Plan pour un nouvel ordre monétaire européen : la transformation de l'euro en monnaie commune

Plan for a New European Monetary Order: Transforming the Euro into a Common Currency

Sergio Rossi

Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/interventionseconomiques/3894>

DOI : 10.4000/interventionseconomiques.3894

ISBN : 1710-7377

ISSN : 1710-7377

Éditeur

Association d'Économie Politique

Référence électronique

Sergio Rossi, « Plan pour un nouvel ordre monétaire européen : la transformation de l'euro en monnaie commune », *Revue Interventions économiques* [En ligne], 59 | 2018, mis en ligne le 01 janvier 2018, consulté le 15 juin 2019. URL : <http://journals.openedition.org/interventionseconomiques/3894> ; DOI : 10.4000/interventionseconomiques.3894

Ce document a été généré automatiquement le 15 juin 2019.

Les contenus de la revue *Interventions économiques* sont mis à disposition selon les termes de la Licence Creative Commons Attribution 4.0 International.

Plan pour un nouvel ordre monétaire européen : la transformation de l'euro en monnaie commune

Plan for a New European Monetary Order: Transforming the Euro into a Common Currency

Sergio Rossi

Introduction¹

- ¹ La grave crise de la zone euro a mis en lumière plusieurs défauts de l'Union monétaire européenne (UME). En fait, quelques-uns de ceux-ci avaient déjà été remarqués avant l'adoption de la monnaie unique européenne en 1999 ou peu après (cf., par exemple, Dahrendorf, 1997 ; Rossi, 1997 ; Échinard, 1999 ; Hankel *et al.*, 2001). En clair, le péché originel de l'euro est celui d'être "une monnaie sans État" (Padoa-Schioppa, 2004, p. 35, nous traduisons). Cela signifie que l'euro n'a aucune gouvernance économique au niveau de l'UME, étant donné que la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne (BCE) n'est pas accompagnée par un ensemble de politiques économiques intégrées de manière structurelle et décidées pour la zone euro dans son ensemble. Cela concerne de manière particulière la politique budgétaire, qui reste une compétence des États-nations malgré les contraintes (comme le Pacte de stabilité et croissance, qui a été renforcé suite à la crise de la zone euro) qui ignorent l'importance de la coordination des politiques économiques à travers cette zone. En fait, comme Kenen (1969, pp. 45-6, nous traduisons) l'avait remarqué déjà dans les années 1960, "les politiques budgétaires et monétaires doivent aller main dans la main, et si l'on veut avoir un 'policy mix optimal' elles doivent avoir le même domaine. Il doit y avoir un Trésor public, capable de taxer et dépenser, en face de chaque banque centrale."

- 2 Comme le montre la crise de la zone euro, éclatée à la fin des années 2000, celle-ci n'est pas équipée du "policy mix optimal" relevé par Kenen (1969), étant donné qu'elle réunit un amalgame de politiques fiscales et budgétaires disparates, qui ne sont coordonnées ni entre elles ni avec la politique monétaire de la BCE, alors qu'une telle coordination doit nécessairement exister au sein d'un espace doté d'une monnaie unique (telle que l'euro) coiffant plusieurs économies nationales – en l'état encore très hétérogènes en ce qui concerne la zone euro, dont les pays membres sont loin d'être intégrés en termes monétaires (cf. Rossi, 2007c, 2012).
- 3 Ce papier explique, notamment, pourquoi l'euro doit être abandonné afin d'intégrer les pays membres de la zone euro en termes monétaires. La prochaine section expose les effets négatifs de l'adoption d'une monnaie européenne unique par un nombre de pays dont les systèmes économiques sont encore trop différents, en termes structurels, pour supporter les contraintes financières liées aux politiques budgétaire et monétaire au sein de la zone euro. Cette analyse révèle l'absence de véritables transferts fiscaux entre ces pays et l'attitude problématique de la BCE en ce qui concerne sa propre stratégie et ses objectifs, qui affectent de manière négative le niveau d'emploi et le degré de stabilité financière de l'UME dans son ensemble. La deuxième section suggère une voie de sortie de la zone euro pour les pays dont la population ne peut plus supporter le poids imposé par les politiques d'austérité sans aucune perspective d'amélioration à terme pour celle-ci. Elle propose la réintroduction des monnaies nationales dans ces pays, pour lesquels l'euro sera encore disponible, mais uniquement en tant que monnaie véritablement supranationale utilisée seulement par leurs propres banques centrales, afin que celles-ci règlent toutes les transactions (commerciales ou financières) transfrontalières de leurs résidents. Cette réforme monétaire-structurelle augmentera visiblement la stabilité financière ainsi que le niveau d'emploi en Europe, induisant aussi des effets bénéfiques pour les finances publiques de l'ensemble des pays de l'Union européenne (UE).

