèse de la controverse, plus équilibrée que dans la publication précédente. Si, dans ses publications et manifestations, l'institut CESifo se montre ouvert au pluralisme, on ne peut méconnaître que son implantation bavaroise, dans l'une des régions les plus riches d'Europe, favorise la perméabilité avec la branche régionale de la démocratie chrétienne, la CSU, qui n'est pas la plus ouverte à la solidarité européenne.

du problème et de son éventuelle gravité participe à la difficulté du dialogue entre responsables européens et allemands. Pour les allemands qui ont monté en épingle cette question, il devient impossible d'évaluer correctement l'ampleur du soutien accordé aux pays en difficulté sans prendre en compte les soutiens implicites et silencieux qui prennent naissance dans le fonctionnement courant du système de paiement organisant les relations au sein du SEBC : ces soutiens sont d'un ordre de grandeur supérieur aux soutiens officiellement accordés !

De quoi s'agit-il ? Essayons de résumer une controverse dont les aspects techniques gênent l'appréhension par un large public, y compris par les responsables politiques eux-mêmes. Mais lorsqu'il s'agit de monnaie, la technique n'est pas de l'ordre de l'intendance secondaire : le système de paiement, qui organise les relations au sein du SEBC et, plus largement, du système financier européen, est à la zone euro ce que le réacteur est à une centrale nucléaire alimentant un vaste réseau électrique. Il vaut mieux que ça ne pète pas.

Dans une zone monétaire depuis longtemps unifiée, qui ne doute pas de sa pérennité, certains agents – en premier lieu les banques – se refinancent auprès de la Banque Centrale tandis que d'autres disposent de liquidités excédentaires. A l'échelle de la zone, le bilan consolidé de ces relations se lit dans le bilan de la Banque Centrale qui dispose à son actif de créances sur l'économie et sur le Trésor public, contrepartie de la monnaie émise à l'occasion des opérations de refinancement et d'acquisition de titres publics. En fonction de préférences théoriques et/ou idéologiques, on peut apprécier diversement la manière dont la banque centrale gère ces opérations, si elle prend ou non des risques inflationnistes, mais, sauf les cas extrêmes d'hyperinflation et de fuite devant la devise nationale, la confiance dans celle-ci n'est fondamentalement pas mise en cause. La flexibilité du change sert de force de rappel corrective.

Dans une Union monétaire récente, constituée d'Etats encore attachés à leur souveraineté et de pays encore structurellement différents, les mécanismes basiques de la création monétaire sont les mêmes mais débouchent, dans certaines circonstances, sur des résultats qui n'ont pas la même neutralité. Si ces pays présentent entre eux des déséquilibres persistants de balances des paiements, qui ne sont plus comblés par des apports spontanés de capitaux ou par des emprunts ordinaires, les banques en demande de refinancement vont être localisées prioritairement dans les pays déficitaires tandis que les institutions accumulant des liquidités seront localisées prioritairement dans les pays excédentaires. Les banques des pays déficitaires se refinancent après avoir financé les importations courantes de leurs clients mais aussi d'éventuelles sorties de capitaux. A s'en tenir au bilan consolidé de la zone, tel qu'il transparaît dans le bilan de la Banque Centrale commune, cette polarisation n'est pas d'emblée tangible car elle ne débouche pas, *a priori*, sur un excès de création monétaire généralisé.

Cette polarisation nationale des refinancements et des excès de liquidités va se produire d'autant plus aisément que l'Union monétaire fonctionne sur une base décentralisée et dispose d'un système de paiements techniquement performant. C'est exactement le cas dans la zone euro : la BCE joue un rôle pivot au sein du SEBC et les opérations de refinancement passent d'abord par les Banques Centrales nationales, dans le respect des règles adoptées en commun au niveau de la BCE (par exemple pour l'acceptation des titres collatéraux permettant l'octroi d'un refinancement) ; la zone euro a perfectionné en 2008 son système de paiement qui organise la compensation des règlements réciproques au sein du système bancaire de la zone (système dénommé *Target2*, après *Target1* inauguré en même temps que la zone euro, *Target* comme *Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*).

