

Quels sont les enseignements de l'histoire du fédéralisme américain pour la zone euro actuelle ?

Dominique Jacob

LAREFI Working Paper N°2013-05

2013

<http://lare-efi.u-bordeaux4.fr>

LAREFI
Université Montesquieu-Bordeaux IV
Bâtiment Recherche Economie – 1^{er} étage
Avenue Léon Duguit – 33 608 Pessac

LAREFI – LABORATOIRE D’ANALYSE ET DE RECHERCHE EN ECONOMIE ET FINANCES INTERNATIONALES

AUTHORS

Dominique Jacob, LAREFI, Université Montesquieu Bordeaux IV

NOTICES

LAREFI Working Papers contain preliminary material and research results. They have been peer reviewed. They are circulated in order to stimulate discussion and critical comment; any opinions expressed are only those of the author(s).

Copyright LAREFI. All rights reserved. Sections of this material may be reproduced for personal and not-for-profit use without the express written permission of but with acknowledgment to LAREFI. To reproduce the material contained herein for profit or commercial use requires express written permission. To obtain permission, contact LAREFI at cyril.mesmer@u-bordeaux4.fr.

Sommaire

1. Introduction	6
2. De l'union fiscale d'Hamilton à la monnaie unique de Lincoln.....	10
2.1 L'union budgétaire avant l'avènement de l'union monétaire	11
2.1.1 L'Assomption » des dettes des états d'Hamilton.....	11
2.1.2 Une monnaie fiduciaire unique née de la guerre de Sécession.....	13
2.2 Quels enseignements tirer de l'Histoire de la construction américaine de la fin du XVIIIème siècle à la guerre de sécession ?	17
2.2.1 Vers un plan de Rédemption des dettes européennes ?	17
2.2.2 L'absence de belligérant extérieur pour l'Europe.....	20
3. La fracturation monétaire américaine des années Trente et celle de l'Europe actuelle.....	23
3.1. Avènement d'un véritable fédéralisme économique sous Roosevelt.	23
3.1.1. De la fragmentation de l'union monétaire.	24
3.1.2. A une politique monétaire et budgétaire américaines fédérales.	25
3.2. No country for old euro.....	28
3.2.1. La nécessité politique de résorber les soldes Target 2.....	28
3.2.2. Construire une puissance budgétaire contracyclique à l'échelle européenne.....	37
4. Conclusions.....	40
Bibliographie.....	42

Liste des tableaux

Tableau 1 actuelle.	. Comparaison entre les Etats-Unis du milieu du XVIIIème siècle et l'Europe 18
Tableau 2 actuelle	Comparaison entre l'union Américaine de la fin du XVIIIème siècle et l'Europe 21

Résumé

Cet article s'intéresse aux enseignements issus de l'Histoire américaine de la crise des dettes publiques gérée par Alexander Hamilton à la guerre de sécession afin d'en tirer les éventuels enseignements pour une zone euro fédérale qui disposerait d'un budget commun.

On montrera, ensuite, que la fragmentation monétaire américaine des années Roosevelt est plus proche de la situation de la crise actuelle de la zone euro que ne l'était celle de la guerre de sécession. Sur le plan monétaire, les travaux de König (2012), Carlson et Weelock (2013) permettent d'établir une grande similitude entre la situation non coopérative qui prévalait alors entre les banques fédérales de district et les dissensions qui prévalent actuellement entre banques centrales nationales européennes au sein du système de paiements transfrontaliers Target 2. Appel (2003) montre que l'un des buts des Banking Act de 1933 et 1935 était de mettre fin aux rivalités entre les banques de district fédérale et la Réserve Fédérale de New York, en leur interdisant d'agir pour leur compte propre et en les soumettant aux injonctions de cette dernière. Pour la zone euro, cela permet d'envisager des mesures politiques susceptibles de limiter les conflits entre Banques centrales créancières du Nord et banques centrales débitrices du Sud au sein de Target 2.

Mots-clés : Pays européens, crise financière, monnaie unique, Target 2

JEL classification: B15, G10, G28.

1. Introduction

La crise récente de la zone euro est une crise de balance des paiements, elle prend la forme d'une crise des dettes publiques transmise au secteur bancaire¹. Son déroulement a récemment renforcé l'intérêt des économistes pour les épisodes de crises similaires émaillant l'Histoire et le processus de construction fédérale américains. La crise de la dette des pays périphériques du Sud de la zone euro présente des similitudes historiques évidentes avec la crise des dettes publiques des états américains du Nord de la fin du XVIIIème siècle. Dans les années 1780, les états de la Nouvelle Angleterre et de New York avaient accumulé des fortes dettes issues de la guerre d'indépendance (1775-1783) et risquaient de ne pouvoir honorer leurs engagements tout comme l'Espagne, l'Irlande, le Portugal, la Grèce et l'Italie, aujourd'hui. De ce point de vue, les Actes de la Confédération de 1781 peuvent être apparentés au Traité de Maastricht, il existait alors aux Etats-Unis l'amorce d'une union monétaire (dollar créé ensuite en 1792) mais un pouvoir fédéral faible, puisqu'incapable de lever des impôts conséquents lui-même ni d'émettre de la dette. La proposition d'Alexander Hamilton, en 1790, de fusionner les dettes révolutionnaires des états fédérés en une seule dette fédérale commune pourrait aujourd'hui inspirer la création d'une dette commune de tous les états de la zone euro. Malgré tout, l'union budgétaire arrachée par le fédéraliste Alexander Hamilton aux Confédéralistes Thomas Jefferson et James Madison n'a pas suffi à préserver l'ordre politique, dans un contexte où la question de savoir si les Etats-Unis devaient rester une confédération de treize états fiscalement souverains ou devenir une fédération plus intégrée n'était pas résolue. Cela a d'ailleurs abouti à la guerre de sécession et à une fragmentation monétaire et budgétaire des états du Nord et du Sud qui, en apparence seulement, pourrait rappeler la scission actuelle entre les états du Nord et du Sud de la zone euro, si les divergences de contexte historique et monétaire entre les deux situations n'interdisaient, au fond, tout parallèle cohérent.

En réalité, les pouvoirs de l'Union américaine ne se sont historiquement renforcés que dans les années 1930 au travers d'une centralisation progressive à fois de la politique monétaire et de la politique budgétaire, sous le gouvernement Roosevelt. La fragmentation monétaire et la crise

¹ Voir Artus P et Gravet I (2012).

bancaire américaines des années 1930 s'apparentent à plusieurs égards à la situation de crise actuelle de la zone euro. La rupture de la compensation interbancaire entre les Banques fédérales de district américaines, qui refusent alors de se prêter de la liquidité entre elles, est comparable à la fragmentation actuelle de l'espace interbancaire européen entre états du Nord et états du Sud issue de la crise. Dans les années Trente, les Banques centrales de district américaines poursuivaient leurs propres objectifs et étaient préoccupées par leurs revenus propres plus que par les objectifs globaux de la politique monétaire unique. La coordination des politiques monétaires régionales n'étaient donc pas véritablement assurée. Cette situation rappelle les dissensions entre Banques centrales du Nord et Banques centrales du Sud actuellement présentes au sein de la zone euro dans le cadre du système de compensation des paiements Target 2. Il fallut attendre 1933 et 1935 pour que les Banking Act attribuent un véritable pouvoir monétaire centralisé à la Réserve Fédérale de New York en soumettant les Banques centrales de district aux impératifs de la politique monétaire unique américaine. Comparativement, cet épisode historique de la crise bancaire américaine des années Trente souligne l'intérêt pour la Banque centrale européenne d'exercer une politique monétaire plus unifiée et centralisée qui mettrait fin aux conflits financiers et politiques entre banques centrales nationales au sein de la zone euro. D'un point de vue budgétaire, l'action du gouvernement Roosevelt s'est traduite par la mise en œuvre d'une véritable politique budgétaire fédérale destinée à soutenir les régions agricoles en récession en leur redistribuant une partie des recettes publiques perçues des états industriels moins touchés par la crise. Or, la zone euro actuelle est, elle aussi, partitionnée entre états du Nord excédentaires et états du Sud déficitaires, sans que la construction monétaire européenne initiale ait prévu les moyens de compenser de telles hétérogénéités. Les pays déficitaires s'inscrivent alors dans une crise de balance des paiements qui les contraint, soit à une contraction récessive de leur demande intérieure à l'origine d'un accroissement du chômage (en l'absence de toute opportunité de dévaluation), soit à une sortie non programmée de la zone euro qui aurait un coût exorbitant.

Dans une première partie, on s'intéressera aux enseignements issus de l'Histoire américaine de la crise des dettes publiques gérée par Alexander Hamilton à la guerre de sécession. Sargent (2012), s'est tourné vers l'étude de l'expérience d'unification fiscale des Etats-Unis conduite par Alexander Hamilton, à la fin du XVIIIème siècle afin d'en tirer les éventuels enseignements pour une

zone euro fédérale qui disposerait d'un budget commun. La période antérieure à la guerre de sécession, puis la guerre elle-même, révèlent l'importance du débat politique sur la question de l'étendue des prérogatives dévolues respectivement aux états membres de l'Union ou au gouvernement fédéral. Hamilton est parvenu à faire voter par le Congrès le renflouement total des états américains endettés du fait de la guerre d'indépendance en contrepartie d'une nouvelle puissance fiscale donnée à l'Etat fédéral. Pour Mac Namara (2003), l'union budgétaire fédérale américaine émerge alors d'une nécessité pour les Etats-Unis de se protéger du belligérant extérieur constitué par l'Angleterre qui n'existe pas dans l'Europe actuelle. Randall Henning et Kessler (2012) soulignent qu'il a fallu attendre les années 1840 pour que le refus du gouvernement fédéral d'un renflouement généralisé des états américains surendettés conduise certains d'entre eux à se doter d'une contrainte constitutionnelle sur leur équilibre budgétaire. Cela a ensuite renforcé la crédibilité du gouvernement fédéral auprès des créanciers extérieurs en asseyant son autorité budgétaire sur les états membres. Les similitudes avec la zone euro actuelle sont ici évidentes, dans la mesure où la crise des dettes souveraines a poussé les autorités européennes à renforcer les règles d'équilibre budgétaires des états membres. A ceci près que de telles règles budgétaires semblent avoir été « imposées » à l'échelle fédérale européenne et contraintes par la Commission Européenne, alors qu'elles ont été adoptées à l'initiative des états américains eux-mêmes, à partir du milieu du XIXème siècle. Cette différence de choix politiques donne à la construction budgétaire fédérale américaine une crédibilité plus importante parce qu'elle est assise sur l'adhésion volontaire des états à la rigueur budgétaire. A contrario, l'Europe actuelle révèle encore des dissensions importantes quant à l'ingérence des autorités européennes dans la gestion et la souveraineté budgétaire des états. On verra également que l'unité fiscale américaine a été obtenue au prix d'une limitation de la participation de la Virginie à la dette commune, ce qui pourrait inspirer l'Europe actuelle. Pour Sargent (2012), l'une des grandes ressemblances entre les deux situations est qu'au XVIIIème siècle, il n'existe pas de réel budget fédéral dévolu au financement de projets d'investissement et d'infrastructure fédéraux américains. A contrario, l'une des grandes différences, reste qu'il n'y aurait pas eu chez les pères fondateurs de la Constitution américaine de réelle volonté politique de créer une monnaie unique fiduciaire pour l'ensemble des états.² Mitchell (1913) relate, comment,

² La Convention de 1787 avait déjà formellement interdit aux états membres d'émettre leur propre papier-

confronté à l'urgence du financement de la guerre, le Nord a été obligé d'émettre les greenbacks, afin de financer les dépenses de la guerre civile tout en évitant le défaut de paiement. Malgré tout, ce « choix », dicté par l'impopolarité et la difficulté technique de lever de nouveaux impôts, ainsi que par la crainte de taux d'intérêt trop élevés sur l'émission de nouveaux emprunts d'état, semble avoir accru les chances d'union politique, en fournissant un symbole fédéral tout en accélérant la constitution d'un marché fédéral intégré³. Les Etats-Unis ont, dans un premier temps, choisi l'union fiscale, laquelle s'est peu à peu renforcée au fil des crises de la dette fédérale et étatiques, sans parvenir pour autant à s'affranchir d'une certaine fragmentation monétaire, particulièrement au cours de la guerre de sécession. L'Europe, au contraire, a fait le choix d'une union monétaire préalable, sans parvenir, encore à ce jour, à résorber une certaine dysmorphie budgétaire à l'échelle des états.

Dans une seconde partie, on montrera que la fragmentation monétaire américaine des années Roosevelt est plus proche de la situation de la crise actuelle de la zone euro que ne l'était celle de la guerre de sécession. Sur le plan monétaire, les travaux de König (2012), Carlson et Weelock (2013) permettent d'établir une grande similitude entre la situation non coopérative qui prévalait alors entre les banques fédérales de district et les dissensions qui prévalent actuellement entre banques centrales nationales européennes au sein du système de paiements transfrontaliers Target 2. Appel (2003) montre que l'un des buts des Banking Act de 1933 et 1935 était de mettre fin aux rivalités entre les banques de district fédérale et la Réserve Fédérale de New York, en leur interdisant d'agir pour leur compte propre et en les soumettant aux injonctions de cette dernière. Pour la zone euro, cela permet d'envisager des mesures politiques susceptibles de limiter les conflits entre Banques centrales créancières du Nord et banques centrales débitrices du Sud au sein de Target 2. Il s'agit de mettre fin à une fragmentation monétaire qui entache aujourd'hui le principe fondamental de libre circulation des capitaux au sein de la zone euro. Fahrholz et Freytag (2012) établissent que la persistance des déséquilibres Target 2 entre pays créanciers et pays débiteurs qui prévaudra même après la crise, ne fera que retarder la résolution de la crise de balance des paiements au sein de la zone euro. Il faudrait donc trouver un moyen de les apurer en prenant

monnaie

³ Mac Namara (2003).

exemple sur le système de paiements interdistricts américain Isa. Moro (1974) montre que la période du New Deal marque aussi l'avènement d'un véritable fédéralisme budgétaire où la politique budgétaire a été mise en œuvre dans le souci de soutenir la croissance économique de l'ensemble de l'économie américaine. Pour Artus et Gravet (2012), seul l'acheminement vers un fédéralisme européen qui s'inspirerait de ce fédéralisme américain constituerait une sortie de crise crédible ; une sortie brutale de la zone euro d'un ou plusieurs pays aurait un coût financier exorbitant pour l'Allemagne alors que la poursuite de l'ajustement par la baisse des salaires réels dans les pays périphériques serait tout aussi coûteuse en termes de chômage. In fine, nous concluons sur les principaux enseignements de l'histoire du fédéralisme américain pour la crise de la zone euro actuelle en matière d'évolution conjointe vers une plus grande unité budgétaire et monétaire fédérales destinées à stabiliser l'économie réelle.