1. La monnaie unique européenne est un facteur de crise systémique

- 4 La crise de la zone euro a révélé que l'UME n'est pas une "zone monétaire optimale" (ZMO). En effet, les critères pour former une ZMO (cf. Mundell, 1961) n'ont jamais été remplis par les pays membres de la zone euro, à la fois lorsque cette zone a été établie avec 11 pays et à présent (avec 19 pays membres). Le critère le plus difficile à remplir à cet égard concerne la mobilité des travailleurs à travers les frontières nationales. Même après l'éclatement de la crise, vers la fin de l'année 2009, la mobilité géographique des travailleurs dans la zone euro reste faible en comparaison de celle des États-Unis (qui, eux aussi, ont une monnaie unique pour l'ensemble de leurs États membres). En effet, la comparaison avec le système fédéral états-unien est frappante sur plusieurs points. Les politiques budgétaires et monétaires de ce dernier sont très différentes de celles de l'UME en termes institutionnels. Elles considèrent notamment le chômage à travers la fédération des États américains, d'autant plus qu'il y a des transferts fiscaux entre ceux-ci afin que les États en meilleure posture économique contribuent à la réduction du chômage dans les États les plus en difficulté. La Réserve fédérale (Fed) est aussi impliquée à cet effet, parce que – selon le *Federal Reserve Act* – elle doit "promouvoir concrètement les objectifs d'un emploi maximum, des prix stables, et des taux d'intérêt modérés à long

terme” (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2014a, Section 2A, nous traduisons). Ce “mandat dual” doit inspirer la BCE, mais également l’ensemble des *leaders* politiques dans les pays “périphériques” de l’UME, afin de réviser les statuts de la BCE, pour que celle-ci adopte un mandat similaire à celui de la Fed pour l’ensemble de la zone euro. Cela sera nécessaire, au plus tard, lorsque l’UME instituera un Trésor public européen avec la capacité de taxer et dépenser, comme l’avait expliqué Kenen (1969) et comme le rappelle Bibow (2013). Dans l’intervalle, le mandat de la BCE doit être rapidement amendé, afin d’y inclure l’obligation pour la BCE d’acheter (de manière illimitée et sans poser de conditions) les bons du Trésor des pays membres frappés par des problèmes financiers majeurs, qui sont révélés par les “*spreads*” de ces obligations publiques par rapport aux pays membres dont la situation économique est bien meilleure à cet égard.

- 5 En réalité, l’adoption de l’euro amena les acteurs sur les marchés financiers globalisés à spéculer qu’une monnaie unique européenne est la meilleure garantie contre les risques de change, induisant ainsi des flux de capitaux de plus en plus importants vers les pays “périphériques” de l’UME. Leur “risque pays” fut ainsi négligé, considérant que la zone euro est “trop grande pour faire faillite” en tant que telle. En effet, malgré les “déficits excessifs” dans le secteur public de nombreux pays membres de la zone euro qui n’ont pas respecté les critères de Maastricht durant les dix premières années de l’UME, ces pays continuèrent de payer des taux d’intérêt trop faibles sur leurs emprunts (cf. Rossi et Dafflon, 2012). Dès lors, une bulle du crédit a pu enfler – surtout dans le secteur privé des pays “périphériques” – notamment en Espagne et en Irlande en ce qui concerne surtout les activités immobilières.
- 6 Dans ce contexte, la politique monétaire unique menée par la BCE a aggravé la situation, car elle a contribué à enfler la bulle du crédit qui, une fois que la crise de la zone euro a éclaté, a ravagé les bilans de nombreuses banques aussi dans les pays au “centre” de la zone. Les taux d’intérêt décidés par la BCE étaient visiblement trop bas pour les pays “périphériques”, au sein desquels ils ont dès lors enflé une bulle du crédit qui au départ a profité aussi bien à leur économie qu’à leurs créanciers, mais qui finalement a induit une crise systémique à travers l’ensemble de la zone euro. Comme Vernengo et Pérez-Caldentey (2012) l’ont remarqué, l’union monétaire et la déréglementation financière permirent aux pays au “centre” de la zone euro d’exploiter leurs stratégies de croissance économique basées sur les exportations contre l’intérêt de leurs voisins : les montants énormes épargnés dans des pays comme l’Allemagne suite à leurs excédents dans la balance des transactions courantes ont été prêtés aux pays déficitaires. Cela a permis à ces derniers pays de financer ainsi les déficits courants de leurs balances des paiements avant que la crise n’éclate. Cette croissance économique tirée par l’endettement des pays “périphériques” a fortement nourri la demande sur le marché des produits dans ces pays, permettant ainsi aux pays du “centre” de la zone euro (en particulier l’Allemagne) d’enregistrer des excédents courants excessifs et persistants jusqu’à ce que les déficits courants devinrent insoutenables pour les pays les plus faibles de l’UME – suite à la crise financière globale éclatée à l’automne 2008 après la mise en faillite aux États-Unis de la banque d’affaires Lehman Brothers (Rossi 2013, 2015).
- 7 Or, au lieu de soutenir les pays membres de l’UME lourdement frappés par la crise avec des transferts fiscaux à partir des pays en meilleure posture économique au sein de la zone euro, la gouvernance de celle-ci, sous l’égide de l’Allemagne, imposa des mesures de “consolidation budgétaire” aux pays les plus frappés par la crise dans cette zone, qui plus