Une importation élémentaire d'un pays déficitaire en provenance d'un pays exportateur de la zone euro peut être financée à crédit par une banque locale qui va se refinancer auprès de sa Banque Centrale nationale ; l'importation va se traduire, en dernière instance, par une reconnaissance de dette de cette Banque Centrale auprès de la BCE qui crédite en contrepartie la Banque Centrale nationale du pays exportateur. Pas de souci au premier degré : l'exportateur a bien été payé, en euros déposés sur son compte bancaire, via un crédit consenti à son client par une banque qui se finance aussitôt et la banque de l'exportateur dispose de liquidités qu'elle peut déposer auprès de sa Banque Centrale nationale. La contrepartie ultime est une créance de celle-ci sur la Banque Centrale du pays importateur, via le pivot qu'est la BCE au sein du SEBC.

A l'entrée dans la crise, les conditions étaient donc réunies pour que le creusement des déséquilibres courants entre pays de la zone euro se traduise par une accumulation polarisée de créances de certaines Banques Centrales nationales sur d'autres (les "balances Target"), via le rôle pivot joué par la BCE. L'accumulation de "balances Target" entre Banques Centrales nationales de la zone euro est donc, au premier degré, l'effet-miroir presque banal des déséquilibres réciproques de balances courantes et n'apportent, à cet égard, pas d'information supplémentaire. Ce que montre assez clairement le rapprochement statistique entre les déficits cumulés de balances de paiement et ces "balances Target". A une précaution près qui n'est pas mince : d'éventuelles fuites de capitaux, et pas seulement les importations courantes, peuvent nourrir ces balances. Cette occurrence semble s'être produite, au moins à certains moments, dans le cas de certains pays déficitaires, en liaison avec la défiance des investisseurs.

Le graphique repris par le FMI montre la polarisation spectaculaire des "balances Target" depuis 2008, y compris l'accélération de cette polarisation dans la toute dernière période, avec le creusement récent des balances grecque, espagnole, italienne. Traduit en milliards d'euros, les montants sont tout autant spectaculaires.

Le “memorandum Merkel” inventé par *The Economist* évalue les balances négatives du quintette Grèce, Portugal, Irlande, Chypre, Espagne à plus de 700 milliards d’euros, la contrepartie se trouvant pour une grande part à l’actif de la Bundesbank. Dans l’article cité du *Monde*, Sinn évoque des ordres de grandeur analogues et même supérieurs (en rajoutant l’Italie). Il estime que les créances Target de la Bundesbank sur les autres Banques Centrales européennes représentent maintenant la moitié de la richesse extérieure nette de l’Allemagne.

Les montants seraient arrivés à un point où les refinancements accordés par la Bundesbank aux banques allemandes seraient globalement négatifs, celles-ci apportant davantage de liquidités alimentées par la création monétaire dans les pays déficitaires qu’elles n’ont besoin de refinancements. La monnaie créée dans les pays périphériques de la zone est ainsi détruite dans les pays du cœur, tant que la capacité de stérilisation, par ces derniers, de l’afflux de liquidités n’atteint pas ses limites<sup>13</sup>. La création monétaire dans la zone euro est aujourd’hui polarisée par le financement des déficits courants dans les pays dits périphériques mais elle contribue ainsi au maintien de l’activité dans l’ensemble de la zone, puisque c’est ce qui permet aux exportateurs, notamment allemands, d’être payés.

### ... aux interprétations normatives

A partir de ce qu’on peut considérer comme une lecture comptable des faits – encore qu’elle ne soit pas si simple –, deux lignes interprétatives peuvent se développer. Elles font référence à des divergences analytiques mais aussi à des conceptions différentes de ce qu’est la monnaie dans les sociétés modernes (conceptions qui réactualisent de vieux clivages théoriques) :

- Pour Sinn et les sympathisants universitaires et politiques de ses thèses, il s’agit d’un dysfonctionnement fondamental et gravissime du fonctionnement de la zone euro, qui aboutit à faire du système de paiement *Target2* le substitut souterrain d’une union de transferts budgétaires qui ne dit pas son nom. Car, au travers des déficits courants, ce sont aussi les déficits budgétaires qui sont ainsi monétisés, soit qu’ils soient directement à l’origine des déficits courants (les déficits jumeaux, par excès de dépenses publiques), soit que les banques locales absorbent les émissions de dettes publiques et mobilisent ces titres comme collatéraux pour leur refinancement. La BCE a facilité cette dérive en acceptant des titres de moindre qualité comme collatéraux des refinancements accordés : elle porte donc une responsabilité propre, ce qui contribue à expliquer la crispation des représentants allemands dans ses organes de direction.