2. De l'union fiscale d'Hamilton à la monnaie unique de Lincoln.

Au lendemain de la guerre d'indépendance américaine (1775-83), les états du Nord et de New York sont très endettés au contraire des états du Sud dont les finances ont été plus épargnées. En juin 1790, Alexander Hamilton, secrétaire d'Etat au Trésor du gouvernement Lincoln et fervent fédéraliste convainc les confédéralistes Thomas Jefferson, représentant de la Virginie et secrétaire d'Etat et James Madison, député de Virginie, de regrouper l'ensemble des dettes fédérées à l'échelle fédérale. Il y parvient en concédant à la Virginie une participation limitée à la consolidation budgétaire. Cet accord de mutualisation budgétaire sera conclu dans un contexte où il était entendu que les pouvoirs économiques et politiques fédéraux devaient rester circonscrits relativement à ceux des états indépendants. Le parti fédéraliste du Nord aspirait à la création d'une identité américaine commune et à doter le pouvoir central américain de véritables attributions régaliennes alors que le parti confédéraliste du Sud considérait la Constitution comme un simple traité entre les états qui disposaient du droit d'ignorer les lois jugées inconstitutionnelles. L'union budgétaire d'Hamilton a pris place dans un contexte économique et politique plutôt explosif où les débats portaient sur le fait de savoir si les Etats-Unis devaient devenir une fédération intégrée ou demeurer un regroupement de treize états qui conserveraient leur souveraineté fiscale propre. L'apogée de ces conflits, à la fois

économiques et politiques, a donné lieu à la guerre de sécession et à une fragmentation budgétaire et monétaire de l'Union.

2.1 L'union budgétaire avant l'avènement de l'union monétaire

2.1.1 L'Assomption » des dettes des états d'Hamilton.

Après la guerre d'indépendance, les états américains fortement endettés, se sont trouvés confrontés à une crise de la dette publique. Certains états ne désiraient pas rembourser leurs dettes révolutionnaires, ou n'étaient pas en mesure de le faire, faute de parvenir à lever des impôts suffisants. Dans le Massachusetts, par exemple, lors de la révolte de Shay, les paysans ont bloqué l'organisation du prélèvement fiscal et le remboursement des dettes privées, même lorsqu'il était organisé par les tribunaux, ne fonctionnait pas.⁴ En 1790, Alexander Hamilton propose de constituer un état fédéral fort dont les créanciers puissent attendre la garantie du remboursement de ses dettes. Cette « période Hamiltonnienne » pose directement la question de la consolidation la dette de l'Union qui assurerait le soutien de ses créanciers au nouveau pouvoir politique. La dette Continentale atteint alors 40% du PIB ce qui est très élevé compte tenu des normes fiscales de l'époque.⁵ Mais les états peu endettés comme la Géorgie et le Maryland refusent de prendre en charge la dette d'états dispendieux tels que le Massachusetts, ou que leurs impôts ne servent à financer les profits des spéculateurs de New York. Durant la guerre d'indépendance, les soldats ont été rémunérés en reconnaissance de dette publique, sous forme de certificats IOU (I owe you, « je vous dois »). Mais nombre d'entre eux, convaincus que ces certificats ne valaient plus rien, les ont ensuite vendus à des spéculateurs à 20%, voire 15% de leur valeur faciale.⁶ Ainsi, les élus du Sud sont à l'époque, hostiles à tout transfert des dettes des états membres de l'Union au gouvernement fédéral pour la raison que leurs états sont, pour la plupart, peu endettés au regard des dettes publiques des états du Nord. Le Nord plus endetté, est quant à lui, plus favorable aux propositions d'Hamilton. James Madison⁷, député de Virginie, perçoit dans la consolidation des dettes un plan redoutable qui

⁴ Voir Roe M (2011)

⁵ Sargent (2012)

⁶ Gravereau J et Trauman J (2013)

⁷ Considéré comme l'un des pères fondateurs de la Constitution américaine avec Alexander Hamilton et Thomas Jefferson, il devint Ministre des Affaires étrangères en 1797, sous le gouvernement Jefferson.

contraindrait les propriétaires terriens du Sud à échanger l'indépendance nationale des états contre un soulagement financier. Il craint que cela ne contribue à l'enrichissement des banquiers du Nord, dont certains ont spéculé sur les certificats de dette publique vendus à perte par les soldats. La Virginie, dont Madison est le représentant élu, et qui est l'état le plus important et le plus riche de l'Union, a déjà procédé au remboursement partiel de sa dette et donc ne bénéficierait que faiblement des transferts issus du budget fédéral. Une contribution budgétaire plus conséquente risquerait, par contre, de lui être demandée afin de payer les dettes des états imprévoyants. Certains états sudistes faiblement endettés craignent ainsi de voir leurs impôts augmenter pour assurer le financement des dettes publiques des états plus endettés du Nord. L'idée centrale d'Hamilton est que la prise en charge des dettes révolutionnaires des différents états, reconnue cause nationale, offrira une meilleure garantie aux créanciers de l'Union. Elle permettra de renégocier au mieux l'ensemble consolidé des dettes avec les banquiers, en gageant son remboursement sur l'impôt fédéral ce qui ferait diminuer les taux d'intérêt sur la dette fédérale. Hamilton estime pourtant que cette consolidation des dettes ne peut avoir lieu qu'au prix d'un engagement préalable des états à l'équilibre budgétaire. Elle doit sa réussite à l'existence de recettes fiscales fédérales suffisantes sous forme de droits de douane administrés sur les alcools spiritueux (taxe de 25% sur le whisky et droits de douane sur les importations).

Selon Sargent (2012), les Fédéralistes de l'époque tels que Hamilton et, plus tard, Washington, défendirent la Constitution américaine dans un souci premier d'assurer la crédibilité du gouvernement fédéral à honorer le service de sa dette auprès des créanciers des Etats-Unis. L'instauration d'un Trésor Public (1789) disposant d'une réelle capacité à lever l'impôt fédéral, ainsi que l'accès facilité au marché financier domestique et international au travers d'une réputation accrue du gouvernement fédéral, devaient lui permettre de financer plus aisément les dépenses urgentes par l'emprunt, rendant alors la modération fiscale future plus aisée. Jusqu'à la guerre de Sécession, néanmoins, le gouvernement fédéral disposa d'une faible capacité à financer les projets d'infrastructure publics dont le financement fut assuré par les emprunts respectifs des états membres. De tels projets d'investissement devaient alors, en soutenant la croissance économique, s'autofinancer au travers des nouvelles recettes fiscales

perçues par les états membres sous forme de taxes sur la valeur accrue des terres⁸. Persuadés qu'en cas de problème budgétaire des états membres, le gouvernement fédéral viendrait in fine à leur secours, comme il l'avait fait en renflouant les dettes révolutionnaires des états, les créanciers européens souscrivirent à ces emprunts nationaux. Mais à la fin de la récession des années 1830, le gouvernement fédéral laissa plusieurs états membres faire défaut et les créanciers européens ne furent pas payés. Randall Henning et Kessler (2012) expliquent les raisons du rejet de la demande de renflouement des états par le gouvernement fédéral : le Congrès estima que les dettes étatiques avaient servi à financer des projets locaux et non des biens publics nationaux. Sans compter qu'à l'époque, la faible détention des dettes étatiques par les banques réduisait le risque de contagion à l'ensemble du système financier. Les états financièrement sains étaient plus nombreux que les états surendettés et le financement de l'économie américaine dépendait de moins en moins des capitaux étrangers. Les marchés financiers internationaux sanctionnèrent lourdement, et le gouvernement fédéral, et les états membres, dont la crédibilité fut remise en question pour de nombreuses années. Pour autant, le renoncement du Congrès à venir en aide aux états en difficulté budgétaire conduisit plus de la moitié des états membres de l'Union à inscrire le principe d'équilibre budgétaire au sein de leur constitution dès les années 1840⁹. Ce principe rappelle l'inscription de la règle d'or actuelle dans la Constitution des états membres de l'Union monétaire européenne. Pour Sargent (2012), la situation budgétaire de l'Union Européenne s'apparente à celle des Etats-Unis de la Confédération car ce sont les états qui ont alors la capacité de lever les impôts, et non le gouvernement fédéral dont le budget et le pouvoir fiscal requièrent l'approbation unanime des treize états de la Confédération. Ce n'est qu'ensuite que les Etats-Unis feront le choix d'une union budgétaire, mais sans monnaie fiduciaire commune.

2.1.2 Une monnaie fiduciaire unique née de la guerre de Sécession.

⁸ Voir Sargent (2012).

⁹ Voir ibid et Randall Henning et Kessler (2012).

Ainsi que nous l'avons souligné en introduction, si les Etats-Unis ont été préoccupés de construire une union fiscale afin d'asseoir leur pouvoir de résistance militaire face à l'Angleterre, et de renforcer l'intégration de leur marché unique, ils l'ont peu été de réduire la fragmentation monétaire entre les états. Bien que le dollar fût consacré comme monnaie unique fédérale dès 1792¹⁰, la période antérieure à la Guerre de Sécession s'inscrit dans la pluralité monétaire. Le système monétaire américain évoluait de manière décentralisée : le gouvernement fédéral émettait des espèces, des pièces d'or et d'argent utilisées dans les paiements avec l'extérieur, mais, au sein et entre les états membres, circulait une multitude de papier-monnaies qui n'était pas issues du gouvernement fédéral¹¹. Il fallut attendre la guerre de sécession, en pleine période de dissension entre les états quant à la prédominance à accorder respectivement aux souverainetés nationales et à celle du gouvernement fédéral de l'Union, pour voir émerger une monnaie fiduciaire unique aux Etats-Unis. Ainsi, l'instauration d'un gouvernement fédéral et d'un Trésor Public fédéral à la fin du XVIIIème siècle ne suffira-t-elle pas à préserver l'Union de l'éclatement alors que la guerre fournira à l'Union une monnaie unique fiduciaire ainsi qu'une certaine forme de contrôle politique sur la monnaie¹². La guerre de Sécession du XIXème siècle aux Etats-Unis opposa le Nord et le Sud, sur la question de l'esclavage certes fondamentale, mais pas seulement. Boyer et Coriat (1984) décrivent la scission entre les intérêts des états du Nord et ceux du Sud comme un conflit d'intérêts violent quant aux objectifs économiques qu'ils souhaitaient poursuivre. Alors que l'Est et le Nord-Est des Etats-Unis sont dominés par la finance et l'industrie, leur intérêt est d'avoir une monnaie stable et des règles d'émission destinées à maintenir les prix bas et à éviter l'inflation. Les pays ralliés à l'Union sous l'égide d'Abraham Lincoln constituent alors globalement le groupe des créditeurs républicains¹³ favorable à un régime d'étalon-or attractif pour les capitaux européens finançant les industries du Nord. Le Nord, dont les créances seraient ruinées par l'inflation, est à la fois favorable à la stabilité des prix et au protectionnisme éducatif. Lincoln est un riche industriel du Nord et revendique le droit de protéger les industries américaines de la concurrence des produits manufacturés européens, le temps qu'elles acquièrent la technologie et la maturité industrielle nécessaires avant de s'engager

¹⁰ Sargent (2012) P29 explique qu'en 1792, le dollar américain était la copie conforme du dollar espagnol en terme de contenu métallique.

¹¹ Mac Namara (2003).

¹² ibid

¹³ Le parti républicain, à proprement parler ayant été créé par Lincoln en 1856.

dans la compétition commerciale issue du libre-échange. Le Sud a, quant à lui, pris le parti du libre-échange dans le but précis d'écouler les excédents agricoles de ses plantations vers le Vieux monde européen¹⁴. La commercialisation du coton sudiste dépend d'armateurs new-yorkais alors que les planteurs du Sud sont dépendants des crédits des banques de la Nouvelle-Angleterre. Les deux tiers de leurs dettes émanent alors de créanciers nordistes. L'inflation viendrait réduire leurs dettes et leurs obligations de remboursement.

Mittchell (1903) relate qu'en 1862, la progression du déficit budgétaire de l'Union devient particulièrement préoccupante compte tenu à la fois de la baisse des recettes publiques et de la hausse des dépenses publiques liées à la guerre. Lors de son rapport en session extraordinaire au Congrès en juillet 1862, Chase alors secrétaire au Trésor, évalue l'écart entre les recettes et les dépenses à près de 250 millions de dollars sur la période fiscale allant de juillet 1861 à juillet 1862¹⁵. Un débat parlementaire s'engage alors entre Républicains et Démocrates sur les moyens de continuer à financer ce déficit budgétaire croissant alors que la perte de confiance des prêteurs, notamment européens, va croissant. Va surtout se poser la question de savoir si le gouvernement Lincoln doit avoir recours à l'émission d'une monnaie fiduciaire à cours légal non convertible en or. Les comptes rendus de Mittchell montrent clairement l'opposition des banquiers à cette émission d'urgence¹⁶. Invoquant l'émission de papier-monnaie pour financer la guerre d'indépendance par dix des colonies américaines sur treize vis-à-vis de l'Angleterre¹⁷ ainsi que celle des assignats français sous la révolution, ils soulignent que ces expériences historiques ont conduit à une dépréciation des monnaies ainsi qu'à une hausse des prix défavorable au pouvoir d'achat. Selon eux, un tel expédient ne ferait qu'accroître les dépenses de guerre en valeur, ce qui creuserait le déficit budgétaire de l'Union d'environ 25%. Cela reviendrait finalement à payer les soldats de l'Union en monnaie de « singe » et les créanciers en monnaie dévaluée. De plus, l'épargne des banques serait dépréciée, ce qui du point de vue des banquiers de New-York, n'est évidemment pas acceptable. Le recours à l'émission des greenbacks, monnaie purement fiduciaire inconvertible en or constituerait l'aveu de la

¹⁴ Vincent (2009) explique que les Etats confédérés du Sud et de l'Ouest faisant sécession regroupaient des propriétaires terriens et des fermiers endettés vis-à-vis du Nord. Dominé par de riches planteurs, le Sud cotonnier qui produisait aussi du tabac, du riz et de l'indigo souhaitait maintenir le libre-échange avec l'Angleterre dont il alimentait l'industrie textile, tout en important des produits manufacturés anglais. Une taxe à l'importation aurait contraint l'économie sudiste à « exporter plus pour importer autant », page 127.

