

## Les coûts budgétaires de la solidarité dans la zone euro : clarifications et mise en perspective



Sofia Fernandes



Eulalia Rubio

Sofia Fernandes est chercheur en affaires économiques et sociales à Notre Europe.

Eulalia Rubio est chercheur senior en affaires économiques et sociales à Notre Europe.

### Introduction

Les négociations des plans de sauvetage pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal ainsi que l'adoption de nouveaux mécanismes de solidarité ont entraîné un vif débat sur le coût de ces actions de solidarité, en particulier dans les pays qui contribuent le plus à ces efforts, notamment l'Allemagne, les Pays-Bas, la Finlande ou la France.

L'objectif de ce Bref est de clarifier certains points relatifs au coût de la solidarité interétatique au sein de la zone euro. Nous centrons notre analyse sur les coûts budgétaires de cette solidarité qui ont été au cœur des débats<sup>1</sup>. Nous commençons par clarifier la nature de ces actions de solidarité ainsi que leur impact sur les finances publiques

nationales. Ensuite, nous discutons la controverse actuelle sur les implications budgétaires potentielles des déséquilibres dans les soldes TARGET2 (le système de paiement et de compensation entre les banques centrales de la zone euro) et, de manière plus générale, des actions exceptionnelles entreprises par la Banque centrale européenne (BCE). Enfin, pour donner un ordre de grandeur de l'effort de solidarité entre les pays de la zone euro, nous comparons le coût total des actions de solidarité interétatique aux montants d'aide publique que les États ont mobilisés pour aider les banques européennes depuis le début de la crise.

### 1. Une solidarité sous forme de prêts, pas de dons

Dans de nombreux pays de l'Union économique et monétaire (UEM), certains médias ou partis politiques ont décrit, à tort, l'aide accordée aux pays en difficulté comme un vrai transfert de fonds. En Allemagne, par exemple, peu avant l'adoption du premier plan d'aide à la Grèce, le journal *Bild* a accusé le gouvernement d'offrir des milliards d'euros aux Grecs alors même qu'il réduisait les dépenses pour les écoles et les jardins publics allemands<sup>2</sup>. Cependant, l'idée que les fonds accordés aux pays sous assistance financière auraient pu être alloués à d'autres dépenses nationales est une fausse idée.

À cet égard, il est important de souligner que l'aide financière apportée aux États membres en difficulté n'a pas consisté en des subventions mais en des prêts accordés à des taux non-concessionnels, initialement supérieurs à 5 %. C'est d'ailleurs parce que les États membres n'ont pas assumé les dettes de leurs partenaires et leur ont juste accordé des prêts que ces aides ne constituent pas une violation du droit communautaire et notamment de la clause de non-renflouement prévue dans le traité de Lisbonne.

1. Pour mémoire, d'autres coûts non-budgétaires font débat, notamment ceux liés à l'action exceptionnelle de la BCE (hausse éventuelle de l'inflation, perte de crédibilité de l'action de la BCE à long terme, création de banques zombies, etc.)  
2. Fin avril 2010, le journal *Bild* commentait : « On nous dit que nous n'avons pas les moyens de réduire les impôts, par les moyens de

renover nos écoles, pas les moyens d'entretenir nos jardins publics, pas les moyens de réparer nos routes et, soudain, nos dirigeants trouvent des milliards d'euros pour les Grecs qui ont trahi l'Europe » (Manolopoulos, Jason, *Greece's 'Odious' Debt: The Looting of the Hellenic Republic by the Euro, the political Elite and the Investment Community*, London : Anthem Press, 2011, p. 229).

## 1.1. Distinguer les différents instruments d'aide financière

Pour être précis il convient de différencier entre, d'une part, le premier plan d'aide à la Grèce (accordé avant la création des mécanismes de

sauvetage européens) et d'autre part les plans d'aide irlandais et portugais et le second « sauvetage » grec, assurés tous les trois par les nouveaux instruments européens et par le Fonds monétaire international (FMI).

TABLEAU 1 – ASSISTANCE FINANCIÈRE ACCORDÉE AUX ÉTATS MEMBRES DE LA ZONE EURO (EN MILLIARDS D'EUROS)

	PRÊTS BILATÉRAUX - ZONE EURO	FESF	MESF	FMI	PRÊTS BILATÉRAUX - HORS ZONE EURO (UK, DK ET SE)	TOTAL
GRÈCE 1 <sup>ER</sup> PLAN 2010-2011	52,9			20		72,9*
IRLANDE 2010-2013		17,7	22,5	22,5	4,8	67,5
PORTUGAL 2011-2014		26	26	26		78
GRÈCE 2 <sup>E</sup> PLAN 2012-2015		144,6**		28		172,6
TOTAL	52,9	188,3	48,5	96,5	4,8	391

\* LE MONTANT DU PREMIER PLAN D'AIDE ACCORDÉ À LA GRÈCE S'ÉLEVAIT À 110 MILLIARDS D'EUROS ; CEPENDANT, LE DEUXIÈME PLAN D'AIDE QUI EST ENTRÉ EN VIGUEUR EN MARS 2012 A REMPLACÉ CE PREMIER PLAN D'AIDE ET, À CETTE DATE, SEULEMENT 72,9 MILLIARDS D'EUROS DES 110 MILLIARDS D'EUROS AVAIENT ÉTÉ DÉBOURSÉS.

\*\* CETTE CONTRIBUTION DU FESF AU DEUXIÈME PLAN D'AIDE À LA GRÈCE INCLUT UNE PARTICIPATION DE 35,5 MILLIARDS D'EUROS AU PROGRAMME D'ÉCHANGE D'OBLIGATIONS DU SECTEUR PRIVÉ. EN PLUS DE CES 144,6 MILLIARDS D'EUROS, LE FESF A APPORTÉ 35 MILLIARDS D'EUROS À UN DISPOSITIF DE RÉHAUSSEMENT DE CRÉDIT PERMETTANT À LA BCE DE CONTINUER D'ACCEPTER DES OBLIGATIONS GRECQUES EN COLLATÉRAL.