---

<sup>13</sup> C’est un point qui fait controverse. Pour certains auteurs, dès que les refinancements nets des agents internes deviennent négatifs, la banque centrale n’aurait plus d’autre choix que de vendre son or et ses réserves de devises pour stériliser un afflux excessif de liquidités ; pour d’autres, la banque centrale dispose d’une gamme plus souple d’instruments pour réguler une telle situation.

Dans l'évaluation du soutien européen aux Etats déficitaires, il faut donc ajouter les "balances Target". Si ces Etats défont, ces balances contribueront aux pertes faramineuses subies par les Etats créanciers (quelques dizaines de % de leurs PIB). Ce sera en particulier le cas si les Etats défontants sortent de la zone euro, puisque ces balances ne seront plus alors, si on peut dire, que de la "monnaie de singe". En comptabilité nationale, elles sont pourtant une contrepartie de l'épargne nationale, à l'actif de la Banque Centrale nationale du pays créancier : les contribuables nationaux y perdront massivement en devant recapitaliser cette dernière ainsi que la BCE (pour la part qui leur revient, soit au prorata de la part nationale dans le capital de la BCE). Dans les textes qui défendent cette vision, pointe une véritable angoisse, sincère ou non, à propos de cette menace, qui pèse aussi à l'encontre de la notation AAA des créanciers les plus solides. Si bien qu'on voit même surgir des suggestions de remboursement de la Bundesbank par d'autres Banques Centrales de la zone euro grâce à des transferts d'actifs tangibles comme l'or<sup>14</sup>. La situation fait alors penser à celles qui ont prévalu lors de ruptures au sein de systèmes de change rigides, comme celui de Bretton Woods en 1971 ou le Système Monétaire Européen en 1992 : la zone euro n'aurait été qu'une fausse union monétaire, dissimulant un système de changes hyper-rigide et finalement intenable. Si on adhère à cette vision, il devient dès lors logique d'acter, comme le fait Sinn, la sortie de certains pays, quitte à assumer et payer les pots cassés.

- Pour les analystes critiques des conclusions ainsi tirées, dont, il convient de le dire, d'autres économistes allemands en fonction à l'Université ou dans des institutions financières, elles dramatisent à l'excès ce qui est de l'ordre d'un fonctionnement normal à l'intérieur d'une zone monétaire dotée d'une devise unique : la Banque Centrale, quelles que soient ses incarnations (BCE ou Banques Centrales nationales du SEBC), détient, sur les agents qui se refinancent, des créances en contrepartie de la monnaie émise. L'euro étant bien une monnaie unique, il n'a pas d'odeur, si on peut dire, en fonction de la localisation des opérations qui donnent lieu à son émission par refinancement : il n'y a pas de "bons euros" (du nord) et de "mauvais euros" (du sud). En outre, les monnaies modernes sont plus fondées sur une convention de confiance (*fiat currency*) que sur la qualité supposée des actifs de la Banque Centrale qui les émet (le dollar ne serait plus une valeur refuge depuis longtemps, si on faisait dépendre mécaniquement la confiance en lui

---

<sup>14</sup> Ce serait un comble que la crise de l'euro signe ainsi le retour de la relique barbare: "But there may be another possibility for a time for the GIPS countries and thus the ECB instead of expanding the monetary base. Instead of increasing their Target debts at the ECB, these countries would have to finance their deficits by relinquishing their gold reserves to the ECB and thus indirectly to the Bundesbank. This would, of course, only be possible until their gold stocks were exhausted", Peter Berholz, "The current account Deficits of the GIPS Countries and their Target Debts at the ECB", in *The European Balance of Payments Crisis*, op.cit.

de la soutenabilité de la dette publique américaine et de la qualité des Bons du Trésor). La dépréciation des actifs de la Banque Centrale n'a pas d'impact mécanique sur la confiance dans la monnaie, car une Banque Centrale n'est pas contrainte à ne disposer que d'actifs durs (*hard assets*)<sup>15</sup>.