¹⁵ Voir Mittchell (1903) page 37.

¹⁶ Mittchell (1903) page 60.

¹⁷ Voir Lerat (1992).

banqueroute du gouvernement Lincoln et, par suite, une perte de confiance des créanciers de l'Etat qui demanderaient des taux d'intérêt exorbitants sur les emprunts d'état. Les banquiers proposent alors deux solutions alternatives : la première est de lever rapidement des impôts supplémentaires afin d'améliorer la crédibilité de l'Union. Donner l'assurance que l'état a les moyens de payer les intérêts de l'emprunt, produirait une réduction des taux d'intérêt des emprunts d'état. La seconde est d'émettre des Bons du Trésor supplémentaires et de les vendre au prix du marché. Mais les partisans de l'émission des greenbacks vont souligner l'irréalisme de ces deux propositions : une augmentation rapide des impôts est techniquement impossible, car sa mise en œuvre prendrait trop de temps et serait trop impopulaire en temps de guerre. Quant à émettre de nouveaux Bons du Trésor au prix du marché, ce serait trop risqué. La perte de confiance des créanciers privés et des banques new-yorkaises dans la capacité du gouvernement Lincoln à gérer le déficit budgétaire conduirait les banquiers à demander des taux trop élevés¹⁸. De plus, les banques européennes ne veulent déjà plus prêter d'argent à Lincoln jugeant cela trop hasardeux en période de guerre. Finalement, bien qu'aucun membre du Congrès n'y soit réellement favorable, les alternatives proposées par les banquiers de Boston, New-York et Philadelphie seront rejetées par le Congrès qui optera pour l'émission d'urgence de greenbacks¹⁹ sans intérêt, afin d'éviter la cessation de paiement. Faut d'autre solution, et non par choix politique rationnel, le Nord fera fonctionner la planche à billets, en décidant d'émettre une monnaie purement fiduciaire.

La situation monétaire du Sud sera plus délicate encore. Selon Vincent (2009), le plus grand handicap de la Confédération fut justement la pénurie d'argent pour financer la guerre, étant donné que les banques se trouvaient au Nord et détenaient 82% de l'épargne américaine. La Confédération va, elle aussi, avoir recours à la planche à billets en émettant des milliards de coupures non convertibles en or ou en argent²⁰. En 1862, afin de lutter contre l'inflation, Georges Memminger, alors secrétaire au Trésor du gouvernement confédéré sous la présidence de Jefferson Davis, proposera de doter les billets confédérés en circulation d'un privilège de conversion en bons du

¹⁸ Plane sans doute sur les parlementaires le souvenir de l'émission de Bons du Trésor à un an réalisé par le secrétaire du Trésor Cobb en décembre 1860.¹⁸. Il reçut pour réponse une offre globale de fonds de 1,8 millions à 12% et de 0,465 millions à des taux d'intérêt allant de 15% à 36%.

¹⁹ Boyer et Coriat (1984) expliquent que la période 1862-1878, dite des greenbacks, constitue un régime monétaire hybride où coexistent à l'échelle nationale l'étalon fiduciaire des greenbacks et l'étalon or-argent alors que les créances commerciales extérieures des Etats-Unis sont libellées en livres sterling.

²⁰ Les « greybacks »

Trésor à fort rendement, limité dans le temps. Pour Blanc (1998), l'objectif de cette mesure était de permettre au gouvernement confédéré de lever des fonds supplémentaires tout en réduisant la monnaie en circulation²¹, et donc, les risques d'inflation. Mais ce dollar-papier émis par les sudistes va ensuite perdre toute valeur²², à tel point que les impôts seront finalement payés en nature. La pénurie d'argent va miner le moral des Confédérés et accélérer leur défaite finale²³. Scialom et Le Maux (2007) précisent qu'entre avril 1861 et avril 1865, la période de la guerre de sécession, la hausse des prix au Sud atteindra 9200%. Une inflation qui s'explique en partie par une trop grande quantité de monnaie émise en circulation mais aussi par la perte de confiance dans la victoire éventuelle des sudistes et la conscience que la fin de la société esclavagiste s'accompagnera d'un effondrement de la valeur des propriétés et des plantations.

2.2 Quels enseignements tirer de l'Histoire de la construction américaine de la fin du XVIIIème siècle à la guerre de sécession ?

2.2.1 Vers un plan de Rédemption des dettes européennes ?

Quelles sont les similitudes et les différences entre la situation des états fédérés de l'Union de la fin du XVIIIème siècle et celle de l'Europe actuelle ? Doit-on considérer, que nous sommes dans un « moment hamiltonien ²⁴ » de l'histoire européenne ? Avant toute chose, encore faut-il être convaincu de la pertinence économique et politique d'une telle comparaison. Au XVIIIème siècle, les Etats-Unis dans leur ensemble fonctionnaient comme une vague Confédération qui, à l'image de l'Union Européenne d'aujourd'hui manquait à la fois d'un véritable gouvernement fédéral et d'une réelle autorité fiscale. Ils ne disposaient ni d'un Trésor Public fédéral, ni de l'autorité de prélever des

²¹ Blanc (1998), p112. En mars 1863, le Congrès confédéré vota une loi selon laquelle la masse des billets émis par le Trésor Confédéré devait être divisée en trois groupes : les billets émis avant le 1^{er} décembre 1862 qui peuvent être convertis jusqu'au 20 avril 1863 en bons du Trésor à 8%, du 20 avril au 1^{er} août 1863 en Bons du Trésor à 7%, les billets émis entre le 1^{er} décembre 1862 et le 6 avril 1863 qui peuvent être convertis en Bons du Trésor à 6% durant 1 an après leur date d'émission, puis en Bons du Trésor à 4%, les billets émis après le 1^{er} avril 1863 qui peuvent être convertis en Bons du Trésor à 6% durant 1 an après leur date d'émission, puis en Bons du Trésor à 4%. Blanc explique que la population ne présenta pas ces billets pour les convertir en bons du Trésor. Elle se défia de ces billets qu'elle ne voulut ni convertir en Bons du Trésor, ni conserver en raison de leur valeur fondante. Ce processus de fuite devant la monnaie accéléra la vitesse de circulation de la monnaie et l'inflation dans les états confédérés.

²² Kaspi A (1992) .p 193, en janvier 1864, le dollar confédéré ne vaut plus que 5 cents.

²³ Voir Vincent (2009), p298-299.

²⁴ Voir Desmedt (2012)

impôts à l'échelle fédérale²⁵. Mac Namara (2003) souligne qu'à l'instar des pays européens d'aujourd'hui, les Etats-Unis d'avant la guerre de sécession sont marqués par les écarts culturels et les divisions politiques internes. Chaque état est en charge de sa propre politique fiscale alors que les mécanismes fiscaux interétatiques pour encourager la redistribution et la solidarité au sein de l'Union restent faibles. Les structures fédérales disposent d'un pouvoir limité et des tensions permanentes existent quant à l'équilibre entre la souveraineté des états membres et celle du gouvernement fédéral. Tout comme l'Europe actuelle, l'Amérique d'avant sécession constitue une union douanière dont le marché unique est commercialement assez intégré, même si l'Europe d'aujourd'hui est plus industrialisée que ne l'était l'Amérique de la fin du XVIIIème siècle au milieu du XIXème siècle. On pourra résumer la pertinence de la comparaison par le tableau 1 emprunté à Mac Namara (2003).

Tableau 1 . Comparaison entre les Etats-Unis du milieu du XVIIIème siècle et l'Europe actuelle.

	Etats-Unis d'avant sécession	Europe actuelle
Culture	Divergences culturelles, langue commune	Divergences culturelles, langues différentes
Economie	-décentralisée -Agraire et en voie d'industrialisation au Nord -Marché unique intégré et union douanière	-décentralisée - industrialisée, en voie de désindustrialisation au Sud - marché unique intégré et union douanière
Monnaie	- Environ 7000 monnaies différentes et une unité de compte commune bimétallique : le dollar depuis 1792	- Monnaies multiples puis unité de compte commune, puis monnaie fiduciaire unique l'euro.

Source : Mac Namara (2003)

Ainsi que le souligne Artus (2011), « L'union fiscale est postérieure à l'union monétaire américaine. Elle naît sous la contrainte, d'une crise de la dette des états américains (1830-40) qui accouchera de règles budgétaires ancrées dans les constitutions régionales ; et de chocs répétés sur

²⁵ Roe M (2011)

les économies régionales qui, altérant la cohésion de l'Union, rendront un système de redistribution des revenus nécessaires à partir des années 1930 ». Artus (2011).

On doit aussi de rappeler que l'unité fiscale n'a pu être mise en œuvre qu'au prix d'une participation limitée de la Virginie qui est alors l'état le plus puissant de l'Union, à la dette commune. La situation de la Virginie du XVIIIème siècle et de celle de l'Allemagne d'aujourd'hui sont assez comparables. L'Allemagne a la dette publique la plus faible de l'Union et craint qu'un gouvernement fédéral ne la conduise à financer la dette publique des états du Sud de la zone euro alors qu'une explosion précipitée de la zone euro, aurait pour elle des coûts économiques très importants²⁶. Mais il ne faut pas donner à ce parallèle plus de profondeur historique qu'il n'en a. Les états fédérés ont, à l'époque, une communauté de destin face à l'agresseur britannique et une identité nationale et de langue que les états européens actuels n'ont pas. Ils ont consenti à une réduction de leur souveraineté budgétaire afin d'assurer la survie de l'Union face à l'agresseur externe que constituait l'Angleterre, après avoir remporté la guerre d'indépendance contre la couronne anglaise. Notre Europe est sortie de la guerre depuis plus de soixante ans et n'a heureusement pas d'adversaire militaire d'envergure qui l'obligerait au fédéralisme pour financer un éventuel conflit.

Le fédéralisme américain a aussi été mis en œuvre dans le but de construire un marché unique intégré et d'assurer l'autosuffisance et la croissance du gouvernement fédéral au travers de la progression du commerce interrégional des états, alors que ce marché unique était déjà constitué en Europe. Les nationalistes américains du Sud ont consenti à un budget fédéral en contrepartie du maintien de l'esclavage dans un but très clairement économique. Les états du Nord en voie d'industrialisation voulaient, eux, maintenir les protections douanières sur leur industrie naissante, tout en leur garantissant l'accès à l'ensemble du marché intérieur. Or cet équilibre des rapports de force n'existe pas aujourd'hui en Europe : l'Allemagne est la locomotive industrielle de l'Europe et n'a pas un intérêt aussi immédiat que l'était celui des états du Sud au XVIIIème siècle, à mutualiser l'ensemble de la dette publique de la zone euro. De ce point de vue, l'issue des négociations secrètes entre Hamilton, fédéraliste nordiste et Madison et Jefferson, nationalistes sudistes craignant

²⁶ Voir pages 24 à 26 suivantes

l'omnipotence délétère d'un gouvernement fédéral, est sans doute plus éclairante pour la zone euro actuelle. La limitation de la contribution de la Virginie au budget fédéral et donc, de sa participation à la dette commune, obtenue par Madison et Jefferson dans le compromis avec Hamilton, pourrait aujourd'hui raisonnablement s'appliquer à l'Allemagne. Le projet de « Fonds de Rédemption » proposé par la Commission Européenne consiste à rassembler les dettes supérieures à la limite de Maastricht de 60% de PIB vers le fonds commun qui émettrait des obligations européennes communes et dont les pays seraient conjointement responsables en s'engageant à le rembourser à échéance de 25 ans environ²⁷. Chaque état devrait fournir une garantie en or ou en monnaie nationale. Cela limiterait la contribution de l'Allemagne en la pénalisant au travers de taux d'intérêt plus élevés sur la partie de la dette consolidée que sur la partie nationale de la dette et réduirait parallèlement la charge d'intérêt pour les pays du Sud plus endettés.

2.2.2 L'absence de belligérant extérieur pour l'Europe.

Pour Mac Namara (2003), la comparaison entre les deux monnaies uniques fiduciaires que sont le greenback de la guerre de sécession et la monnaie unique européenne doivent être analysée en tenant compte de la différence de contexte historique (Tableau 2). Surtout, il faut noter que la monnaie unique de la sécession est née au Nord de l'urgence de financer la guerre contre le Sud, auquel elle a ensuite été imposée de manière coercitive, alors que l'euro a été introduit dans un contexte de paix qui attribuait un statut légal équivalent à chaque état membre de l'UEM. En tant que tel, l'épisode des greenbacks marque le passage de l'Union d'un régime de monnaie unique métallique instauré en 1792 avec le dollar à un régime de monnaie unique fiduciaire amorcé en 1861. Néanmoins, la guerre de sécession s'inscrit dans une période de fragmentation monétaire, puisque vont alors coexister trois zones monétaires distinctes : celle du Nord avec la monnaie unique fiduciaire greenback, celle du Sud qui lui aussi émet sa monnaie unique fiduciaire, le greyback et enfin, celle des états pacifiques, comme la Californie, qui continuent à émettre une monnaie convertible en or, « le goldback ». Ce n'est qu'à la fin de la guerre, lorsque que les états confédérés vont regagner l'Union, que le greenback va s'imposer comme monnaie fiduciaire commune du Nord et du Sud, les états pacifiques continuant d'utiliser des monnaies convertibles en or. Même après l'achèvement de l'Union politique, ces deux monnaies vont donc continuer à circuler jusqu'à ce que le

²⁷ Voir Commission Européenne (2012)

gouvernement fédéral les unifie finalement en 1879, avec le retour de la convertibilité or du dollar à sa parité d'avant-guerre²⁸.