SOURCE : NOTRE EUROPE

### ENCADRÉ 1 : LES NOUVEAUX MÉCANISMES EUROPÉENS DE STABILITÉ FINANCIÈRE

DEPUIS MAI 2010, LES PAYS DE L'UE ET DE L'UEM ONT CRÉÉ TROIS INSTRUMENTS DE STABILITÉ FINANCIÈRE QU'IL CONVIENT DE DIFFÉRENCIER :

- LE FONDS EUROPÉEN DE STABILITÉ FINANCIÈRE (FESF) : INSTRUMENT TEMPORAIRE DE NATURE INTERGOUVERNEMENTALE, CRÉÉ EN 2010 POUR UNE DURÉE DE TROIS ANS. IL EMPRUNTE DE L'ARGENT SUR LES MARCHÉS DES CAPITAUX SUR LA BASE DE GARANTIES OCTROYÉES PAR LES 17 PAYS DE LA ZONE EURO. IL EST DOTÉ D'UNE CAPACITÉ DE PRÊT EFFECTIVE DE 440 MILLIARDS D'EUROS ;
- LE MÉCANISME EUROPÉEN DE STABILITÉ FINANCIÈRE (MESF) : INSTRUMENT CRÉÉ EN 2010, EN MÊME TEMPS QUE LE FESF. IL PERMET À LA COMMISSION EUROPÉENNE D'EMPRUNTER SUR LES MARCHÉS DES CAPITAUX AVEC LA GARANTIE DU BUDGET DE L'UE. IL A UNE CAPACITÉ D'INTERVENTION DE 60 MILLIARDS D'EUROS ;
- LE MÉCANISME EUROPÉEN DE STABILITÉ (MES) : INSTRUMENT PERMANENT DE NATURE INTERGOUVERNEMENTALE QUI DOIT ENTRER EN VIGUEUR EN JUILLET 2012. IL EMPRUNTERA DE L'ARGENT SUR LA BASE D'UN CAPITAL PROPRE CONSTITUÉ PAR DES VERSEMENTS PROVENANT DES 17 ÉTATS DE LA ZONE EURO (80 MILLIARDS) ET D'UN CAPITAL APPELABLE DE 620 MILLIARDS D'EUROS. IL AURA UNE CAPACITÉ D'INTERVENTION DE 500 MILLIARDS D'EUROS.

En effet, dans le premier cas, l'aide financière de l'UE a consisté dans des prêts bilatéraux directs entre chaque pays de l'UEM et la Grèce<sup>3</sup>, d'un montant proportionnel à leur part respective du capital de la Banque centrale européenne (BCE). Dans le second cas, il ne s'agit pas de prêts directs des pays de la zone euro à l'Irlande, au Portugal et à la Grèce. Les pays de la zone euro ont apportés des garanties au Fonds européen de stabilité financière (FESF) afin que ce dernier puisse emprunter des capitaux sur les marchés financiers et les prêter aux États membres sous assistance. Comme dans le cas des prêts à la Grèce, les garanties accordées par chaque pays sont proportionnelles à la part de chacun dans le capital de la BCE.

3. La Slovaquie n'a pas participé au premier plan d'aide à la Grèce, de même que l'Estonie, cette dernière n'ayant adhéré à la monnaie unique qu'en janvier 2011.

**TABLEAU 2 – PRÊTS BILATÉRAUX ACCORDÉS PAR LES PAYS DE L'UEM AU TITRE DU PREMIER PLAN D'AIDE À LA GRÈCE ET ENGAGEMENTS MAXIMAUX DE GARANTIE ENVERS LE FESF (EN MILLIARDS D'EUROS)**

	PRÊTS BILATÉRAUX ACCORDÉS À LA GRÈCE (MAI 2010)	ENGAGEMENTS MAXIMAUX DE GARANTIE ENVERS LE FESF
AUTRICHE	2,30	21,64
BELGIQUE	2,90	27,03
CHYPRE	0,16	1,53
ESTONIE	0,00	2,00
FINLANDE	1,50	13,97
FRANCE	16,80	158,49
ALLEMAGNE	22,30	211,05
GRÈCE	0,00	21,90
IRLANDE	1,30	12,38
ITALIE	14,70	139,27
LUXEMBURG	0,21	1,95
MALTE	0,07	0,70
PAYS-BAS	4,70	44,45
PORTUGAL	2,10	19,51
SLOVAQUIE	0,39	7,73
SLOVÉNIE	0,36	3,66
ESPAGNE	9,80	92,54
<b>TOTAL</b>	<b>79,59</b>	<b>779,80</b>

**SOURCES :** [WWW.EFSF.EUROPA.EU](http://www.efsf.europa.eu) ET COMMISSION EUROPÉENNE, DIRECTION GÉNÉRALE DES AFFAIRES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES, [THE ECONOMIC ADJUSTMENT PROGRAMME FOR GREECE – FIRST REVIEW SUMMER 2010](#), OCCASIONAL PAPERS 68, AOÛT 2010.

## 1.2. Le FESF : distinguer les engagements maximaux des garanties octroyées

Le tableau 2 indique les prêts bilatéraux accordés à la Grèce et les engagements maximaux de garantie apportés par les membres de l'UEM au FESF. Nous pouvons constater que l'Allemagne, par exemple, a accordé un prêt de 22,3 milliards d'euros à la Grèce sur trois ans<sup>4</sup> et s'est engagée à fournir une garantie maximale de 211 milliards d'euros au FESF. Ce dernier montant est important : il représente 70 % du budget fédéral allemand pour 2012<sup>5</sup>. Pour autant, il importe de bien comprendre ce que signifie ce chiffre.