Ce qui est commun à ces lignes argumentatives opposées, c'est qu'elles ont toutes deux une composante auto-réalisatrice :

- si l'hétérogénéité fondamentale et irréversible de la zone euro est postulée au point de ne plus croire en la pérennité de la monnaie unique, il faut se préoccuper sans retard du dénouement des "balances Target" avant la rupture, sans attendre leur annihilation par le retour à des devises nationales dévaluées : mais c'est d'une certaine façon hâter la fin de la monnaie unique, puisque c'est reconnaître que l'euro n'a pas la même valeur partout, en fonction de la localisation de sa création, et exiger que le remboursement donne lieu à des transferts d'actifs dotés d'une valeur intrinsèque.
- si la pérennité de la monnaie unique est postulée, les relations de créancier à débiteur au sein du SEBC n'affectent pas la solidité de la monnaie unique. Ce ne sont jamais que des interdépendances entre les bilans de banques centrales parties prenantes d'un même système coordonné par la BCE : un remboursement en euros de certaines banques centrales par d'autres n'aurait guère de sens. Il faut consolider le SEBC pour en avoir une vision correcte et juger si, à cette échelle consolidée, la politique de la BCE comporte des risques spécifiques, de nature inflationniste, par un soutien trop facile aux banques et aux Etats en difficulté.

La thèse développée par Sinn et d'autres prend parfois des allures extrémistes, dans la forme et le fond : Sinn va jusqu'à qualifier la BCE de bureau planificateur qui distord l'allocation des ressources au détriment des épargnants allemands (mais les investissements allemands, au sud et à l'est de l'Europe, depuis une quinzaine d'années, n'ont pas été forcés et, dans bien des cas, ont participé au renforcement des chaînes de valeur animées par l'industrie germanique)<sup>16</sup>. D'autre part, l'énoncé de la thèse, qui insiste sur la monétisation des déficits budgétaires via *Target2*, donne à croire que les Etats en difficulté bénéficient par cette voie d'un financement monétaire quasi-gratuit. Si c'était complètement vrai, certains d'entre eux et non des

<sup>15</sup> C'est par exemple la position développée par Karl Whelan, "Target2 : Not why Germans should fear a euro breakup", *The market magazine*, Summer 2012.

<sup>16</sup> "Whether good or bad, it is a matter of fact that credit relocation via the ECB System meant that part of the German savings capital was flowing out via the system of central banks, rather than via the interbank markets".... "The allocation of capital to the single euro countries is no longer determined by market forces, but by a central planning organization (called the ECB)", H.W. Sinn in "The European Balance of Payments Crisis: An Introduction", *The European Balance of Payments Crisis*, op.cit.

moindres, ne subiraient pas, lorsqu'ils vont sur les marchés, des taux d'intérêt prohibitifs et ne seraient pas confrontés au risque récurrent d'illiquidité<sup>17</sup>. La confusion relevée par Sinn entre politique monétaire et politique budgétaire, via *Target2*, ne va pas jusqu'à supprimer la dureté des contraintes sur les Etats en difficulté. La comptabilité globale des "balances Target" ne doit pas dissimuler la spécificité des circuits financiers : que des banques de pays périphériques se refinancent à bon compte, et pas toujours pour de bonnes causes<sup>18</sup>, ne signifie pas que les Etats où elles sont implantées voient disparaître toute contrainte dure. En l'occurrence, c'est bien de nouveau le fonctionnement du système bancaire qui est en cause et l'avancée résolue vers l'Union bancaire peut y trouver des arguments.

Mais on peut penser aussi que la position consistant à répondre simplement à la thèse de Sinn et consorts par "il n'y a pas de problème" pêche par excès de légèreté. Elle fait comme si la pérennité de l'euro, dans sa configuration actuelle, était acquise. Ce n'est cependant pas le cas et on peut penser que, dans le cas d'une devise jeune dont la pérennité n'est pas acquise, la qualité des bilans partiels et consolidés des banques centrales qui la gèrent n'est pas un argument complètement indifférent. Disposer d'actifs de bonne qualité facilite les interventions de marché de la banque centrale, notamment à des fins de stérilisation d'un afflux excessif de liquidités. Quoiqu'il en soit, les faits sont désormais affichés (comme l'indique leur prise en compte par le FMI) et le problème est sur la table, si bien que l'avancée dans la résolution de la crise européenne, sur les voies esquissées par les derniers sommets européens, est douteuse sans traitement négocié de ce problème basique de l'Union monétaire: il va s'imposer dans l'agenda.