Tableau 2 Comparaison entre l'union Américaine de la fin du XVIIIème siècle et l'Europe actuelle

	Union durant la guerre de sécession		Europe actuelle	
	Intégration du marché	Menace de guerre	Intégration du marché	Menace de guerre
	Forte	Forte	Forte	Faible
Gouvernance monétaire	Monnaie fiduciaire unique greenback		Monnaie fiduciaire unique euro	
Gouvernance budgétaire	Budget fédéral		Absence de véritable budget fédéral	

Source : Mac Namara (2003)

L'absence de menace imminente de guerre et de la nécessité de préserver l'Union de l'éclatement, face à un ennemi commercial et militaire commun, explique le manque d'empressement de l'Europe à renforcer son budget commun et plus encore, à créer un gouvernement fédéral. Il n'y a pas eu d'acte budgétaire fédératif de l'Europe contre une menace commune. L'instauration d'un pacte de stabilité budgétaire et d'une règle d'or dans les constitutions des états européens restent des actes de coordination budgétaires imparfaits, face à un péril plus abstraits tel que « la sanction des marchés financiers ». Néanmoins, la création d'un gouvernement fédéral et d'un budget commun à l'initiative d'Hamilton en 1790 n'a pas, elle non plus suffi, à garantir la stabilité économique et politique de l'Union. Ainsi que nous l'avons vu, il faudra attendre les années 1830 avec le défaut des états américains, pour que la moitié d'entre eux inscrive une règle d'équilibre budgétaire dans leur Constitutions respectives et, 1913, pour que soit créée une Banque centrale fédérale qui assure la gestion de la monnaie unique américaine. Malgré tout, aucune comparaison solide ne peut véritablement être envisagée entre la monnaie unique européenne et le greenback, tant les contextes monétaires et historiques sont différents. Le greenback est une monnaie fiduciaire née de l'explosion d'un régime de monnaie unique bimétallique hybride pluri-monnaire, en temps de guerre, et des nécessités de financement du conflit de la sécession. L'euro

²⁸ Consacré en 1900 par le Gold Standard Act .

est issu d'une volonté politique conjointe des états européens en temps de paix, et n'est pas né de l'explosion d'un régime monétaire métallique, mais de la fusion de régimes monétaires fiduciaires. De fait, l'épisode de fragmentation monétaire de la guerre de sécession semble, en tant que tel, peut transposable à l'Europe actuelle.

La première partie a montré que la mutualisation des dettes américaines et l'union fiscale obtenue par Hamilton à la fin du XVIIIème siècle n'a suffi à préserver l'Union ni des crises de défaut budgétaires ultérieures ni d'un processus de fragmentation monétaire dont les pères fondateurs de la Constitution américaine semblaient peu préoccupés. La seconde partie montrera qu'il a fallu attendre la crise bancaire des années Trente pour que les Banking Act de 1933 et 1935 donnent à la Réserve Fédérale de New York un pouvoir monétaire fédéral qui mettra fin à la logique non coopérative des banques fédérales de district. Une politique monétaire unique américaine unifiée verra alors le jour. L'Europe actuelle subit aujourd'hui un éclatement de son espace monétaire similaire à celui des années Trente aux Etats-Unis, à la fois au travers de la rupture des paiements interbancaires entre les pays du Nord et du Sud émanant de la crise de la zone euro et, au travers des dissensions induites entre banques centrales nationales au sein du système de paiement transfrontalier Target 2. La résolution de tels conflits d'intérêt, passe, nous le montrerons, par la mise en place d'un processus de résorption des déséquilibres Target 2 entre banques centrales créancières et banques centrales débitrices qui donnerait à la politique monétaire européenne une unité proche de celle des Etats-Unis. Sur le plan budgétaire, l'exemple historique américain montre que la mutualisation des dettes - qui n'a pas encore eu lieu en Europe - s'est accompagnée de la définition de règles budgétaires strictes pour presque tous les états américains - ce qu'a fait l'Europe dans le cadre du pacte de stabilité et du six packs-. Pour autant, l'union budgétaire fédérale américaine n'a pris toute sa dimension que sous le gouvernement Roosevelt, quand un budget fédéral conséquent a permis à l'Amérique d'effectuer des transferts fiscaux des régions industrielles excédentaires vers les régions agricoles déficitaires. C'est un pas que l'Europe est loin d'avoir franchi, alors que les pays périphérique en crise de balance des paiements ont été contraints de sacrifier leur croissance et leurs emplois sur l'autel de la rigueur budgétaire. Alors que la mutualisation d'une partie des dettes européennes au prix de concessions faites à l'Allemagne et aux pays du Nord

pourrait rassurer les créanciers extérieurs, la mise en place d'un véritable New Deal pour l'Europe bute encore sur des difficultés institutionnelles et le difficile consentement des états du Sud de la zone euro à accepter un contrôle directs de leurs déficits publics par leurs pairs européens.

3. La fracturation monétaire américaine des années Trente et celle de l'Europe actuelle.

Au cours de la Grande Dépression, les Banques centrales de District vont refuser de se prêter de la liquidité entre elles et contraindre le gouvernement Roosevelt à prendre des mesures accrues en faveur de la centralisation de la politique monétaire américaine dans les mains de la seule Réserve Fédérale de New York. Du côté de la politique budgétaire, le gouvernement Roosevelt a aussi mis en place des mesures de soutien économique en faveur des régions déficitaires agricoles les plus touchées par la crise. Le budget fédéral a pris alors toute son importance en jouant un rôle de stabilisation de l'économie réelle américaine, dans son ensemble. Or, les dissensions actuelles entre Banques centrales nationales mises en lumière par le débat sur les soldes Target 2 au sein de la zone euro, montrent, nous le verrons, les effets pervers d'une politique monétaire unique, exercée de façon décentralisée par les autorités monétaires nationales. A l'aune de ces rivalités monétaires, nous montrerons que la résorption des soldes Target 2, s'inspirant du modèle de compensation des règlements américain, est sans doute devenue une nécessité plus politique qu'économique. Plus encore, la récession économique persistante en Europe, sur fond de crise des dettes publiques et de rigueur, exige la mise en place d'une force budgétaire européenne contra-cyclique afin de relancer la croissance, en s'inspirant de la politique budgétaire fédérale conduite par le gouvernement Roosevelt. Sans quoi, les pays européens, dans leur globalité, risquent de subir une contagion par la dépression qui s'inscrira dans un déni de leur interdépendance économique et politique.

3.1. Avènement d'un véritable fédéralisme économique sous Roosevelt.

3.1.1. De la fragmentation de l'union monétaire.

En 1915, un Système de Règlement Interdistrict qui assure la compensation et le règlement entre les dettes et les créances des banques de réserves fédérales régionales a été créé aux Etats-Unis. Avant que ne survienne la crise bancaire de 1933, ce système de compensation était aussi un système de règlement journalier. Cela signifie, qu'en fin de journée, une banque fédérale de district était ou créancière nette ou débitrice nette vis-à-vis des autres onze banques de réserve fédérales. Schématiquement, si les banques privées du district du Michigan étaient victimes du retrait massif des dépôts de leurs clients et que ces dépôts allaient se placer dans les banques commerciales privées de New York, par le biais de la compensation interdistrict assurée par les banques de réserves fédérales, cela se traduisait par une créance en or de la Banque de Réserve Fédérale de New York sur la Banque de Réserve Fédérale du Michigan. A la fin de la journée, une banque fédérale de district était débiteur net ou créancier net vis-à-vis de l'ensemble des banques de réserve fédérales et devait régler ce solde ISA (Interdistrict Settlement Account) en or ou en certificats d'or. Légalement, chaque banque de Réserve Fédérale était alors tenue de détenir une réserve minimale obligatoire en or ou en certificats d'or. König (2012) explique que, théoriquement, dans ce système de compensation, si la Banque de Réserve Fédérale du district qui subissait les retraits de dépôts bancaires venait à épuiser sa réserve d'or, elle ne pouvait plus assurer le règlement de la compensation avec les autres banques fédérales de district. Cette impossibilité devait conduire au rejet des chèques émis sur les banques commerciales privées du district en difficulté, par les banques commerciales de l'autre district, et in fine, à l'éclatement de l'union monétaire américaine. Or, ce n'est pas ce qui s'est produit en 1933. Ainsi que le relate l'étude récente de UBS (2011), lors de la crise bancaire de 1931, plus de la moitié des faillites bancaires se produisent dans les districts de Chicago et Cleveland. A la fin de l'année 1932, les entreprises de ces districts commencent à transférer leurs dépôts bancaires hors des banques locales sur les comptes des banques du district de New York. Plusieurs districts tentent alors de contrer l'évaporation des dépôts hors de leurs banques locales en les mettant en « vacances ». Mais cela ne fera qu'accélérer les transferts des dépôts bancaires vers les districts qui gardent leurs banques ouvertes. La fermeture de l'ensemble des banques du Michigan déclarée le 14 février 1933 accélère la fuite des dépôts vers le district de

New York. La Banque centrale du district de Chicago perd alors trois fois plus de réserves qu'en 1932, à la même date. Les déposants en viennent (à tort) alors à considérer qu'un dollar émis par la banque centrale du district de New York vaut plus qu'un dollar émis par la banque centrale du district du Michigan. La parité géographique de l'unité monétaire américaine n'est virtuellement plus assurée et c'est le principe même de l'union monétaire américaine qui se fissure.²⁹ En janvier 1933, la Réserve Fédérale de Chicago refuse d'escompter les titres de la Réserve Fédérale de New York et de lui prêter de l'or alors que ses réserves en or risquent de passer sous le minimum légal³⁰. D'après Hackley (1973), les réserves en or de la Banque de Réserve de New York descendent si bas que cette dernière doit emprunter aux autres banques centrales de district fédéraux 210 milliards de dollars. Le 3 mars 1933, les districts de l'Illinois et de New York mettent à leur tour leurs banques en vacances. Comme le précise König (2012), en mars 1933, le Comité de la Réserve Fédérale, ainsi qu'il en a légalement le droit, donne injonction aux autres banques de réserve fédérale de district de venir en aide à la Banque de Réserve de New York en réescomptant ses titres publics contre de l'or. La section 11b) du Federal Reserve Act de l'époque stipulait, en effet, que le Comité de la Réserve Fédérale pouvait contraindre les banques fédérales d'un district à réescompter les titres d'une banque fédérale d'un autre district, ce qu'il fit de manière tout à fait exceptionnelle en 1933.

3.1.2. A une politique monétaire et budgétaire américaines fédérales.

Comment cet épisode de crise bancaire des années Trente aux Etats-Unis est-il susceptible d'éclairer le débat sur la situation actuelle de l'Union Monétaire Européenne actuelle ? Il faut s'intéresser à la façon dont l'union monétaire américaine, partiellement rompue dans les années Trente, a été rétablie par l'action du gouvernement Roosevelt. On montrera ici, que la cohérence de l'union monétaire va être retrouvée au travers d'un plus fort degré de « fédéralisme monétaire » mais aussi, « de fédéralisme fiscal ». D'après Carlson et Wheelock (2013), au cours de la Grande Dépression, les banques centrales des districts fédéraux étaient en compétition et non dans une logique coopérative. Elles étaient avant tout préoccupées par la situation économique locale et par le niveau de leurs réserves individuelles, plutôt que par la situation monétaire et bancaire globale du

²⁹ UBS (2010) p6.

³⁰ Carlson M and Wheelock D-C (2013) et Fuller L (2011),

pays. Par suite, ce système bancaire géographiquement fragmenté était beaucoup plus vulnérable aux chocs et aux effets de contagion qu'il ne l'est aujourd'hui. Bordo, Markiewicz et Jonung (2011) expliquent que les échecs de la Fed à juguler la crise bancaire des années Trente, s'expliquent en partie par son manque de leadership vis-à-vis des banques centrales fédérales de district. D'après Appel (2003), dès la création du Système de Réserve Fédérale en 1913, les banques centrales de district ont pris leur indépendance relativement au Comité de Réserve Fédérale de Washington, en créant une structure administrative indépendante non prévue par les statuts du système fédéral. Chaque banque centrale de district nomma son propre gouverneur et les douze gouverneurs ainsi nommés constituèrent ensuite une entité administrative à part entière en se regroupant au sein de la Conférence des Gouverneurs des Banques centrales fédérales. Cette nouvelle entité entra en concurrence avec le Comité de Washington quant au pouvoir de contrôle du système monétaire fédéral. Chaque banque centrale de district effectuait ses propres opérations d'achat à l'open market, plus pour accroître ses revenus, que dans le but de contrôler la création monétaire au sein de chaque district. La coordination des politiques monétaires n'était donc pas assurée à l'échelle fédérale. Au début des années vingt, Strong alors gouverneur de la Réserve Fédérale de New York, estima que les opérations d'open market des banques centrales de district devaient être coordonnées et mise en œuvre uniquement par la Fed de New York pour le compte de l'ensemble des banques centrales fédérales³¹. Mais il fallut attendre les Banking Act de 1933 et de 1935 édictés sous la présidence Roosevelt pour que la hiérarchie des relations de pouvoir entre les banques centrales de district et le Comité de la Réserve fédérale se clarifie. Le Banking Act de 1933 établit une assurance des dépôts garantie par le FDIC pour chaque banque commerciale membre du système de Réserve Fédérale. Avec le Banking Act de 1935, le Comité de la Réserve Fédérale fut renommé « Comité des Gouverneurs du Système de Réserve Fédéral », désormais composé de sept membres nommés, alors que les chefs exécutifs de chaque banque centrale de district furent qualifiés de « présidents ». Ce changement de dénomination marqua en soi un glissement du pouvoir monétaire à la faveur du Comité de Washington. Avec le Banking Act de 1935, le Federal Open Market Committee (FOMC) ne compta plus que cinq membres votant en lieu et place des douze présidents des banques centrales fédérales. Il y fut précisé que, en tant que membre du FOMC, le président

³¹ Appel E (2003).

d'une banque centrale de district ne devait agir ni comme représentant ni comme défenseur des intérêts spécifiques de cette dernière. Les banques centrales de district n'ont, dès lors, plus le droit acheter ou de vendre des Bons du Trésor sans accord explicite du FOMC. Désormais, les opérations d'open market sont exécutées de manière centralisée par la banque de Réserve de New York pour le compte du FOMC³². Or, un marché monétaire et financier intégré et centralisé évite que ne survienne des déséquilibres de paiement entre régions ou nations. Ainsi que l'explique Moro (1974), dans un système bancaire centralisé comme celui des Etats-Unis, les banques centrales des districts excédentaires peuvent acheter les titres du gouvernement fédéral possédés par les banques centrales des districts déficitaires et, ainsi, les approvisionner des liquidités qui leur manquent.