Premièrement, ces 211 milliards d'euros constituent un engagement maximal : ils ne représentent pas le montant des garanties que l'Allemagne a effectivement apportées au FESF à ce jour. En effet, les pays de l'UEM fournissent des garanties de manière progressive, seulement à hauteur des montants dont le FESF a besoin pour emprunter des capitaux sur les marchés et effectuer des versements aux pays sous assistance financière. Jusqu'à fin février 2012, le FESF a emprunté 22,5 milliards d'euros dans le cadre des plans d'aide à l'Irlande et au Portugal, ce qui se traduit par une garantie de la part de l'Allemagne d'environ 9 milliards d'euros (tableau 3). Deuxièmement, ces garanties ne seront appelées que si l'un des pays sous assistance financière fait faillite. Autrement dit, si le risque ne se concrétise pas (si les pays renfloués remboursent leurs emprunts), les membres de l'UEM récupéreront les fonds prêtés à la Grèce et ils n'auront pas à verser les garanties au FESF.

**TABLEAU 3 – GARANTIES ACCORDÉES PAR LES 17, LA FRANCE ET L'ALLEMAGNE AUX ÉMISSIONS DU FESF JUSQU'À FÉVRIER 2012 (EN MILLIARDS D'EUROS)**

ÉMISSIONS DU FESF				GARANTIE TOTALE					
				SUR-GARANTIE <sup>6</sup>	GARANTIE UE 17	GARANTIE FRANCE		GARANTIE ALLEMAGNE	
DATE	MONTANT	TAUX	MATURITÉ			MONTANT	PART	MONTANT	PART
25.01.11	5	2,75 %	18.07.11	120 %	6	21,26 % <sup>7</sup>	1,3	28,38 %	1,7
15.06.11	5	3,38 %	5.07.21	120 %	6	21,83 %	1,3	29,07 %	1,7
22.06.11	3	2,75 %	5.12.16	120 %	3,6	21,83 %	0,8	29,07 %	1,0
07.11.11	3	3,50 %	4.02.22	165 %	5	21,83 %	1,1	29,07 %	1,5
13.12.11	2	0,22 %	15.03.12	165 %	3,3	21,83 %	0,7	29,07 %	1,0
05.01.12	3	1,63 %	4.02.15	165 %	5	21,83 %	1,1	29,07 %	1,5
17.01.12	1,5	0,27 %	19.07.12	165 %	2,5	21,83 %	0,5	29,07 %	0,7
<b>TOTAL</b>	<b>22,5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>31,2</b>	<b>-</b>	<b>6,8</b>	<b>-</b>	<b>9,1</b>

**SOURCES :** NOTRE EUROPE ET RAPPORT N° 395 DU SÉNAT FRANÇAIS SUR LA RATIFICATION DU TRAITÉ INSTITUANT LE MÉCANISME EUROPÉEN DE STABILITÉ DATÉ DU 21 FÉVRIER 2012

4. Les prêts bilatéraux accordés par les États membres de l'UEM à la Grèce ayant été repris par le FESF lors de l'entrée en vigueur du deuxième plan de sauvetage, en mars 2012, le montant du prêt bilatéral de l'Allemagne à la Grèce a été au final de 15,17 milliards d'euros sur deux ans.  
5. Le budget fédéral allemand pour 2012 est de 306,2 milliards d'euros.  
6. Les émissions du FESF étaient, jusqu'à la réforme d'octobre 2011 du FESF, garanties à 120 % par les États membres. Depuis l'entrée en vigueur de la réforme, le mécanisme de sur-garanties a été porté à 165 % du montant des émissions.

7. La part de la France dans les garanties du FESF est de 20,31 %. Cependant, sans les garanties de la Grèce et de l'Irlande, sa contribution est portée à 21,26 % ; à partir de la deuxième émission du FESF, sa part a été augmentée à 21,83 % une fois que le Portugal a bénéficié de l'assistance financière du FESF et s'est donc retiré du système de garanties du Fonds. Le même raisonnement doit être pris en compte pour la part des garanties de l'Allemagne.

## 2. L'impact des actions de solidarité sur les finances publiques nationales

Une inquiétude liée au coût de la solidarité dans la zone euro tient à la nuisibilité pour les finances publiques nationales des actions entreprises. En effet, les prêts bilatéraux accordés à la Grèce ainsi que la dette émise par le FESF doivent être comptabilisés dans les finances publiques de chaque État membre de la zone euro. Plus particulièrement, le coût de ces actions est pris en compte dans le calcul de la dette publique brute de chaque État membre. Or, contrairement à une opinion couramment répandue, elles ne dégradent pas les déficits publics tant qu'aucun pays sous assistance financière ne se trouve en situation de défaut de paiement.

Au-delà de ce point commun (impact sur la dette publique mais pas sur le déficit public) il y a des différences dans la manière dont les prêts à la Grèce, les garanties octroyées au FESF et les dotations initiales versées au futur MES seront comptabilisées dans les finances publiques nationales.

### 2.1. Incidences des prêts à la Grèce et des garanties accordées au FESF

Les prêts bilatéraux accordés à la Grèce en mai 2010 pour une période de trois ans ont effectivement augmenté la dette publique des États membres de la zone euro. Ceux-ci ont dû émettre de nouvelles obligations pour pouvoir accorder un prêt à la Grèce. Cependant, étant donné que la Grèce leur paye des intérêts qui sont supérieurs au taux auquel les pays empruntent sur les marchés, ces nouvelles émissions de dette n'ont pas d'impact sur le déficit public, le coût d'émission étant compensé par les intérêts payés par la Grèce.

Concernant le FESF, Eurostat a publié une note détaillée expliquant la manière dont les actions du FESF seront comptabilisées dans les finances publiques nationales<sup>8</sup>. L'opinion d'Eurostat est que le FESF n'a pas les caractéristiques pour être traité comme une « unité institutionnelle » indépendante (c'est-à-dire un organisme disposant d'une autonomie décisionnelle et financière suffisante pour être responsable de ses actes). Par conséquent, ses émissions de dette doivent être enregistrées comme des dettes des États contributeurs, réparties en fonction de leur part dans le total des garanties<sup>9</sup>. Cela veut dire que, à mesure que le FESF fait

des émissions de dette, les États verront accroître le volume de leur dette publique. Cependant, contrairement aux prêts bilatéraux accordés à la Grèce, cette augmentation de la dette est purement « comptable ». En d'autres termes, les interventions du FESF augmentent le ratio dette publique/PIB au sens « maastrichtien », mais elles n'obligent pas les États à lever des capitaux sur les marchés. Cette ligne comptable ne deviendrait effective que si les pays devaient verser leurs garanties au FESF, c'est-à-dire en cas de défaut de paiement d'un pays sous assistance financière.