Dans la controverse, des options raisonnables s'esquissent, en direction d'une réforme du SEBC et de son mode de fonctionnement. Faut-il ainsi davantage centraliser le SEBC et les opérations de refinancement, ou introduire une règle de compensation périodique entre les balances des Banques Centrales nationales ?<sup>19</sup> Faut-il introduire, dans le cadre de l'union bancaire, des contraintes plus directes sur les refinancements auxquelles peuvent accéder les banques, en fonction de leurs ratios de capital, de manière à éviter que ces refinancements ne soient le moyen d'un effet de levier excessif ?

---

<sup>17</sup> Symétriquement, l'Allemagne, et même pour l'instant la France, bénéficient de taux bas, voire même négatifs aux échéances courtes, sur leurs emprunts publics, considérés comme valeurs refuges par les investisseurs. Ce sont donc les Etats du cœur qui ont accès à des emprunts bon marché : en termes de service de la dette, ils en retirent des marges de manœuvre pas du tout négligeables.

<sup>18</sup> On comprendra l'indignation germanique face à certains usages bancaires... (sans garantir l'information) : "the claims from the loans for purchases of players for Spanish football clubs are to be financed via ECB securitisation", Georg Milbradt (ex Minister-President of Saxony), "The Derailed Policies of the ECB", in *The European Balance of Payments Crisis*, op.cit.

<sup>19</sup> Une telle règle existe aux Etats-Unis, sous forme d'une redistribution annuelle d'actifs de marché entre les banques régionales de réserve, mais sa compréhension par les commentateurs européens ne fait visiblement pas consensus.

## Conclusion :

### Affronter sans retard le traitement de la crise systémique de la zone euro

Lancés dans une fuite en avant institutionnelle, les dirigeants européens sont rattrapés par les problèmes prosaïques du fonctionnement courant de l'Union monétaire, découlant du système de paiement *Target2*. Ces problèmes sont mis en avant par des cercles intellectuels et politiques, notamment en Allemagne, comme un dysfonctionnement majeur de la zone euro, qui entretient les déséquilibres fondamentaux à l'origine de la crise. Ces cercles sont dotés de pouvoir d'influence, sur les responsables politiques et les banquiers centraux : ce ne sont pas de simples spéculations académiques.

Une avancée réelle vers la résolution de la crise de la zone euro, qui se traduise par un repli significatif et durable des tensions financières et libère ainsi les anticipations des acteurs économiques sur l'avenir de la zone, suppose de prendre en compte ces problèmes dans l'agenda des négociations. Il est douteux que les dirigeants allemands consentent à progresser vers une solidarité conditionnelle mieux assumée au sein de la zone euro, pourtant esquissée par le rapport des quatre Présidents, en l'absence d'une réforme des institutions et des mécanismes de cette zone. Le système *Target2* finit par entériner, sans en être la cause, la persistance des déséquilibres courants entre pays de la zone alors que sa vocation est d'assurer le bon fonctionnement quotidien des paiements réciproques. Il n'a pas vocation à être un outil de financement à long terme. Ce dossier interfère au demeurant avec celui de l'union bancaire, qui va avancer d'ici la fin de l'année.

Au demeurant, la prise en compte de ces problèmes peut être l'occasion d'un *trade-off* bénéfique dans les négociations, qui contribue à la détente du dialogue intra-européen. La progression vers la solidarité conditionnelle au sein de la zone, passant par un fonds inter-gouvernemental suffisamment calibré, comme le MES, et l'émission encadrée de différents types d'Eurobonds, peut décharger la BCE d'un excès de responsabilité, en la recentrant sur sa fonction première consistant à assurer la stabilité monétaire et financière. Aujourd'hui, la monétisation implicite des déficits courants est un *ersatz* d'une stratégie explicite de solidarité conditionnelle avec les pays affectés par les déséquilibres courants. Ces déséquilibres manifestent de l'inertie, car l'ajustement des productivités, des coûts et des prix relatifs est, hors dévaluation brutale, un processus long. Il vaut mieux que la progressivité de leur correction puisse s'appuyer sur une telle solidarité, politiquement assumée par l'ensemble des acteurs concernés, que sur l'usage routinier de *Target2*, qui peut finir par miner définitivement la confiance envers la monnaie unique.