Moro montre également que l'existence d'un Trésor Public fédéral et d'un gouvernement fédéral permet la mise en œuvre d'une politique fiscale intégrée qui évite que les régions américaines pauvres ne sombrent dans la dépression en période de crise et n'entraîne avec elles les régions plus riches. Ce constat s'applique tout particulièrement à la politique fiscale du New Deal mise en œuvre par Roosevelt. Entre 1929 et 1933, le district de Minneapolis, particulièrement frappé par la chute des prix agricoles et dont les transactions commerciales et financières privées avec les autres districts étaient déficitaires depuis 1927, reçut des fonds du Trésor fédéral en constante augmentation sur la période. Les districts agricoles de Minneapolis, Saint Louis, Atlanta et Kansas City les plus touchés par la crise bénéficièrent ainsi de fonds du Trésor fédéral destinés à financer des programmes d'aide et de grands travaux leur évitant la récession. Le district de la Nouvelle Angleterre composé de régions industrialisées était, au contraire, excédentaire avec les autres districts et payait plus d'impôts au Trésor Fédéral qu'il ne recevait de fonds de l'institution fédérale. Les districts agricoles ont donc bénéficié de fonds du Trésor fédéral alors que les impôts des districts industrialisés excédentaires ont financé des apports de fonds fédéraux dans les régions en dépression. L'existence d'un budget fédéral a permis aux Etats-Unis d'éviter que les districts déficitaires ne sombrent dans la dépression qui aurait contaminé les districts plus industriels de La Nouvelle Angleterre, de Cleveland et de Chicago. Le gouvernement Roosevelt lutta contre la dépression économique des districts agricoles les plus touchés par la crise, au travers de programmes d'aide et de plans de travaux publics financés par les recettes des districts excédentaires, instaurant

³² *ibid*

par là même un véritable fédéralisme budgétaire.³³ Ainsi que le souligne l'étude récente d'UBS (2010):

« Fiscal transfers, as represented by the New Deal Program, became a feature of the US economy (accompanied by a shift in the perception of the role of government). And finally, the severity of the crisis increased geographic labor mobility, as families trekked across country in search of work (in the manner of John Steinbeck novel). What the US demonstrates is that a monetary union can effectively fracture, and then come back together, if policy makers are committed enough to creating a viable, cohesive monetary policy. Not only did the new administration play a larger role in redistributing growth around the economy, but the factionalised Federal Reserve System was brought under the effective control of the Treasury. However, the US did then manage to transition from a dysfunctional monetary union to a functional monetary union. The change was not that the economy became a more optimal currency area, but that the mechanisms for flexible offsets to asymmetric shocks were instigated.»

3.2. No country for old euro.

3.2.1. La nécessité politique de résorber les soldes Target 2.

L'exemple de la crise bancaire des années Trente montre néanmoins que les controverses quant à la souveraineté monétaire des districts et celle de l'état fédéral vont persister jusqu'au Banking Act de 1933 et de 1935, édictés sous le gouvernement Roosevelt. De ce point de vue, les années Trente aux Etats-Unis marquent historiquement le passage de la Nation américaine à un fédéralisme renforcé tant du point de vue de l'exercice de la politique monétaire et bancaire que de la politique budgétaire. Le Banking Act de 1933 instaure également une garantie des dépôts pour l'ensemble des banques privées du Système fédéral qui a permis de rétablir la confiance des déposants dans les banques. La réouverture des banques a eu lieu après qu'a été décidé ce principe

³³ Voir Moro (1974).

de garantie fédérale des dépôts³⁴. Dans le cas récent de Chypre, l'Union européenne, en menaçant de fiscaliser les dépôts inférieurs à 100 000 euros, a déjugué son propre principe de garantie européenne des dépôts et avec lui, les bases même du projet d'union bancaire européenne. L'union européenne a donc pris « l'histoire à l'envers », commençant par renier la garantie « fédérée » des dépôts avant que de finir par fermer les banques. On connaît le résultat sur la confiance dans les garanties européennes et la crédibilité de la future union bancaire européenne.

De manière plus technique, l'épisode de non coopération monétaire des années Trente entre les banques centrales de district fédérales aux Etats-Unis renvoie souvent, dans plusieurs publications récentes (König (2012), Grjebine (2012)), à la nécessité pour l'Europe de s'inspirer du système de règlement interdistrict des paiements américain afin de corriger les déséquilibres issus des dysfonctionnement de son système de compensation des paiements intereuropéens Target 2. Cour-Thimann (2013) explique comment est effectué le règlement annuel des soldes Isa des banques centrales de districts. Théoriquement, chaque 1^{er} avril de l'année, il est prévu de solder la moyenne annuelle des créances et des dettes des banques centrales de district. Ce règlement annuel consiste à convertir la moyenne annuelle du solde Isa de chaque banque centrale de district en part de Bons du Trésor détenus par l'ensemble du système de Réserve Fédérale, grâce à ses opérations d'open market (System Open Market Account). Ainsi, chaque 1er avril, les banques centrales débitrices devraient voir leur solde ISA augmenter pour se rapprocher de zéro, en contrepartie d'une diminution de sa part de titres (Bons du Trésor) SOMA. Une banque centrale créditrice devrait, au contraire, enregistrer une diminution de son solde Isa pour le rendre négligeable, en contrepartie d'une augmentation du compte en titres du SOMA. Le règlement des soldes Isa entre banques centrales excédentaires et déficitaires doit donc s'effectuer par transfert de titres (Bons du Trésor). Pour König (2012), ce règlement annuel des soldes ISA des banques centrales de district relève de la coutume monétaire dans la mesure où il n'est pas inscrit dans la loi. Preuve en est, en avril 2009, 2010 et 2011, le règlement des soldes Isa n'a pas eu lieu, le Système de Réserve Fédérale a laissé les banques centrales des districts de San Francisco et de Richmond accumuler des soldes Isa négatifs

³⁴ Elwell (2011) précise que Roosevelt a suspendu la convertibilité or du dollar et nationalisé les avoirs en or privés des citoyens américains en 1933. Le 5 avril 1933, par un ordre exécutif, la détention d'or fut interdite. Ainsi, le Trésor public américain a pris le contrôle de tout l'or échangé. Roosevelt autorisa l'émission de plus de 3 millions de dollars en billets par la Réserve Fédérale destinés à financer l'emprunt du gouvernement et le New Deal. En 1934, le gouvernement procéda à une dévaluation de 60% du dollar en faisant passer le cours de l'or en dollars de 20,67\$ à 35\$ l'once.

alors que la Fed de New York a accumulé des soldes positifs.³⁵ Pour Bijlsma et Lukkezen (2012), à long terme, les déséquilibres des soldes target 2 au sein de la zone euro devraient s'éliminer d'eux-mêmes à partir du moment où le marché interbancaire européen retrouverait un fonctionnement normal. Les banques du Nord recommenceraient alors à prêter aux banques du Sud et les déséquilibres disparaîtraient. A plus court terme, l'élimination des tels déséquilibres requerrait soit leur apurement, à l'instar du règlement annuel théoriquement appliqué par le système de compensation américain, soit leur escompte entre banques. Mais l'apurement des comptes dans la zone euro ne semble guère envisageable tant que les banques centrales nationales ne disposent pas d'un portefeuille d'actifs aussi homogène que les Bons du Trésor public du SOMA³⁶. L'adoption d'une telle mesure supposerait la création d'eurobonds européens auxquels l'Allemagne n'est pas favorable. Reste le recours à l'escompte. Ainsi que nous l'avons vu, le Comité de Réserve Fédéral peut exiger d'une banque centrale de district qu'elle réescompte ses créances. König (2012) précise qu'en réescomptant ses créances auprès d'une banque centrale excédentaire, une banque centrale déficitaire peut obtenir un crédit qui lui permet de réapprovisionner son compte Isa. Cette procédure a été utilisée par les banques centrales de district américaines au cours de la crise bancaire des années Trente, ainsi que nous l'avons vu précédemment. Une telle possibilité n'est pas prévue dans le système européen Target 2. Pour Bijlsma et Lukkenen (2012), la vision de ce recours au réescompte dépend de la conception que l'on a de l'union monétaire elle-même. Si on perçoit l'union monétaire comme un processus irréversible et solidaire, le réescompte entre banques centrales régionales est une pure opération comptable qui n'affecte pas la profitabilité de l'ensemble du système monétaire fédéral. Les banques centrales de réserve appartiennent au gouvernement fédéral, une perte à la Fed de Richmond importe peu si elle correspond à un gain à la Fed de New York. De fait, les soldes Isa ne font que refléter la circulation normale de flux de capitaux entre banques de districts différents. König (2012) conteste malgré tout cette version en précisant que, dans les moments cruciaux, le règlement des soldes Isa des différentes banques centrales de districts peut constituer de véritables transferts entre les banques privées actionnaires auxquelles

³⁵ En avril 2011, par exemple, la moyenne annuelle du solde Isa de la Fed de New York était de 150 milliards de dollars alors même que son solde Isa en avril était de 300 milliards de dollars. Théoriquement, en avril 2011, son solde Isa aurait dû passer de 300 milliards à 150 milliards, mais ce ne fut pas le cas, il fallut attendre avril 2012 pour qu'un transfert de 200 milliards de Bons du Trésor du Soma ait lieu des autres banques centrales de district vers la Fed de New York et que son solde Isa soit proche de zéro.

³⁶ Voir Banque de France (2013), p116.

appartiennent les banques centrales de district. Ainsi, si la banque centrale de Richmond ne parvient pas à solder son compte Isa en titres, les banques privées qui en sont les actionnaires vont devoir la recapitaliser. Si elles n’y parviennent pas, c’est bien la Banque centrale de New York qui va enregistrer la perte et, avec elle, ses actionnaires. Selon cette optique, les différences entre les systèmes Isa et Target 2 correspondraient donc plus à des clefs de répartition différentes des pertes entre les banques privées actionnaires, le gouvernement fédéral américain, d’un côté, et les gouvernements nationaux européens, de l’autre. Si, par contre, on perçoit l’union monétaire comme un rassemblement temporaire de Nations qui partagent juste la même monnaie, alors le réescompte entre banques centrales constitue un véritable transfert d’actifs entre banques centrales dont les revenus échoient respectivement aux gouvernements nationaux dont elles dépendent. Or, dans la zone euro, la BCE appartient in fine aux gouvernements nationaux au travers de leurs banques centrales, sans qu’il y ait de gouvernement fédéral. Schématiquement, une perte potentielle pour la Bundesbank constitue une perte pour le gouvernement allemand proportionnelle à la part de la Buba dans le capital de la BCE. Le réel problème qui se pose donc à la zone euro tient à ce que la mise en œuvre de la politique monétaire unique européenne est décentralisée. Comme nous l’avons vu, depuis 1935, les opérations d’open market de politique monétaire américaine sont exécutées de manière centralisée pour le compte du FOMC par la Banque de Réserve Fédérale de New York. Les actifs acquis au travers de ces achats à l’open market sont déposés sur un compte SOMA (System Open Market Account) commun à l’ensemble du système de Réserve Fédérale. Puis, les actifs et les revenus d’intérêt reçus sur ces actifs sont alloués à chacune des douze Banques centrales de district en proportion du pourcentage de billets qu’elle émet. Ils peuvent aussi servir à équilibrer les comptes Isa annuellement. Appel (2003) précise que le fait que la Banque centrale de New York détienne environ 39% du total des soldes SOMA³⁷ permet la mise en œuvre d’une politique d’open market centralisée. Ce compte, dans l’absolu, permet que chaque banque centrale de district reçoive comptablement sa part du seignuriage proportionnellement à son émission de billets. Pour autant, il s’agit là d’un pur enregistrement comptable dans la mesure où les différents seignuriages des banques centrales fédérales sont ensuite transférés sur le compte du Trésor public américain. La répartition des seignuriages entre banques centrales régionales ne pose donc pas problème

³⁷ Composé principalement de Bons du Trésor et de titres émis par les agences gouvernementales

lorsqu'il revient in fine à un gouvernement fédéral. Par ailleurs, le fait que le périmètre géographique des districts du Système de Réserve Fédérale ne recouvre pas celui des états fédérés réduit objectivement les risques de tensions interrégionales sur l'exercice de la politique monétaire. La situation actuelle de la zone euro renforce au contraire les dissensions nationales à plusieurs niveaux, d'autant que le revenu de seigneurage de chaque banque centrale nationale revient in fine à son gouvernement propre. Seule l'attribution centralisée des revenus de seigneurage à la BCE et, in fine, à un gouvernement fédéral européen permettrait d'éviter ces rivalités entre Banques centrales nationales. Ce n'est pas pour demain.