Jusqu'à présent, l'impact des prêts à la Grèce et des actions entreprises par le FESF sur le ratio dette publique/PIB des États membres a été plutôt limité : selon les prévisions d'Eurostat, ces actions de solidarité entraîneront une augmentation du ratio dette publique/PIB des pays de la zone euro de moins d'1 % du PIB en 2011<sup>10</sup>. En France, par exemple, le prêt à la Grèce et les garanties au FESF pour les plans d'aide à l'Irlande et au Portugal ont entraîné une augmentation de la dette publique de 0,8 % en 2011<sup>11</sup>.

Ce constat semble contredire un argument très répandu dans certains pays, selon lequel les efforts de solidarité entrepris vis-à-vis des pays périphériques entraînent une augmentation des coûts d'emprunt et un risque majeur de dégradation de la notation des pays de la zone euro. En effet, les données ne confirment pas cet argument. Comme le montre le graphique 1, tant l'Allemagne que la France (les deux principaux contributeurs aux plans d'aide) ont vu leurs taux d'intérêt baisser depuis la première émission de dette du FESF (janvier 2011). Il faut souligner que la France a bénéficié d'une baisse des taux d'intérêt de janvier 2011 à janvier 2012, et ce malgré sa dégradation par l'agence de notation Standard and Poors'. Il est aussi intéressant de signaler que cette agence de notation a justifié la dégradation non pas par les efforts de solidarité entrepris par la France mais plutôt par l'absence de compromis au niveau européen pour renforcer la capacité de prêt du FESF ainsi que par d'autres facteurs internes mettant en danger la soutenabilité de la dette française à long terme (l'endettement relativement élevé des administrations publiques ainsi que les rigidités du marché du travail français)<sup>12</sup>.

8. Eurostat, « Nouvelle décision méthodologique d'Eurostat sur le déficit et la dette : Enregistrement des opérations de la Facilité Européenne de Stabilisation Financière », 27 janvier 2011.

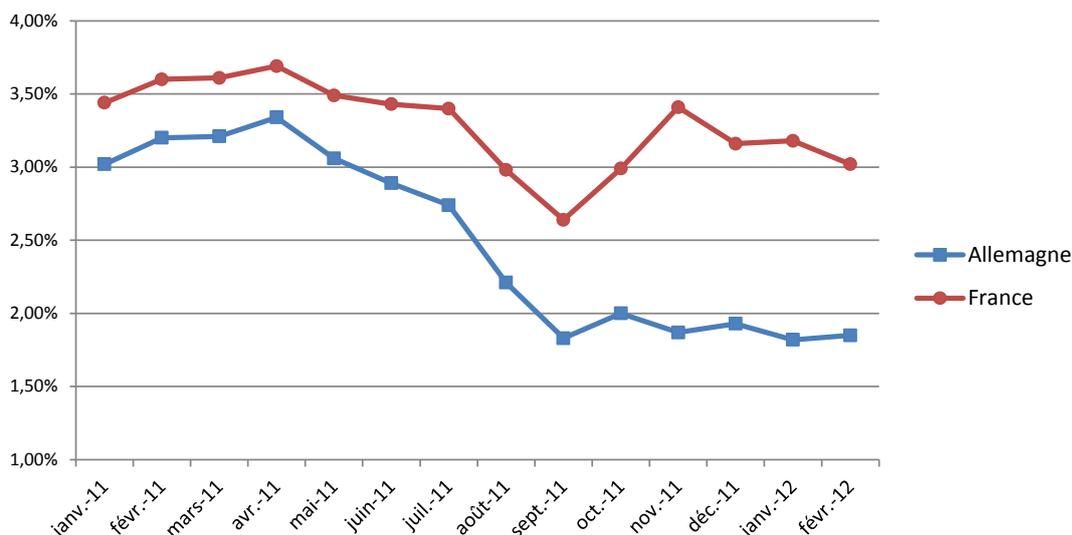
9. Comme l'explique la note d'Eurostat : « La dette émise par le FESF, à l'occasion de chaque opération de soutien à un membre de la zone euro, doit être réallouée dans les comptes publics des États apportant leur garantie, au prorata de leur part en tant que garant dans chaque opération d'émission de dette. [...] L'enregistrement de ces flux via les États membres apportant leur garantie aura donc un impact sur leur dette publique brute (au sens de Maastricht) mais cette opération sera neutre du point de vue de leur dette, nette des prêts qu'ils auront accordés dans le cadre d'opérations de soutien à d'autres États membres. »

10. Eurostat, « Dette publique de la zone euro en baisse à 87,4 % du PIB », Communiqué de presse 20/2012, 6 février 2012.

11. Selon le rapport public annuel 2012 de la Cour des Comptes (février 2012), la dette publique française a été de 84,9 % en 2011, alors qu'elle n'aurait été que de 84,1 % sans le prêt à la Grèce et les garanties aux FESF pour les plans d'aide à l'Irlande et au Portugal.

12. Note sur la dégradation de la France de l'agence Standard & Poor's du 13 janvier 2012 : « This [the downgrade] is a reflection of our view that the effectiveness, stability and predictability of European policymaking and political institutions (with which France is closely integrated) have not been as strong as we believe are called for by the severity of what we see as a broadening and deepening financial crisis in the eurozone ».