est avec un horizon temporel qui, en fait, aggrave la situation au lieu de contribuer à la sortie de crise. Ces politiques d'austérité réduisent les dépenses publiques (surtout et avant tout dans des domaines clés comme la santé, l'éducation, et la sécurité sociale) et augmentent les impôts (sur la consommation, au lieu de frapper les patrimoines et les transactions financières), déprimant par conséquent la demande domestique, à la fois dans le secteur privé et dans le secteur public de l'économie nationale, surtout dans les pays où la demande devrait être soutenue pour augmenter la croissance économique, le niveau d'emploi ainsi que les recettes fiscales. Les conséquences négatives des mesures d'austérité concernent aussi le marché du travail, parce que la pression à la baisse sur les salaires aggrave la situation économique, au lieu d'améliorer la "compétitivité" du pays, afin de soutenir sa relance économique. De cette manière, les acteurs sur les marchés financiers craignent, de plus en plus, que le pays soumis à la "consolidation budgétaire" ne soit pas capable de rembourser ses dettes à l'échéance, augmentant les "spreads" des obligations publiques de ce pays par rapport à l'Allemagne, et/ou les pressions sur le gouvernement de ce pays afin que celui-ci adopte de nouvelles mesures d'austérité dans un cercle vicieux sans fin. Une spirale récessive affecte dès lors toute la zone euro, car cela réduit de manière considérable le commerce au sein de cette zone (donc également le niveau d'emploi ainsi que les recettes fiscales) au fur et à mesure que le temps passe (cf. Mastromatteo et Rossi, 2015).

- 8 Somme toute, les politiques économiques néolibérales mises en œuvre aussi bien avant qu'après que la crise de la zone euro n'ait éclaté ne peuvent pas résoudre les problèmes qu'elles ont elles-mêmes provoqués. En fait, il s'agit essentiellement d'un problème de logique conceptuelle. Dès lors, seule une analyse rigoureuse au plan logique-conceptuel peut amener les économistes ainsi que les décideurs politiques à comprendre les facteurs essentiels de la crise de la zone euro, afin de la résoudre définitivement. La prochaine section présente brièvement cette analyse considérant la réforme monétaire-structurelle qui est urgente et nécessaire pour les pays lourdement frappés à la fois par la crise de la zone euro et par la "stratégie de sortie" néolibérale.