Whelan (2012) donne une évaluation corrigée des pertes que pourrait subir l'Allemagne compte tenu de ses créances Target 2 sur l'ensemble de l'eurosystème. En septembre 2012, cette créance s'élève à 695 milliards d'euros pour un solde de créances totales proche de 1 000 milliards d'euros. Les trois autres créanciers principaux sont les Pays-Bas, le Luxembourg et la Finlande qui constituent, en tant que tels avec l'Allemagne, les pays du centre de la zone euro, les treize pays débiteurs restants constituent les pays périphériques.³⁸ Pour autant, Whelan montre que le risque potentiel émanant de la créance Target 2 de l'Allemagne de près de 700 milliards d'euros doit être relativisé. En particulier, l'Allemagne dispose de plus de monnaie centrale que la Bundesbank n'en a émise car une partie de la monnaie centrale émise par les autres banques centrales nationales de la zone euro est arrivée dans l'économie allemande, compte tenu de la fuite d'une partie des capitaux des pays de la périphérie vers les banques allemandes.³⁹ Si l'on tient compte de cette émission de billets, l'eurosystème dispose donc lui-même d'une créance d'environ 200 milliards d'euros sur l'Allemagne. Dans le scénario le plus pessimiste d'une rupture non coopérative de la zone euro, les pertes de la Bundesbank sur ses créances Target 2 pourraient être partielles ou totales, selon que les pays sortant de la zone euro continueraient ou non à participer au système de compensation Target 2 et/ ou exigeraient le relibellement de leurs dettes Target 2 dans leur nouvelle monnaie dévaluée alors que l'Allemagne conserverait l'euro (euromark) ou adopterait elle-même une nouvelle monnaie, qui de toute façon s'apprécierait. Dans ce cas extrême, dont la probabilité est faible, Whelan établit, à la date de fin septembre 2012, que la Bundesbank perdrait une créance nette intra-

³⁸ Whelan (2012)

³⁹ Bouillet (2012).

eurosystème d'environ 516 milliards d'euros (compte tenu de sa dette en billets, notamment) et verrait ainsi une part importante de son actif disparaître, soit environ 20% de son PIB. Mais avec un taux d'intérêt de 0,75%, cette perte de créance n'entraînerait une perte de revenu d'intérêt que de 3,9 milliards d'euros annuels, soit 0,15% du PIB allemand, ce qui aurait un impact faible sur le budget annuel de l'Allemagne. L'auteur précise que, dans l'absolu, la Bundesbank pourrait continuer d'exercer sa politique monétaire, même avec un capital négatif, sans demander à être recapitalisée par le gouvernement allemand. Dans un régime de monnaie fiduciaire, la valeur de la monnaie fiduciaire repose sur la confiance que lui accorde les agents économiques et non sur la valeur du stock d'actifs de la Banque centrale, comme cela était anciennement le cas dans les régimes de monnaie marchandise. Les dettes d'une Banque centrale que sont les billets et les réserves en monnaie centrale des banques n'étant pas exigibles tant qu'elles sont acceptées par le public et les banques, l'insolvabilité apparente d'une Banque centrale ne peut avoir les mêmes conséquences que celle d'une banque commerciale qui se traduit par des demandes de conversion des dépôts de la banque en billets et une diminution de ses ressources. La valeur de la monnaie allemande ne serait donc pas affectée par le non remboursement des créances Target 2 à la Bundesbank, sauf à constater une fuite généralisée devant l'euro, qui a peu de chances de se produire, compte tenu de la solidité des fondamentaux économiques allemands. L'explosion de la zone euro conduirait à une recherche de la qualité qui, au contraire, accroîtrait la demande d'euros et renforcerait son appréciation. Il en résulterait un seignuriage accru pour la Bundesbank qui serait amenée à augmenter son émission monétaire. En d'autres termes, les pertes Target 2, même dans le cas d'annulation totale, seraient minimes pour l'Allemagne et compensées par des gains de seignuriage importants. Dans le cadre d'une évaluation plus globale des pertes encourues par l'Allemagne, c'est sans doute cette appréciation résultante de l'euro qui serait la plus dommageable pour l'économie allemande. Artus (2012c) précise que les pertes en capital sur les avoirs extérieurs de l'Allemagne auraient un coût beaucoup plus élevé que la dégradation du commerce extérieur allemand, compte tenu d'une faible élasticité-prix en volume des exportations allemandes. La question des pertes auxquelles seraient exposées les Banques centrales créditrices de Target 2, notamment la Bundesbank, ne se pose donc véritablement, qu'en cas d'une explosion désordonnée de la zone euro. Chypre, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, l'Espagne et le Portugal sortiraient alors de la

zone euro alors que leurs banques centrales nationales seraient en cessation de paiement et incapables d'honorer leurs dettes Target2. Au-delà de ces risques financiers, jugés faibles par ceux qui n'envisagent pas l'explosion de la zone euro, la question des soldes Target2 est devenue avant tout politique. Cette polémique et ce débat initiés par Sinn (2012) et relayés par l'Ifo, dont il est le président, ont des conséquences assez délétères qui minent la confiance dans la construction européenne et augmentent les risques de conflits entre les gouvernements nationaux européens⁴⁰. Et, c'est la raison majeure qui doit guider leur résorption. Dans un article récent de La Tribune, Raugel (2013) souligne que les risques liés à Target 2 ont pris une tournure potentiellement conflictuelle au sein de la zone euro, dans la mesure où ces soldes représentent pour les pays débiteurs de la périphérie entre 15% et 45% de leur PIB et pour les pays créanciers du cœur entre 14% et 227% de leur PIB :

« Il se peut que l'intensité des conflits à propos de Target 2 soit limitée après l'abandon de l'euro par de nombreux pays du fait de la réduction de l'influence de la BCE qui en résulterait. Mais il se peut également que les antagonismes soient exacerbés par l'exaltation concomitante des sentiments nationalistes, l'incertitude sur le statut des dettes et des créances et l'importance des enjeux financiers dans une Europe appauvrie ».

Or, Fahrholz et Freytag (2012) montrent que les déséquilibres Target 2 persisteront, y compris à long terme, dans la mesure où la sortie de crise de l'Union monétaire avec un rétablissement normal du fonctionnement du marché interbancaire ne suffira pas à assurer le reflux des soldes Target 2 accumulés durant la crise. Selon eux, il existe un effet de persistance, d'hystérèse, des soldes Target 2. Nous présentons une adaptation de l'analyse graphique de Fahrholz et Freytag au travers des bilans des agents privés, des Banques centrales Nationales et des banques commerciales respectivement des pays périphériques et du cœur de la zone euro (**Annexe 2**). Le

⁴⁰ Fayolle (2013) précise que « 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 Target 2 le substitut souverain 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 des dépenses publiques), soit que les banques locales absorbent les émissions de dettes publiques et mobilisent ces titres comme collatéraux pour leur refinancement. »

premier résultat des auteurs est de montrer qu'en période de crise et en présence d'un dysfonctionnement des marchés monétaires et interbancaires européens qui empêchent les banques commerciales créditrices des pays du cœur de la zone euro (Allemagne, Finlande, Pays-Bas et Luxembourg) de prêter aux pays périphériques (les treize autres pays), l'accumulation consécutive des soldes Target2 constitue un transfert du risque de crédit des créanciers privés vers les créanciers publics que sont les Banques centrales du cœur, notamment, la Bundesbank. Le second établit que cette accumulation de dettes Target 2 par les Banques centrales de la périphérie est à la source de désajustements réels, puisqu'elle permet, en temps de crise, aux pays débiteurs de continuer à assurer le financement de leurs importations et, donc, de leur déficit courant sans avoir recours aux ajustements de revenus internes qui conduiraient à sa résorption. Parallèlement, l'accumulation de créances Target 2 par les Banques centrales du cœur, permet elle aussi un soutien artificiel des exportations de ces pays, notamment celles de l'Allemagne, et donc, retarde la résorption de leur excédent commercial par la baisse de leurs exportations. Or, cet ajustement retardé conduit à des déséquilibres réels « entretenus » qui retardent les ajustements structurels nécessaires au sein des économies de la périphérie et conduit à des déséquilibres réels prolongés au sein de la zone euro dans son ensemble. Le troisième montre que justement, à long terme, même si l'union monétaire survit à la crise et si le marché interbancaire retrouve un fonctionnement normal, les créances/dettes Target 2 accumulées durant la période de crise ne se résorberont pas. De ce fait, les soldes Target 2 accumulés retarderont la résolution de la crise de balances des paiements pour toute la zone euro. L'apurement des soldes Target 2 conduirait donc à un rétablissement plus ordonné des équilibres réels et à une convergence réelle accrue entre les économies du cœur et de la périphérie. Il renforcerait ainsi la crédibilité de l'action des gouvernements et des Banques centrales des pays périphériques. Plusieurs auteurs estiment que le règlement des soldes Target 2 devrait s'effectuer en prenant modèle sur le système de règlement américain au travers d'un transfert de titres des Banques centrales débitrices de la périphérie vers les Banques centrales du cœur, notamment la Buba. Ainsi que l'explique Whelan (2012), chaque Banque centrale nationale a à sa disposition un portefeuille d'actifs résultant de la mise en œuvre de ses opérations de politique monétaire. Il s'agit des collatéraux des prêts en monnaie centrale faits aux banques commerciales nationales par lesdites Banques centrales, mais aussi des titres publics achetés par les Banques centrales aux

banques commerciales sur le marché secondaire dans le cadre du Security Market Program. De sorte que, chaque année, les Banques centrales nationales débitrices de la périphérie pourraient transférer ces actifs aux Banques centrales nationales créancières du cœur afin de remettre les soldes Target 2 à niveau proche de zéro. Autrement dit, la Buba recevrait des titres détenus par les banques commerciales italiennes, espagnoles en règlement de sa créance annuelle Target 2. En cas d'explosion de l'union et de sortie de la zone euro des pays périphériques, les pertes maximales de la Bundesbank et des Banques centrales des pays du cœur seraient ainsi réduites, puisqu'elles seraient bornées à la décote liée au relibellement desdits actifs en une nouvelle monnaie nationale dépréciée relativement à l'euro et, non plus, au risque que les pays périphériques sortant refusent de rembourser l'intégralité des dettes Target 2 aux Banques centrales du cœur. Mais d'après l'étude de l'Ifo⁴¹, l'Eurosystème ne dispose pas d'un portefeuille d'actifs commun comme le Système de Réserve Fédérale. Un transfert d'actifs des banques centrales débitrices vers les banques centrales créditrices de la zone euro aurait donc lieu en ponctionnant directement sur les actifs détenus en propre par chaque Banque centrale débitrice. Il pourrait s'agir d'actifs de grande qualité comme les réserves d'or ou de change en devises ou de titres publics AAA. Le problème est que ces titres ne sont pas suffisants pour permettre l'apurement quasi-complet des soldes Target 2 accumulés. La Banque centrale de Grèce, par exemple, détient à son actif un montant d'or et de réserves de change de 6 milliards d'euros alors que sa dette Target 2 s'élève à 100 milliards d'euros. Et, si les Banques centrales débitrices venaient à demander l'aide de leur gouvernement national pour satisfaire à ce besoin d'actifs de qualité, cela entraînerait des fuites de capitaux du pays qui, à leur tour augmenteraient les soldes Target 2.⁴² De sorte que si les marchés venaient à anticiper une telle incapacité des Banques centrales débitrices à honorer leur solde Target 2, cela les conduirait aussi à accorder une valeur moindre aux euros émis par cette même banque centrale. On le sait, cette rupture de l'unité de valorisation de la monnaie sur l'ensemble du territoire européen est incompatible avec les principes fondamentaux d'une union monétaire. Pour cette raison, certains auteurs proposent d'avoir recours à l'émission d'eurobills adossés à des collatéraux nationaux pour effectuer les règlements des soldes Target 2. Ces eurobills auraient pour garantie les billets du Trésor

⁴¹ Cour-Thimann (2013).

⁴² Ibid, p39.

de court terme émis par les gouvernements nationaux, eux-mêmes gagés sur les recettes fiscales futures⁴³.

3.2.2. Construire une puissance budgétaire contracyclique à l'échelle européenne.

Nous avons vu que l'exercice centralisé de la politique monétaire américaine au niveau fédéral avait permis de réduire les rivalités historiques entre les banques centrales régionales et la Réserve Fédérale. Dans cette marche historique vers plus de fédéralisme monétaire, le manque de coopération entre les banques fédérales de district et de leadership de la Réserve Fédérale a montré au gouvernement Roosevelt la nécessité d'asseoir un véritable pouvoir monétaire centralisé. L'adoption consécutive à la crise des Banking Act de 1933 et de 1935 ont fait de la Réserve de New York une véritable banque centrale ayant autorité fédérale sur la politique monétaire unique américaine et les banques centrales régionales. Dans la zone euro, le caractère décentralisé de l'exercice de la politique monétaire par les banques centrales conduit, au contraire, à des rivalités nationales non résolues à ce jour.⁴⁴ Cette fragmentation du pouvoir monétaire européen a été récemment cristallisée autour des débats assez techniques sur Target 2, ainsi que nous l'avons montré. Plus généralement, la permanence des débats sur le cours de l'euro jugé trop faible par les pays de la zone euro Nord, dont notamment l'Allemagne, et trop fort par les pays en désindustrialisation du Sud de la zone euro ne fait qu'accroître la montée des dissensions politiques en Europe et les doutes sur la pérennité de notre monnaie unique. L'ensemble de ces éléments rappelle qu'une union monétaire entre états économiquement divergents ne peut espérer survivre sans assurer des transferts de revenus compensateurs au travers d'une redistribution fiscale à l'échelle fédérale. L'action du gouvernement Roosevelt s'était traduite par la mise en œuvre d'une

⁴³ Ibid, p39

⁴⁴ Voir récemment Cerisier F (2013), « L'OMT face aux juges », 14 juin 2013, *Globalix*. L'auteur explique qu'une plainte a été déposée à la Cour de Karlsruhe contre le Mécanisme Européen de Stabilité (MES) et le programme d'achat de titres, potentiellement illimité (OMT) de la BCE. Il écrit : « Il s'agit, notamment, pour la Cour d'évaluer si ce programme relève du mandat de la BCE ou s'il contrevient à l'interdiction de financement monétaire des états et engage le contribuable de façon indue (via d'éventuelles pertes que pourrait faire la BCE sur ces achats). Si tel était le cas, les juges de Karlsruhe pourraient, par exemple, demander au gouvernement allemand de renégocier les traités pour y redéfinir plus précisément le mandat et le champ d'action de la BCE, voir l'obliger à rechercher l'abandon de l'OMT en faisant appel à la Cour Européenne de Justice, compétence dès lors qu'il s'agit de la BCE ». Weidmann, Président de la Bundesbank a expliqué aux juges que l'OMT affaiblissait l'indépendance de la BCE et qu'il souhaitait son abandon par l'institution européenne.

véritable politique budgétaire fédérale destinée à soutenir les régions agricoles en récession en leur redistribuant une partie des recettes publiques perçues des états industriels moins touchés par la crise, alors que le chômage atteignait un taux de près de 25%, proche des taux de chômage européens actuels.