**GRAPHIQUE 1 – TAUX D'INTÉRÊT À 10 ANS DES OBLIGATIONS DE LA FRANCE ET DE L'ALLEMAGNE**



SOURCE : *NOTRE EUROPE* SELON LES DONNÉES DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

## 2.2. Incidences du MES sur les finances publiques nationales

Le Mécanisme européen de stabilité (MES) entrera en vigueur en juillet 2012. Contrairement au FESF, le MES repose sur une structure de capital propre de 80 milliards d'euros<sup>13</sup>, souscrite par les États membres de l'UEM selon une clé de contribution

fondée sur leur part dans le capital libéré de la BCE (voir tableau 3). Les dotations initiales des États participant au MES (qui s'élèvent à environ 16 et 22 milliards d'euros respectivement pour la France et l'Allemagne), seront traitées comme une prise de participation des États, ce qui implique qu'elles auront un impact sur le niveau de la dette publique brute des pays mais pas sur leur déficit public.

**TABLEAU 4 – CONTRIBUTION DE CHAQUE ÉTAT MEMBRE DE LA ZONE EURO AU CAPITAL TOTAL (APPELÉ ET APPELABLE) DU MES (EN MILLIARDS D'EUROS)**

PAYS PARTICIPANT AU MES	CLÉ DE RÉPARTITION DU CAPITAL DU MES EN %	SOUSCRIPTION DE CAPITAL	CONTRIBUTION AU CAPITAL PROPRE INITIAL
BELGIQUE	3,477	24,3	2,8
ALLEMAGNE	27,146	190,0	21,7
ESTONIE	0,186	1,3	0,15
IRLANDE	1,592	11,1	1,3
GRÈCE	2,817	19,7	2,3
ESPAGNE	11,904	83,3	9,5
FRANCE	20,386	142,7	16,3
ITALIE	17,914	125,4	14,3
CHYPRE	0,196	1,4	0,15
LUXEMBOURG	0,25	1,8	0,2
MALTE	0,073	0,5	0,06
PAYS-BAS	5,717	40,0	4,6
AUTRICHE	2,783	19,5	2,2
PORTUGAL	2,509	17,6	2,0
SLOVÉNIE	0,428	3,0	0,34
SLOVAQUIE	0,824	5,8	0,7
FINLANDE	1,797	12,6	1,4
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>700</b>	<b>80</b>

SOURCE : **TRAITÉ INSTITUANT LE MÉCANISME EUROPÉEN DE STABILITÉ**

13. Ces 80 milliards d'euros seront versés par les États membres en cinq tranches : deux en 2012, deux en 2013 et la dernière au premier semestre 2014.

À la différence du FESF, le MES sera traité comme une « unité institutionnelle » indépendante pour les calculs d'Eurostat. Par conséquent, son endettement ne sera pas consolidé dans celui des États membres, comme c'est le cas actuellement pour les émissions du FESF<sup>14</sup>. Ainsi, par comparaison au FESF, le MES présente l'avantage de ne pas voir les financements qu'il lèvera alourdir la dette publique brute des États membres. En d'autres termes, au-delà des 80 milliards d'euros de capi-

tal appelé, la dette publique brute de chaque pays ne sera pas impactée par les levées de fonds du MES, tant qu'il n'y a pas de pertes à enregistrer. Comme dans le cas du FESF, à partir du moment où le capital appelé du MES (ou le capital callable, s'il y a lieu d'y faire appel) doit couvrir d'éventuelles pertes, les montants en questions (selon la part de chacun) devront être comptabilisés dans le déficit public de chaque pays.

### 3. TARGET2 et les actions de la BCE: un transfert financier dissimulé entre les États de la zone euro ?

Une autre question qui est actuellement au cœur du débat concerne l'action de la BCE et les risques que cela implique pour les finances publiques nationales. Il y a notamment un débat sur le système de compensation bancaire TARGET2 de l'Eurosystème (voir encadré 2), au travers duquel il existerait un transfert financier dissimulé entre les États de la zone euro.

#### ENCADRÉ 2 - TARGET2 : DE QUOI S'AGIT-IL ?

**TARGET2 EST UN SYSTÈME DE COMPENSATION ENTRE LES BANQUES CENTRALES NATIONALES DE LA ZONE EURO. IL FACILITE LES OPÉRATIONS TRANSFRONTALIÈRES ENTRE LES BANQUES COMMERCIALES DES DIFFÉRENTS PAYS DE LA ZONE EURO ET ASSURE UNE GESTION DE LA LIQUIDITÉ EFFICACE AU SEIN DE LA ZONE EURO. PLUS CONCRÈTEMENT, TARGET2 PERMET AUX BANQUES CENTRALES NATIONALES DE RÉPONDRE AUX BESOINS DE LIQUIDITÉ DE LEURS BANQUES COMMERCIALES, ET À CELLES-CI DE RÉGLER LES TRANSACTIONS TRANSFRONTALIÈRES EN SE TRANSFÉRANT MUTUELLEMENT DES CRÉANCES VIS-À-VIS DE LEUR BANQUE CENTRALE NATIONALE. APRÈS CHAQUE JOURNÉE, LES CRÉANCES ET DETTES DES BANQUES CENTRALES NATIONALES VIS-À-VIS DE LEURS BANQUES COMMERCIALES SONT CUMULÉES ET REMPLACÉES PAR UNE CRÉANCE NETTE OU UNE DETTE NETTE DE CHAQUE BANQUE CENTRALE À L'ÉGARD DE L'EUROSYSTÈME. CETTE CRÉANCE OU DETTE JOURNALIÈRE SERA ENSUITE INTÉGRÉE AU CALCUL DES SOLDES CUMULÉS TARGET2 DE CHAQUE BANQUE CENTRALE.**

**LES TRANSACTIONS TRANSFRONTALIÈRES EFFECTUÉES À TRAVERS TARGET2 PEUVENT ÊTRE FINANCIÈRES OU COMMERCIALES. UNE DIFFÉRENCE DE SOLDES TARGET2 ENTRE BANQUES CENTRALES PEUT DONC REFLÉTER DES DIFFÉRENCES DANS LES BALANCES COURANTES ENTRE LES PAYS DE LA ZONE EURO, MAIS AUSSI DES TRANSFERTS NETS DE CAPITAL D'UN PAYS À L'AUTRE.**

