

## Target 2 : les déséquilibres des soldes paiement intra-euro finalement facteurs de stabilité politique

### L'euro : une monnaie unique qui n'a pas aboli les frontières

Au sein du dispositif de l'euro, le rôle central revient au conseil des gouverneurs de la BCE qui prend les décisions permettant d'assurer la mission de la banque centrale, de définir la politique monétaire et ses modalités d'application, et de superviser les banques de la zone. On peut s'arrêter à un point particulier : c'est un conseil rassemblant les grands argentiers des pays adhérents à la monnaie unique. Ce qui met bien en évidence la singularité de la zone euro, qui rassemble des systèmes financiers conservant leur propre identité. La supranationalité (ou le fédéralisme) est plus fort en matière monétaire que dans les autres domaines d'action de l'Union Européenne, mais elle s'est imposée tout de même des particularismes, si ce n'est des limites.

Le modèle original de la Banque Centrale Européenne et de l'euro ne peut être ainsi totalement assimilé à celui de la Réserve Fédérale américaine. Certes, la Fed est aussi dirigée par un conseil au sein duquel siègent – mais pas seulement - des représentants des 12 Fed régionales (avec un « droit d'aînesse » pour la Fed de New York). Mais l'action des banques centrales de ces divisions régionales – comprenant la mise en circulation de la monnaie fiduciaire émise par le Trésor fédéral – est limitée à des opérations techniques de chambre de compensation automatisée et de tenue des comptes des agences gouvernementales.

La zone euro reste une union de pays, et les pouvoirs monétaires sont partagés (de façon déséquilibrée au profit de l'institution de Francfort) entre la Banque centrale et les banques nationales.

### Target 2 doit assurer la compensation de flux transfrontaliers

La construction de l'euro est particulière : Yves-Thibaut de Silguy, le commissaire européen qui l'a mis en place l'avait même qualifié « *d'autoroute sans bretelle de sortie* ». Le système mis en place pour la compensation bancaire est un aspect de ce montage cherchant à garantir les uns et les autres. Quand la Fed américaine se contente de superviser les opérations de paiement dont elle est responsable du fonctionnement, la BCE utilise le système dit Target 2.

Target 2 est une plateforme de paiement gérée par l'Eurosystème qui permet aux banques de la zone euro d'effectuer des transactions et des paiements en temps réel. En assurant la libre circulation de monnaie au sein de la zone euro, il concourt à l'intégration financière et, finalement à la mise en œuvre de la politique monétaire décidée au sommet de la BCE

La définition même de Target 2 annonce les problèmes qu'il entraîne. Il est en effet question d'assurer la compensation de flux transfrontaliers. Ce qui signifie qu'il y a bien des frontières monétaires intra-euro. Les soldes comptabilisent les créances et dettes des banques nationales vis à vis de la banque centrale qui est le lieu de compensation.

### L'équilibre des paiements a tenu jusqu'en 2008, s'est fortement détérioré en deux fois depuis (2008, puis 2014)

Target 2 n'est ainsi pas simplement un outil de transferts. Il est aussi finalement une comptabilité des engagements entre pays de la zone euro provenant des paiements. La circulation est assurée, mais forcément avec des limites. L'objectif implicite doit être – sur des périodes longues – d'équilibrer les balances de paiement.

Cela a bien fonctionné dans les premières années de l'euro, finalement jusqu'à la crise financière des années 2007-2008. Pour caricaturer, les pays exportateurs nets ont bénéficié des paiements et les pays importateurs se sont endettés (à taux favorables) notamment vis à vis des premiers. Exportation de biens et de services contre contraction de dette : on tournait autour de l'équilibre.

Changement de donne en 2008 avec la crise des marchés interbancaires. Target 2 se déséquilibre pour atteindre, au début de l'été 2012, plus de 700 milliards d'euros de solde positif de la Bundesbank et des soldes négatifs de 400 milliards pour l'Espagne et de 300 milliards pour l'Italie. C'est le moment où Mario Draghi, le patron de la BCE annonce une action sans limite pour assurer l'avenir de l'euro. Les achats de dettes « du Sud » par la banque centrale à carnets ouverts ont calmé les choses sur le front de la liquidité interbancaire et des écarts de taux d'intérêt (les spreads).

À la mesure des soldes de Target 2, le bilan du programme Draghi est plus mitigé. Les soldes positifs (pour l'Allemagne) et négatifs (pour l'Espagne et l'Italie) se sont réduits jusqu'au deuxième semestre 2014. Depuis, ils se sont reconstitués au niveau de 2012 et au-delà, en particulier sous l'effet des programmes d'injections monétaires de la BCE qui a entraîné des achats de dettes européennes à des contreparties hors zone euro. Les débiteurs Espagnols et Italiens dépassent aujourd'hui des soldes respectifs de 470 et 400 milliards d'euros et la BCE elle-même (neutre en 2015) affiche -210 milliards. Les banques centrales finlandaise, néerlandaise et luxembourgeoise sont en excédent cumulé de 400 milliards dans Target 2 et l'Allemagne peut revendiquer 970 milliards.

Les soldes commerciaux se paient en se cumulant et le jugement de la solidité monétaire par les marchés financiers amplifie. Si la Banque de France a un solde Target 2 proche de zéro, le crédit de 970 milliards d'euros de la Bundesbank pèse plus de la moitié de son bilan et représente 29 % du PIB allemand.

## Pas d'équilibre en vue, mais l'ampleur des risques impose plus d'orthodoxie à la BCE et bride toutes les tentations de sortie de l'euro

Le dispositif Target 2 est finalement plus qu'une plateforme assurant la liquidité. Il est un indicateur du commerce et de la confiance financière intra zone euro. Et ces variations permettent des constats. Pour que le montage soit sain, il faudrait un retour vers des soldes des banques nationales compris dans la fourchette -100 /+200 milliards qui était la leur de 2000 à 2010.

À long terme, il faudrait réduire les écarts de compétitivité dans la zone. Il n'est pas facile d'envisager de nouvelles dévaluations internes en Italie et en Espagne, pas plus qu'une augmentation des coûts salariaux directs et indirects ou des impôts en Allemagne.

À plus court terme, on comprend mieux face au risque systémique de Target 2, que la BCE soit contrainte de mettre fin à son programme d'ajustement quantitatif (QE) dans les meilleurs délais et, en tout cas dans le calendrier fixé pour la fin de l'année. Le QE amplifie les écarts.

Les leçons de Target 2 sont surtout politiques. Que se passerait-il en cas d'éclatement de l'euro ? Se référant aux textes, Mario Draghi a défini la conséquence au début de l'année dernière : « *si un pays venait à quitter la zone euro, sa position nette (positive ou négative) devrait être soldée en totalité.* » On ne voit pas comment l'Italie pourrait, en cas de sortie, régler un solde pesant 27 % de son produit intérieur brut ou l'Espagne 33 %. On ne sait pas bien comment la BCE pourrait créditer l'Allemagne d'une contrepartie représentant 29% du PIB du pays. Une sortie d'un pays important de la zone euro mettrait la BCE et ses actionnaires – les banques centrales nationales – dans une position plus que précaire. On est dans une situation « de trop gros pour faire faillite » (too big to fail) d'une ampleur inédite.

Réduire les écarts de Target 2 prendra du temps mais, paradoxalement, les déséquilibres imposent à la fois à la BCE de tenir ses engagements de normalisation monétaire, et une stabilité politique en Europe de l'adhésion à l'euro. Plus que jamais la monnaie unique est une autoroute sans bretelle de sortie.