L'Europe d'aujourd'hui pâtit de n'être pas en mesure de construire une politique de relance budgétaire européenne commune qui exerce ce rôle contracyclique. Artus et Gravet (2012) s'inquiètent que, privés de tout recours à la dévaluation, les pays périphériques en difficulté, contraints à la contraction interne de leur demande intérieure et à une progression inacceptable de leur chômage, n'en viennent à une sortie désordonnée de la zone euro. Pour Randall et Kessler (2012), toutes les études économiques montrent qu'aux Etats-Unis, les budgets régionaux et nationaux ne permettent pas de stabiliser l'économie et que c'est le budget fédéral qui assure ce rôle. Mais en Europe, le budget européen est insuffisant pour remplir une telle fonction. Enderlein, Guttenberg et Spiess (2013) proposent de créer un fonds assurantiel d'ajustement cyclique pour la zone euro qui permettrait de drainer les fonds des économies en surchauffe vers les économies qui ralentissent, ce qui « gommerait » partiellement les inconvénients d'une politique monétaire européenne unique. Ils rappellent que les études économiques montrent que l'action contre un choc régional asymétrique est plus efficace au niveau agrégé qu'au niveau régional. Ce fonds ne seraient pas destinés à corriger les écarts structurels entre les économies de la zone tels que les écarts de compétitivité ou de spécialisation, mais à réduire la différence entre le cycle économique des états et celui de la zone euro. Les transferts des pays en expansion vers les pays en ralentissement permettraient de lisser les cycles des économies de la zone en atténuant la surchauffe chez les pays contributeurs et la récession pour les pays récipiendaires. Artus (2012b) estime que l'Allemagne sera contrainte de participer à une relance coordonnée de la croissance de la zone euro en prenant l'initiative d'une relance budgétaire dont elle a les moyens compte tenu de la situation de ses comptes publics et en acceptant un accroissement des fonds structurels européens et des investissements de la BEI⁴⁵. Les dernières annonces d'Angela Merkel de hausse des salaires et de certaines protections sociales, laissent augurer un infléchissement de la position allemande dans

⁴⁵ Voir Fernandes et Rubio (2012) sur la nécessité de la coordination des politiques budgétaires de la zone euro en situation exceptionnelle.

cette direction⁴⁶. La BEI, cofinancée par l'Europe ou par la BCE, pourrait fournir des financements plus particulièrement adaptés en direction des PME innovantes des pays de la zone euro en difficulté et orientés vers la réalisation d'un programme européen de transition énergétique et climatique destiné à réduire la dépendance pétrolière de l'Europe, mais aussi, à assurer sa ré-industrialisation⁴⁷. La décision d'augmenter le capital de la BEI à hauteur de 10 milliards d'euros devrait lui permettre de mobiliser 60 milliards de prêts. Dans la mesure où les PME sont le plus à même de participer à une véritable relance écologique, Fernandes (2012) recommande également la création d'un fonds de garantie à l'appui des PME alimenté par les fonds structurels européens qui viendrait assurer les prêts que leur accordera la BEI. Pour Attali et Lamy (2012), il s'agirait pour la BEI d'émettre, à hauteur de 1000 milliards d'euros, des projets bonds, c'est-à-dire, de la bonne dette, en finançant des projets générateurs de revenus futurs dans les domaines de la transmission des énergies et l'efficacité énergétique, des transports propres, des politiques urbaines, de l'aéronautique et des industries numériques, de la recherche cognitive. De tels projets seraient souscrits par des investisseurs privés et leur crédibilité assurée grâce à la mise en place d'un Trésor Européen qui collecterait l'impôt européen. Cet impôt serait constitué pour partie d'une rétrocession de la TVA à l'échelle des états, d'une taxe carbone et d'une taxe sur les transactions financières. Alors que la Commission Européenne a décidé de recourir aux projets bonds gérés par la BEI pour financer des grands projets d'infrastructure dans les transports, l'énergie et les réseaux d'information, Zenghelis, Fauchaux, Girouard et Clernaghan (2012) estiment qu'il faudrait procéder à une structuration élargie du marché obligataire européen en direction du financement de projets verts. Artus (2012a) parle aussi de créer des incitations fiscales sous forme de réduction de charges sociales ou d'impôts des sociétés financées par l'Europe en créant de véritables zones franches attractives pour les investissements directs étrangers dans des pays comme la Grèce ou le Portugal, en vue de renforcer

⁴⁶ Voir Artus (2013), l'auteur explique que depuis 2009, l'Allemagne a adopté un modèle économique fondé sur la consommation des ménages où les salaires réels augmentent plus vite que la productivité du travail. L'investissement recule alors que la rentabilité et la compétitivité des entreprises se dégradent. Cela signifie que le modèle économique allemand est devenu coopératif en ce qu'il soutient la demande des autres pays de la zone euro, corrigeant ainsi progressivement le déficit de compétitivité des pays de la périphérie.

⁴⁷ Voir Capec (2011) qui propose que la BEI finance à hauteur de 50% les investissements rentables dans les pays déficitaires commercialement. Cela pourrait se faire au travers de divers fonds d'investissement destinés à financer en fonds propres les entreprises innovantes, les projets d'économies d'énergie et d'agriculture énergétiquement autonomes ou des projets d'infrastructures de développement durable au travers d'un programme européen de ferroutage, de maisons bioclimatiques, de programmes de grands travaux issus de la Commission Européenne.

leur attractivité fiscale relativement à des pays comme l'Irlande. Encore faudrait-il que l'Europe décide d'accroître sa participation financière et que les pays du Sud acceptent l'union budgétaire et les règles de bonne gestion budgétaire demandées par l'Allemagne ainsi que le contrôle direct de leurs déficits publics par une autorité supranationale. Dans cette voie, un véritable budget fédéral européen et un gouvernement européen (eurobonds, agence européenne de la dette publique) seraient à la fois le gage d'une crédibilité budgétaire renforcée vis-à-vis des marchés financiers et de la mise en œuvre du programme de relance de l'investissement dont l'Europe a besoin. L'acheminement accéléré vers le fédéralisme sous une forme ou sous une autre, permettrait aux pays en difficulté spécialisés dans les services de conserver un déficit commercial plutôt que de procéder à une contraction de leur demande socialement intenable.⁴⁸

4. Conclusions

L'Histoire de la construction des Etats-Unis d'Amérique est riche d'enseignements pour l'Europe. Nous avons vu que l'Amérique fédérale s'est construite en premier lieu autour d'une union budgétaire issue de l'urgence de financer une guerre éventuelle contre l'Angleterre. La mutualisation des dettes révolutionnaires obtenue par Hamilton s'est inscrite dans le cadre d'un rapport de force et d'intérêt relativement équilibré entre les états du Nord et du Sud face à l'agresseur commun. Elle était destinée à assurer la crédibilité du gouvernement fédéral à honorer sa dette vis-à-vis des créanciers extérieurs et, à terme, a conduit les états américains à retenir un objectif d'équilibre budgétaire. En l'absence d'une menace extérieure commune clairement identifiée, l'Europe intergouvernementale actuelle peine à adopter une structure budgétaire et politique fédérales et pâtit de rivalités accrues des nations européennes entre elles. Dans un tel contexte, l'établissement d'un plan de Rédemption des dettes européennes, s'il a lieu, ne pourra sans doute se faire qu'au prix d'une participation limitée de l'Allemagne à leur mutualisation, tout comme l'a été celle de la Virginie au XVIIIème siècle mais aussi, en contrepartie d'un consentement des états du Sud à un abandon partiel de leur souveraineté budgétaire. Nous avons vu que l'union budgétaire initiale n'a

⁴⁸ Artus (2012) précise que ce fédéralisme pourrait prendre la forme de transferts publics des pays ayant des excédents extérieurs vers les pays ayant des déficits, la mise en commun de certains impôts comme la TVA ou de dépenses de protection sociale comme les indemnités chômage, l'émission d'eurobonds

pas suffi, en elle-même, à préserver la paix entre les états américains, ni à éviter la fragmentation monétaire qui a résulté de la guerre de Sécession. Il a fallu attendre les années Trente et la Grande Dépression pour que les Etats-Unis adoptent une véritable politique budgétaire et monétaire fédérales. Au sein de la zone euro, la mise en œuvre décentralisée des décisions de politique monétaire conduit à des rivalités entre les banques centrales européennes qui ont des effets délétères sur la crédibilité de la monnaie unique et rappellent étrangement la situation monétaire américaine des années Trente. L'accumulation des soldes Target 2 n'a fait d'accentuer les désaccords quant au partage de la charge et du risque des dettes européennes et a maintenu artificiellement des déséquilibres commerciaux préjudiciables à l'ensemble des économies de la zone euro. Leur résorption mettrait fin à une forme de déni de solidarité européenne et est sans doute devenue politiquement nécessaire, si l'on veut éviter une explosion de l'union monétaire. A plus long terme, l'instauration d'un véritable gouvernement européen démocratiquement élu et doté d'un budget et d'une capacité fiscale propres, tout comme l'ont fait les Etats-Unis au début du XXème, semble indispensable au redémarrage de la croissance européenne, à moins que l'Europe ne se résigne à perdre la guerre, économique, et à s'appauvrir tout entière.

Bibliographie

- Appel E (2003), *Central Banking Systems Compared. The ECB, the pre-euro Bundesbank and the Federal Reserve System*, Routledge International Studies in Money and Banking, 20 January.
- Attali J et Lamy P(2012), « Construisons une Europe de la relance », *Le monde*, 10 mai 2012.
- Artus P (2011), « Le fédéralisme fiscal aux Etats-Unis : mode d'emploi », *Flash Economie Natixis*, mars 2011, n°221.
- Artus P, (2012a) « Il va falloir trouver les moyens de soutenir la croissance dans la zone euro », *Flash Economie Natixis*, 4 avril 2012, n°249.
- Artus P, (2012b) « L'Allemagne n'aura d'autre choix que de coopérer et d'accepter des réformes institutionnelles rapides », *Flash Economie Natixis*, 23 mai 2012, n°352.
- Artus P, (2012c) « Les Allemands sont en réalité d'accord pour un soutien financier aux autres pays de la zone euro, mais pas pour un soutien économique », *Flash Economie Natixis*, 14 septembre 2012, n°611.
- Artus P, (2013), « Le changement radical du modèle économique de l'Allemagne depuis la crise », *Flash Economie Natixis*, 3 juillet 2013, n°497.
- Artus P et Gravet I (2012), *La crise de l'euro. Comprendre les causes. En sortir par de nouvelles institutions*, Paris, Armand Colin.
- Banque centrale européenne (2013), « Les soldes Target2 et les opérations de politique monétaire », *Bulletin Mensuel de la BCE*, mars, p105-116.
- Bechman René (1916), *La réforme bancaire aux Etats-Unis. Essai historique et critique*, Thèse de doctorat, Editions Dalloz.
- Blanc J (1998), « Les monnaies parallèles. Approche historique et théorique », Thèse de Doctorat, Université Lumière Lyon 2, janvier.
- Bijlsma M and Lukkezen J (2012), « Why is there no Target 2 debate in US ? », *Improving economic Policy*, Bruegel, avril.
- Bordo M, Markiewicz A and Jonung L (2011), « A fiscal union for the euro : some lessons from history », *NBER Working Paper*, n°17380, september.
- Bouillet C (2013), « Les soldes Target 2 », *BIS Initiative*, Le Cercle Les Echos, 22 mai 2013.

- Carlson M and Wheelock D-C (2013), « The Lender of Last Resort : Lessons from the Fed's First 100 Years », Research Division, *Working Paper Series Federal Reserve of Saint Louis*, n°2012-056B, February.
- Capec (2011), *Relance par le pouvoir d'achat et l'investissement*, Tome 2, Editions du Capec.
- Cerisier F (2013), « L'OMT face aux juges », *Globalix*, 14 juin.
- Commission Européenne (2012), « Projet détaillé pour une Union économique et monétaire véritable et approfondie. Lancer un débat européen », Bruxelles, *Communication de la Commission Européenne*, 28 novembre.
- Coriat B et Boyer R (1984), « Innovations dans les institutions et analyses monétaires américaines : les greenbacks revisités », *Annales Economies, Sociétés, Civilisations*, 39^{ème} année, n°6.
- Cour-Thimann P (2013), « Target Balances and the crisis in the euro area. », *CESifo Forum 14*, Special Issue, april.
- Desmedt L (2013), « Crise et sortie de crise aux débuts de l'union monétaire nord-américaine : la victoire ambiguë de Hamilton », *Document de travail*, Université de Bourgogne, mai.
- Elwell C.K (2011), « Brief History of Gold Standard in the United States", *Congressional Research Service*, n°7-5700, June 23.
- Enderlein H, Guttenberg L et Spiess J (2013), "Un fonds assurantiel d'ajustement cyclique pour la zone euro", *Notre Europe*, *Institut Jacques Delors*, janvier.
- Franklin Noll D (2012), « Repudiation The Crisis of United States Civil War Debt 1865-1870», *MPRA Paper N°43540*, december.
- Fahrholz C and Freytag A (2012), "Will Target 2 Balance be reduced again after an End of the Crisis?", *Working Papers on Global Financial Markets*, n°30, may.
- Fayolle J (2012), "Une union monétaire en trompe-l'oeil", *La Vie des Idées.fr*, 7 septembre.
- Fernandes S (2012), "Quel équilibre entre rigueur et croissance dans la zone euro ?", *Notre Europe*, *Institut Jacques Delors*, 2 décembre.
- Fernandes S et Rubio E (2012), « Solidarité dans la zone euro : combien, pourquoi, jusqu'à quand ? », *Projet La solidarité européenne à l'épreuve*, *Notre Europe*, février.
- Fuller R.L(2011), *Phantom of Fear : The Banking Panic of 1933*, Mac Farland.
- Gravereau J and Traumann J (2013), *Les alchimistes de la confiance. Une histoire des crises monétaires*, Editions Eyrolles.