#### 3.1. Une divergence croissante des soldes TARGET2

Avant la crise, les soldes TARGET2 des banques centrales des pays de la zone euro étaient proches de l'équilibre. Les déficits des comptes courants des pays de la périphérie de la zone euro étaient compensés par des entrées nettes de capitaux dans ces pays. Toutefois, à partir de 2007, nous constatons une divergence accrue des soldes TARGET2, avec notamment une forte augmentation des créances TARGET2 de la *Bundesbank* et une dégradation parallèle des soldes TARGET2 des banques centrales des pays périphériques de la zone euro. Cette divergence des soldes TARGET2 est due principalement à deux facteurs : d'une part, il y a eu une fuite importante de capitaux des pays en difficulté vers les banques des pays « sûrs », au premier rang desquels l'Allemagne ; d'autre part, les banques commerciales des pays centraux de la zone euro sont devenues plus réticentes à prêter de l'argent aux banques des pays périphériques, ce qui a obligé ces dernières à recourir de plus en plus à leur banque centrale nationale pour se refinancer. Dans ces circonstances, la mise en place, par la BCE, d'un programme de soutien exceptionnel de liquidité bancaire s'est traduite par une forte augmentation des opérations de refinancement des banques des pays périphériques auprès de leurs banques centrales, et donc par une augmentation des soldes négatifs TARGET2 de celles-ci<sup>15</sup>.

La divergence croissante dans les soldes TARGET2, et en particulier le montant exorbitant des créances TARGET2 détenues par la *Bundesbank* (environ 500 milliards d'euros fin 2011) a soulevé des inquiétudes sur les risques encourus par les banques centrales créditrices de l'Eurosystème (et en dernier ressort leurs gouvernements). Toutefois, l'idée que l'Allemagne est exposée à

14. « (...) the future ESM should be treated as a EU international institution (...). As a consequence, the debt possibly incurred by the ESM on the markets will be recorded as ESM debt, and not rerouted to Euro area Member states, and the debt of the borrowing country will be recorded as debt due to ESM, and not to other Euro area Member states », citation de la note d'Eurostat: « Eurostat's preliminary view on the recording of the future ESM », 7 avril 2011.

15. Voir le *Bulletin mensuel de la BCE* d'octobre 2011, pp. 35-40.

des pertes gigantesques dues au montant exorbitant des créances TARGET2 de la *Bundesbank* est totalement fausse. Les risques assumés par les banques centrales de l'Eurosystème ne dépendent pas de leurs positions TARGET2, mais de leur participation au capital de la BCE. Ainsi, en cas de pertes, l'Allemagne en assumerait une part plus élevée que l'Italie, par exemple, non parce qu'elle a un solde créditeur plus élevé mais parce que la *Bundesbank* possède 27 % du capital de la BCE, alors que la Banque d'Italie n'en détient que 17,8 %. Le seul scénario où l'Allemagne devrait assumer toute seule les risques liés à ses créances TARGET2 serait l'hypothèse d'un éclatement désordonné de la zone euro, où aucune banque centrale n'honorerait ses engagements auprès de la BCE. Un tel scénario n'est pas réaliste et le Président de la *Bundesbank*, Jens Weidmann, est le premier à le reconnaître<sup>16</sup>.

En réalité, les inquiétudes de Jens Weidmann ne concernent pas cette hypothèse irréaliste. Pour le président de la *Bundesbank*, les soldes TARGET2 ne sont qu'un symptôme d'un problème plus important : le fait que la BCE, à travers ses mesures exceptionnelles de soutien aux banques<sup>17</sup> ainsi que son programme d'achat d'obligations souveraines (*Securities Market Programme*), s'expose de plus en plus à des risques de pertes importants. Si les actions extraordinaires de la BCE bénéficient surtout aux pays les plus touchés par la crise, en cas de pertes, le gouvernement allemand paierait le coût le plus élevé, compte-tenu de la part de la *Bundesbank* au capital de la BCE. À travers ces interventions, conclut Jens Weidmann, la BCE exerce une « redistribution des risques de faillite des banques et des gouvernements entre les contribuables de la zone euro »<sup>18</sup>.

### 3.2. Un risque de pertes pour la BCE ?

Personne ne doute que les actions extraordinaires de la BCE sont risquées. Non seulement elles exposent la BCE à des pertes mais elles entraînent également d'autres risques à ne pas négliger (tels qu'une perte de crédibilité de l'action de la BCE à long terme ou une augmentation dangereuse de l'exposition des banques commerciales à la dette de leur pays). Cela dit, l'idée selon laquelle la BCE subira probablement des pertes, et que celles-ci se traduiront forcément par des pertes pour les contribuables nationaux est à relativiser et ce pour trois raisons principales.

Tout d'abord, la capacité d'absorption de pertes de l'Eurosystème est assez importante. Contrairement à une idée très répandue, elle va au-delà du montant du capital et des réserves de l'Eurosystème (81,7 milliards d'euros), et inclut aussi les comptes de réévaluation (les plus-values latentes correspondant à la réévaluation au prix du marché de son stock d'or, de sa monnaie étrangère et d'autres actifs) évalués à 394 milliards d'euros<sup>19</sup>. Cela fait un total d'environ 500 milliards d'euros, un montant assez important pour absorber d'éventuelles pertes découlant des achats d'obligations souveraines (environ 220 milliards d'euros à ce jour) et des actions extraordinaires de soutien aux banques (environ 1 000 milliards d'euros fin mars 2012).

Deuxièmement, il faut tenir compte du fait que la BCE prête aux banques en échange d'un collatéral qui sert de garantie en cas de pertes. S'il est vrai que la BCE a assoupli ses exigences de qualité du collatéral, elle tient compte des différences de qualité des actifs apportés en appliquant un système de « décotes » qui varie de 0,5 à 46 %. De plus, les banques ont pour habitude d'apporter un collatéral supérieur à ce qui leur est exigé. Ainsi, la valeur total des collatéraux en dépôt auprès de la BCE est aujourd'hui d'environ 2 000 milliards d'euros, ce qui est un montant largement supérieur à celui des prêts fournis par la BCE aux banques<sup>20</sup>.

Enfin, contrairement aux banques commerciales, la BCE n'est pas soumise à des exigences en capital réglementaire. Cela signifie que, en cas de pertes, la BCE pourrait choisir de continuer à fonctionner avec un bilan négatif<sup>21</sup>. Ce scénario n'est pas souhaitable, mais il est toutefois important de tenir compte du fait que les statuts de la BCE ne stipulent pas une obligation de recapitalisation de la BCE en cas de pertes.

16. « Selon moi, les engagements vis-à-vis de Target2 ne représentent aucun risque en soi, parce que je tiens l'éclatement de la zone euro pour une absurdité », citation de la lettre de Jens Weidmann, publiée dans le *Frankfurter Allgemeine Zeitung* le 13 mars 2012.

17. Notamment le programme LTRO (*Long-Term Re-Financing Operation*).

18. Lettre de Jens Weidmann citée.

19. Ducrozet, F., « BCE : le champ des possibles », *ECO focus*, n° 16/11, Crédit Agricole-Direction des études économiques, 25 Novembre 2011 ; Buitter, W, et Rahbari, E., « Looking into the deep pockets of the ECB », *Citibank report*, 27 février 2012.

20. Buitter et Rahbari, *op. cit.*

21. Buitter et Rahbari, *op. cit.* ; De Grauwe, « Only a more active ECB can solve the euro crisis », *CEPS policy brief*, No. 250, Août 2011.

## 4. Mise en perspective de cette solidarité : une comparaison avec les montants mobilisés pour aider les banques

Lors d'un séminaire organisé par *Notre Europe* en avril 2011, l'ancien ministre des finances belge Didier Reynders a fait une remarque pertinente : « Quand on évoque le doublement de la capacité de prêt du FESF, cela représente, pour un pays comme la Belgique, une garantie de 15 milliards d'euros supplémentaires visant à couvrir l'ensemble des risques de la zone euro. Au total, nous devrions accorder une garantie de 30 milliards. Je comprends que dans certains pays ce doublement soit particulièrement délicat. Mais, à l'inverse, quand il a fallu réagir aux problèmes des banques, pour une seule banque en Belgique, une garantie de 90 milliards d'euros s'est avérée nécessaire ! Et cela s'est fait pendant un week-end sans beaucoup d'atermoiements »<sup>22</sup>.

22. Didier Reynders, « L'Europe a toujours progressé à l'occasion de crises », in *L'Euro, les investisseurs et la gouvernance - Actes du séminaire en hommage à Tommaso Padoa-Schioppa*, Notre Europe, Juin 2011.

En effet, en 2008, suite à la faillite de Lehman Brothers, les Etats membres de l'UE n'ont pas hésité à adopter des plans d'aides pour soutenir leur système bancaire. Comme nous le montre le tableau 4, entre 2008 et 2011, la Commission a autorisé des aides au secteur financier d'un montant maximum d'environ 4500 milliards d'euros pour les 27, dont 1600 milliards d'euros ont été utilisés entre 2008 et 2010 pour apporter des garanties ou des liquidités aux banques (1199 milliards d'euros) et pour des recapitalisations ou des mesures de sauvetage des actifs dépréciés (409 milliards d'euros). Même si seulement environ un tiers des sommes autorisées ont été utilisées jusqu'à 2010, nous pouvons remarquer que l'Allemagne a mis à la disposition de ses banques plus de 600 milliards d'euros, alors qu'elle résiste à augmenter sa garantie au FESF qui est d'environ 200 milliards d'euros.

TABLEAU 4 – MONTANTS APPROUVÉS ET UTILISÉS DES AIDES AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES (EN MILLIARDS D'EUROS)

	AIDE AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONTANTS APPROUVÉS 2008-2011	AIDES AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONTANTS UTILISÉS 2008-2010	% DU MONTANT DES AIDES ACCORDÉES RÉELLEMENT UTILISÉES JUSQU'À DÉC. 2010
BELGIQUE	325,37	72,36	22,24
BULGARIE	0,00	0,00	0
RÉPUBLIQUE TCHÈQUE	0,00	0,00	0
DANEMARK	600,11	157,41	26,23
ALLEMAGNE	620,33	252,55	40,71
ESTONIE	0,00	0,00	0
IRLANDE	570,11	413,28	72,49
GRÈCE	108,47	38,85	35,82
ESPAGNE	336,96	88,80	26,35
FRANCE	351,10	116,39	33,15
ITALIE	20,00	4,05	20,25
CHYPRE	3,00	2,82	94
LETTONIE	8,78	2,33	26,54
LITUANIE	1,74	0,00	0
LUXEMBOURG	7,32	4,94	67,49
HONGRIE	10,33	2,24	21,68
MALTE	0,00	0,00	0
PAYS-BAS	313,33	95,16	30,37
AUTRICHE	91,25	27,11	29,71
POLOGNE	9,24	0,00	0
PORTUGAL	47,45	5,24	11,04
ROUMANIE	0,00	0,00	0
SLOVÉNIE	12,25	2,15	17,55
SLOVAQUIE	3,46	0,00	0
FINLANDE	54,00	0,12	0,22
SUÈDE	161,56	20,70	12,81
ROYAUME UNI	850,30	301,50	35,46
<b>TOTAL UE 27</b>	<b>4506,47</b>	<b>1607,98</b>	<b>35,68</b>
<b>TOTAL UE 17</b>	<b>2864,40</b>	<b>1123,82</b>	<b>39,23</b>

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, *RAPPORT SUR LES AIDES D'ETAT ACCORDÉES PAR LES ETATS MEMBRES DE L'UE – AUTOMNE 2011*, COM (2011) 848, 1.12.2011.