- Grjebine A (2013), "L'Eurosystème : un mécanisme de transferts en faveur des pays déficitaires? Le débat", *Revue de l'OFCE*, février, p269-298.
- Hackley H (1973), "Lending functions of the Federal Reserve Banks : a history", *Board of Governors of the Federal Reserve System*.
- Ifo Institut (2013), « National Central Bank Target Balances vis-à-vis the Eurosystem », data as 10-07-2013
- Kaspi A (1992), *La guerre de sécession : les Etats désunis*, Paris, Gallimard.
- Köning J-P (2012), "The Idiot's Guide to the Federal Reserve District Settlement Account", *Moneypress*, February 5.
- Lerat C (1992), *Benjamin Franklin : quand l'Amérique s'émancipait*, Presses Universitaires de Bordeaux.
- Mac Namara K (2003), « Making Money : Political development, the greenback, and the euro », *Working Paper PEIF*, Georgetown University.
- Mittchell W.C (1903), *A history of greenbacks*, University of Chicago Press.
- Moro D (1974), « Les mécanismes d'ajustement de la balance régionale des paiements dans un système fédéral : l'exemple des Etats-Unis », *Le Fédéraliste* , Essais XVI.
- Raugel (2013), « Target 2, la roulette russe de la zone euro », *La Tribune*, 20 mai.
- Randall H and Kessler M (2012), « Fiscal Federalism : Us history for architects of Europe's fiscal union », *Bruegel Essays and the Lectures Series and Peterson Institute Working Paper 12-11*.
- Roe M (2011), "Une leçon d'histoire : la première crise de la dette américaine", *Le Cercle Les Echos*, *Project Syndicate, Harvard Law School*, 10 août.
- Sargent, T (2012) , «Les Etats-Unis naguère, l'Europe d'aujourd'hui », *Revue de l'OFCE*, débats politiques, 126, traduit par Jacques Le Cacheux.
- Sargent, T (2012), «United States then, Europe now», *New York University and Hoover Institution*, February.
- Scialom L et Le Maux L (2007), « Antagonismes monétaires et constitution d'une banque centrale aux Etats-Unis 1865-1935, in Théret B, *La monnaie dévoilée par ses crises*, Volume I, Editions de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales.
- Sinn H.W (2012), *Die Target Falle : Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, (The Target Trap : danger for our Money and our Children), Hanser, Munich.

UBS (2010), « How to break up a monetary union », *UBS Investment Research*, February 24.

Vincent B (2009), *Lincoln. L'homme qui sauva les Etats-Unis*, Editions l'Archipel.

Whelan K (2012), « Target 2 and Central Bank Balance Sheets », *School of Economics, University College Dublin*, November.

Zenghelis, Fauchaux, Girouard et Clernaghan (2012), « Quelle relance écologique pour l'économie européenne ? », *Notre Europe, Institut Jacques Delors*, Extrait de la synthèse du Green Forum 2012.

Tableau 3. Créances et dettes nettes des états de la zone euro dans le système Target2 au 30 avril 2013.

	Créances nettes	Dettes nettes
Bundesbank	607,87	
Banque Luxembourg	106,91	
Banque Pays-Bas	85,66	
Banque Finlande	36,5	
Banque Slovaquie	6,37	
Banque Malte	0,49	
Banque Estonie	0,12	
Banque Espagne		289,12
Banque Italie		234,66
Banque Grèce		72,41
Banque Irlande		67,21
Banque Portugal		65,7
Banque Autriche		37,63
Banque France		36,66
Banque Belgique		14,53
Banque Chypre		7,7
Banque Slovénie		4,82
BCE et erreurs		13,48
Total	843,92	843,92

Source : Ifo (2013). En milliards d'euros.

Cette annexe décrit les mécanismes exposés par Fahrholz et Freytag (2012) en en donnant une présentation au travers de l'évolution des bilans des agents privés, des banques commerciales privées et des Banques centrales nationales d'un pays de la périphérie de la zone euro et d'un pays cœur de la zone euro. Les auteurs en donnent une représentation graphique de ces mouvements comptables, que nous avons transcrits sous forme bilancielle. Ils considèrent d'un côté :

- Les pays du cœur de la zone euro : Allemagne, Finlande, Pays-Bas, Luxembourg qui ont des créances Target 2 positives.
- Les pays de la périphérie : France, Italie, Espagne, Portugal, Estonie, Chypre, etc.

On prend l'exemple d'un agent privé A d'un pays de la périphérie qui achète (importe) un produit à un agent privé B d'un pays du cœur.

I. Cas de libre circulation des capitaux et de bon fonctionnement du marché interbancaire :

A. Dettes et créances Target2 issues du compte courant :

1) Pays périphérique : France, Italie, Espagne, Portugal, etc.

Pour payer les produits qu'il importe du pays du cœur, l'agent privé A du pays périphérique emprunte à sa banque commerciale :

Agent privé A du pays périphérique		Banque commerciale du pays périphérique.	
$\Delta DAV = +100$	Δ dette bancaire = +100	Δ Créance sur A = +100	$\Delta DAV = +100$

Puis, il effectue le paiement à l'exportateur du pays cœur en débitant son compte de dépôts auprès de sa banque commerciale:

Agent privé A du pays périphérique		Banque commerciale du pays périphérique.	
$\Delta DAV = -100$ Δ import = +100		$\Delta R = -100$	$\Delta DAV = -100$

Banque centrale du pays périphérique	
	$\Delta R = -100$ Δ Dette Target 2 = +100

2) Pays du cœur

Agent privé B du pays cœur		Banque commerciale du pays cœur.	
$\Delta DAV = +100$	$\Delta \text{Export} = +100$	$\Delta R = +100$	$\Delta DAV = +100$

Banque centrale du pays cœur	
* $\Delta \text{Créance Target 2} = +100$	$\Delta R = +100$

B. Compensées par les dettes et créances Target 2 issues du compte de capital.

1) Pays périphérique

Du fait du paiement, les réserves en monnaie centrale de la banque commerciale de la périphérie auprès de sa Banque centrale Nationale diminuent, elle doit alors se refinancer auprès des agents financiers privés du pays cœur, notamment auprès des banques commerciales du pays centre sur le marché interbancaire :

Banque commerciale du pays périphérique.		Banque centrale du pays périphérique	
$\Delta R = +100$	$\Delta \text{ dette interbancaire vis-à-vis des banques commerciales du centre} = +100$	$\Delta \text{ Créance Target 2} = +100$	$\Delta R = +100$

Si l'on cumule les deux effets issus à la fois du compte courant et du compte de capital, on obtient in fine :

Agent privé A du pays périphérique		Banque commerciale du pays périphérique.	
$\Delta \text{ import} = +100$	$\Delta \text{ dette bancaire} = +100$	$\Delta \text{ Créance sur A}$	$\Delta DAV = -100$

Banque centrale du pays périphérique	
0	0

2) Pays du cœur.

Banque commerciale du pays cœur.		Banque centrale du pays cœur	
$\Delta \text{ Créance interbancaire} = +100$	$\Delta R = -100$		$\Delta \text{ Dette Target 2} = +100$

Si l'on cumule les deux effets issus à la fois du compte courant et du compte de capital, on obtient in fine :

Agent privé B du pays cœur		Banque commerciale du pays cœur.	
$\Delta DAV = +100$	$\Delta \text{export} = +100$	$\Delta \text{Créance sur A}$	$\Delta DAV = -100$

Banque centrale du pays cœur	
0	0

Autrement dit, lorsque les capitaux des pays du cœur fournis par les agents privés du cœur, notamment les prêts interbancaires des banques commerciales du cœur, refinancent les banques périphériques afin qu'elles assurent le paiement des importations par l'agent privé acheteur, il n'y a pas création de créance ou de dette Target 2 entre la Banque centrale périphérique et la Banque centrale du cœur. Dans ce cas, le débiteur privé du pays périphérique, l'importateur, fait face à un créancier privé du cœur, la banque privée (voir entouré en bleu).

II. Cas de fragmentation des marchés monétaires et de gel du marché interbancaire :

A. Dettes et créances Target2 issues du compte courant :

1) Pays périphérique.

Pour payer les produits qu'il importe du pays du cœur, l'agent privé A du pays périphérique emprunte à sa banque commerciale :

Agent privé A du pays périphérique		Banque commerciale du pays périphérique.	
$\Delta DAV = +100$	$\Delta \text{dette bancaire} = +100$	$\Delta \text{Créance sur A} = +100$	$\Delta DAV = +100$

Puis, il effectue le paiement à l'exportateur du pays cœur en débitant son compte de dépôts auprès de sa banque commerciale:

Agent privé A du pays périphérique		Banque commerciale du pays périphérique.	
$\Delta DAV = -100$ $\Delta \text{import} = +100$		$\Delta R = -100$	$\Delta DAV = -100$

Banque centrale du pays périphérique	
	$\Delta R = -100$ $\Delta \text{Dette Target 2} = +100$

2) Pays du cœur

Agent privé B du pays cœur		Banque commerciale du pays cœur.	
$\Delta DAV = +100$	$\Delta \text{Export} = +100$	$\Delta R = +100$	$\Delta DAV = +100$

Banque centrale du pays cœur	
$\Delta \text{Créance Target 2} = +100$	$\Delta R = +100$

B. Non Compensées par les mouvements issus du compte de capital : l'apparition de créances et de dettes Target 2 conséquentes.

Alors, les banques commerciales du pays périphérique ne trouvent plus à se financer sur le marché interbancaire et sont contraintes de trouver à sa refinancer auprès de leur Banque centrale nationale :

1) Pays périphérique

Banque commerciale du pays périphérique.		Banque centrale du pays périphérique	
$\Delta R = +100$	$\Delta \text{ dette en monnaie centrale} = +100$	$\Delta \text{ Refinancement} = +100$	$\Delta R = +100$

Si l'on cumule les deux effets issus à la fois du compte courant et du refinancement des banques périphériques à la Banque centrale du pays périphérique, on obtient in fine :

Agent privé A du pays périphérique		Banque commerciale du pays périphérique.	
$\Delta \text{ Import} = +100$	$\Delta \text{ dette bancaire} = +100$	$\Delta \text{ Créance sur A} = +100$	$\Delta \text{ dette en monnaie centrale} = +100$

Banque centrale du pays périphérique	
$\Delta \text{ Refinancement} = +100$	$\Delta \text{ Dette Target 2} = +100$

2) Pays du cœur.

Les banques du pays cœur n'ont plus confiance dans la solvabilité des banques du pays périphérique et refusent de les refinancer, elles préfèrent déposer leurs liquidités sur le compte de facilité de dépôt de la Banque centrale :

Banque commerciale du pays cœur.		Banque centrale du pays cœur	
$\Delta R = -100$ Δ Facilité de dépôt Banque centrale = +100			$\Delta R = -100$ Δ Facilité de dépôt Banque centrale = +100

Si l'on cumule les deux effets issus à la fois du compte courant et de l'usage de la facilité de dépôt par les banques du pays cœur, on obtient in fine :

Agent privé B du pays cœur		Banque commerciale du pays cœur	
$\Delta DAV = +100$	Δ Export = +100	Δ Facilité de dépôt Banque centrale = +100	$\Delta DAV = +100$

Banque centrale du pays cœur	
Δ Créance Target 2 = +100	Δ Facilité de dépôt Banque centrale = +100

Autrement dit, la rupture de la circulation des capitaux au sein de la zone euro entre le pays périphérique et le pays du cœur, en obligeant les banques privées du pays périphérique à avoir recours au refinancement de sa Banque centrale nationale, crée une dette Target 2 pour le pays périphérique et une créance Target 2 pour le pays cœur. Dans ce cas, le débiteur privé du pays périphérique, l'importateur, fait face à un créancier public, la banque centrale du cœur (voir entouré en bleu). L'apparition de la dette Target 2 du pays périphérique s'accompagne d'une créance Target 2 du pays cœur et transfère ainsi le risque de crédit sur le débiteur privé du pays périphérique sur un créancier public, la Banque centrale nationale du pays cœur.

III. Rétablissement de la circulation des capitaux et dégel du marché interbancaire après la crise.

Fahrholz et Freytag (2012) montrent que même en cas de rétablissement de la circulation des capitaux du cœur vers la périphérie, les banques du cœur acceptant de refinancer à nouveau les banques de la périphérie, les dettes et créances Target 2 accumulées durant la crise selon le scénario 2 que nous avons détaillé, persisteront. Il ne faut donc pas s'attendre à une résorption

« naturelle » des déséquilibres des soldes Target 2 après la crise. Selon les auteurs, il existe un effet d'hystérèse de ces soldes qui vont donc se maintenir, y compris à plus long terme.

1) Pays périphérique

Agent privé A du pays périphérique		Banque commerciale du pays périphérique.	
$\Delta DAV = +100(1)$ $\Delta DAV = -100(1)$ $\Delta \text{import} = +100(1)$	$\Delta \text{ dette bancaire} = +100(1)$	$\Delta \text{ Créance sur A} = +100(1)$ $\Delta R = -100(1)$ $\Delta R = +100(2)$	$\Delta DAV = +100(1)$ $\Delta DAV = -100(1)$ $\Delta \text{ dette interbancaire vis-à-vis des banques commerciales du centre} = +100(2)$

Banque centrale du pays périphérique	
$\Delta \text{ Créance Target 2 transitoire} = +100(2)$	$\Delta R = -100(1)$ $\Delta \text{ Dette Target 2 transitoire} = +100(1)$ $\Delta R = +100(2)$ Dette Target 2 issue de la crise II. = 100, non remboursée, sans contrepartie

2) Pays du cœur

Agent privé B du pays cœur		Banque commerciale du pays cœur.	
$\Delta DAV = +100(1)$	$\Delta \text{ Export} = +100(1)$	$\Delta R = +100(1)$ $\Delta \text{ Créance interbancaire} = +100(2)$ $\Delta R = -100(2)$	$\Delta DAV = +100(1)$

For earlier LAREFI Working Papers, please go to <http://lare-efi.org.u-bordeaux4.fr>

All Discussion Papers can be downloaded free of charge

CR13-EFI/04 Breton, R., Galanti, S., Hurlin, C, Vaubourg, A-G., "Does the firm-analyst relationship matter in explaining analysts' earnings forecast errors ?"

CR13-EFI/03 Bouët, A., Estrades, C., Laborde, D., "Differential export taxes along the oilseeds value chain : a partial equilibrium analysis"

CR13-EFI/02 Dupuy, M., "Les effets des politiques de Quantitative Easing sur le taux de change : les enseignements de l'expérience américaine"

CR13-EFI/01 Bouët, A., Estrades, C., Laborde, D., "Households heterogeneity in a global CGE model : an illustration with the MIRAGE-HH (MIRAGE-HouseHolds) model"

CR12-GED/172 Gakpa, L., "Réexamen des déterminants de la croissance en Côte d'Ivoire"

CR12-EFI/05 Chiappini, R., , "Les indices composites sont-ils de bonnes mesures de la compétitivité des pays ?"