Il est important de signaler que les montants présentés dans le tableau 4 ne représentent pas le coût final du sauvetage des banques. Tout d'abord, les chiffres dont nous disposons s'arrêtent à 2010, et dans certains pays, il y a déjà eu d'autres déboursments depuis. En outre, le système bancaire européen reste fragile, et il y aura très probablement de nouveaux besoins d'aides publiques au secteur financier à l'avenir. Toutefois, si dans certains pays ces aides ont déjà mené à une dégradation du déficit public, ce n'est pas le cas de tous les pays. Ainsi, Eurostat a signalé que pour la période 2008-2010, ces aides ont contribué à l'augmentation du déficit public de certains pays (environ 23 % pour l'Irlande et entre 0,5 et 3 % pour un ensemble de pays dont l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et le Royaume-Uni) alors que dans d'autres pays, notamment la France, la Grèce, l'Espagne et la Belgique, jusqu'à 2010, le soutien

aux banques a eu un impact positif, bien que marginal, sur la réduction du déficit public (grâce à une contribution aux recettes de l'État des frais sur les garanties accordés aux institutions financières et des intérêts encourus sur les instruments financiers acquis par les gouvernements – prêts et titres de créances)<sup>23</sup>.

Dans le cas de la France, toutes les banques qui ont recouru au plan d'aide mis en place par le gouvernement en 2008 ont déjà remboursé l'État sauf une, Dexia. Jusqu'à présent, les aides accordées ont donc eu un effet positif sur la comptabilité publique française, le risque de pertes étant désormais limité à Dexia. Il est d'ailleurs intéressant de comparer les engagements de la France envers une seule banque, Dexia, à ceux pris envers la Grèce : les premiers sont largement supérieurs aux derniers.

### ENCADRÉ 3 – LE SAUVETAGE DE DEXIA VS LE SAUVETAGE DE LA GRÈCE : LE COÛT POTENTIEL POUR LA FRANCE

COMPARAISON DES ENGAGEMENTS DE LA FRANCE ENVERS DEXIA (DANS LE CADRE DES PLANS D'AIDE AUXQUELS PARTICIPENT ÉGALEMENT LES GOUVERNEMENTS BELGE ET LUXEMBOURGEOIS) ET DE SES ENGAGEMENTS DANS LES DEUX PLANS D'AIDE À LA GRÈCE (PARTICIPATION AU DEUXIÈME PLAN ESTIMÉE SUR SA PART DES GARANTIES AU FESF).

PARTICIPATION AUX PLANS DE SAUVETAGE DE DEXIA	PARTICIPATION AUX PLANS DE SAUVETAGE DE LA GRÈCE
<p><b>1<sup>ER</sup> PLAN D'AIDE – 2008</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 1 MILLIARD D'EUROS – RECAPITALISATION</li> <li>- 55 MILLIARDS D'EUROS – OCTROI DE GARANTIES</li> </ul> <p><b>2<sup>E</sup> PLAN D'AIDE (DÉMANTÈLEMENT) – 2011</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 32,85 MILLIARDS D'EUROS – OCTROI DE GARANTIES DE FINANCEMENT</li> <li>- 6,65 MILLIARDS D'EUROS – OCTROI D'UNE GARANTIE SUPPLÉMENTAIRE CONTRE D'ÉVENTUELLES PERTES LIÉES À LA RESTRUCTURATION DE CERTAINS PRÊTS AUX COLLECTIVITÉS LOCALES FRANÇAISES</li> </ul> <p><b>TOTAL : 95,5 MILLIARDS D'EUROS</b></p>	<p><b>1<sup>ER</sup> PLAN D'AIDE – 2010</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 11,4 MILLIARDS D'EUROS (LE MONTANT INITIAL DU PRÊT ACCORDÉ PAR LA FRANCE À LA GRÈCE SUR TROIS ANS ÉTAIT DE 16,8 MILLIARDS D'EUROS MAIS UNE PARTIE DE CE PRÊT A ÉTÉ REPRIS PAR LE FESF EN 2012).</li> </ul> <p><b>2<sup>E</sup> PLAN D'AIDE – 2012</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ENVIRON 31,6 MILLIARDS D'EUROS DE GARANTIES AU FESF (LA FRANCE GARANTIRA 21,83 % DES 144,6 MILLIARDS D'EUROS ENGAGÉS PAR LE FESF).</li> </ul> <p><b>TOTAL : 43 MILLIARDS D'EUROS (ESTIMATION)</b></p>

SOURCE : NOTRE EUROPE ET RAPPORT N° 35 DU SÉNAT SUR LE PROJET DE LOI DE FINANCES RECTIFICATIVE, 18 OCTOBRE 2011.

23. Eurostat, « Supplementary table for the financial crisis », Background note, octobre 2011.

## Conclusion

---

Face à la crise de la dette publique, les pays de la zone euro ont fait preuve de solidarité envers les pays en difficulté. Cette solidarité engendre certes des coûts pour ceux qui l'exercent. Il y a toujours un risque de non-remboursement des prêts accordés, et les garanties et prêts fournis aux Etats en difficulté ont un impact sur les finances publiques nationales des pays prêteurs. Toutefois, dans les médias et les débats publics, il y a une certaine confusion sur la nature de l'aide apportée et ses implications pour les budgets nationaux. Contrairement à une idée répandue, les pays sous assistance financière ne bénéficient pas de subventions mais de prêts à des taux d'intérêt non concessionnels. Il y a aussi une tendance à amplifier les coûts de cette solidarité en considérant les engagements maximaux assumés par chaque pays envers le FESF comme des garanties effectivement octroyées. Enfin, si elles ont augmenté la

dette publique de chaque pays, les aides accordées n'ont pas, jusqu'à présent, dégradé les déficits publics nationaux.

A tout égard, l'importance de ce coût doit se juger par rapport au coût de la non-intervention. Cette dernière aurait sans doute entraîné un défaut de paiement désordonné dans la zone euro qui, à son tour, aurait eu un effet de contagion sur d'autres pays fragilisés par la crise. Les coûts économiques et politiques liés à un tel scénario sont énormes, si bien que difficiles à chiffrer. Comme l'a souligné Wolfgang Schäuble dans sa lettre aux membres du Bundestag lors du vote du deuxième plan d'aide à la Grèce, il n'y a pas de garanties que les actions en cours mènent au succès ; mais les perspectives de succès des alternatives sont encore plus faibles.