2. Une réforme monétaire-structurelle pour achever l'intégration monétaire européenne

- 9 De manière paradoxale, l'UME n'est pas une union monétaire. Cela ne s'explique pas – comme le prétendent les critiques de l'UME (cf. par exemple De Grauwe, 2013) – par le fait que l'euro est une monnaie étrangère dans tous les pays membres de l'UME, étant donné que ces 19 nations ont transféré leur souveraineté monétaire à la BCE. L'absence d'union monétaire à travers la zone euro découle du fait que le système de paiement appelé TARGET2 est encore dépourvu d'une institution de règlement entre les banques centrales nationales (BCN) qui participent à ce système (Rossi, 2013). Avant l'éclatement de la crise de la zone euro, en 2009, les soldes positifs dans TARGET2 obtenus par les pays exportateurs nets (comme l'Allemagne) étaient dépensés par les résidents dans ces pays pour acheter les obligations (privées ou publiques) que les pays déficitaires (comme la Grèce) vendaient afin de financer leurs importations nettes. Par conséquent, les soldes dans TARGET2 n'augmentaient pas, d'une période à l'autre, donc apparemment il n'y avait aucun problème jusqu'à ce que la crise éclate. Depuis lors, cependant, les pays excédentaires sont beaucoup moins enclins à prêter leurs soldes positifs dans TARGET2

aux pays qui ont besoin d'emprunter afin de financer leurs propres déficits courants. Cela montre qu'en l'état le commerce international d'un pays quelconque au sein de la zone euro n'implique pas le paiement final des nations concernées lorsque leurs banques centrales sont créditées par le système TARGET2. En effet, un paiement final entre le payeur et le payé signifie que celui-ci n'a plus rien à réclamer à celui-là (Goodhart, 1989, p. 26). Il en découle alors que les paiements entre les BCN participant au système TARGET2 ne sont pas finals, parce que, en l'état, ils laissent le pays exportateur avec une créance nette envers le pays importateur,² chaque pays étant représenté par sa banque centrale dans le compte de règlement que celle-ci possède dans le système TARGET2. Jusqu'à présent, en fait, la BCE ne fait que tenir la comptabilité pour ce système, fonctionnant dès lors comme *agent* de règlement, au lieu d'émettre le moyen de paiement final (dès lors agissant comme *institution* de règlement) entre les BCN impliquées par les transactions internationales au sein de la zone euro.

- 10 Comme l'explique clairement, à ce sujet, la Banque centrale européenne (2007, p. 34, nous traduisons), "les paiements transfrontières au sein de TARGET sont traités par les systèmes de RBTR [règlement brut en temps réel] nationaux et échangés directement sur une base bilatérale entre les BCN". En particulier, "une fois que la BCN qui paie a vérifié la validité d'un message de paiement et la disponibilité des fonds ou d'une ligne de crédit, le montant du paiement est débité de manière irrévocable et sans délai du compte RBTR de la banque qui paie et crédité au compte Interlinking de la BCN qui est payée" (p. 35, nous traduisons).³ Cela signifie que la BCE n'émet aucune unité de monnaie (de banque centrale), contrairement à ce qui a lieu dans chaque système national de paiement, où la BCN intervient "toujours et partout" en tant qu'institution de règlement, émettant ses propres unités de monnaie (centrale) afin que le paiement interbancaire soit final pour toutes les banques concernées (cf. Rossi, 2007a, pp. 67-78).
- 11 En effet, le système TARGET2 est différent, sur le plan structurel, du système de paiement interbancaire états-unien, qui fonctionne dans un contexte multi-juridictionnel analogue à celui de la zone euro. Dans le cas des États-Unis, le *Federal Reserve Wide Network* (appelé *Fedwire*) est chargé de l'exécution des paiements interbancaires à travers l'ensemble du pays, qui est divisé en 12 districts de la Réserve fédérale. Les paiements entre ces districts sont enregistrés par le *Interdistrict Settlement Account* (ISA). À cet égard, comme l'explique le Board of Governors of the Federal Reserve System (2014b, p. 50, nous traduisons), "le règlement journalier entre districts est réalisé par le système comptable centralisé, qui obtient les données nécessaires pour mener à bien le règlement. Une fois que celui-ci a eu lieu, les écritures comptables appropriées sont enregistrées directement dans les comptes de la Banque de réserve concernée", suite au paiement final intervenu. En effet, tous les "[p]aiements entre banques commerciales de différents districts [aux États-Unis] sont faits par le système Fedwire et réglés par les comptes des banques commerciales auprès de la Fed du district concerné. Les paiements sont enregistrés dans l'ISA, qui est un système de paiement en temps réel" (Sinn et Wollmershäuser, 2012, p. 496, nous traduisons). Le fait qu'aussi le système TARGET2 utilise un protocole RBTR, cependant, n'est pas suffisant pour conclure que les systèmes de paiement des États-Unis et de la zone euro ont la même architecture monétaire-structurelle. En fait, ils diffèrent sur un point important : dans le système de paiement états-unien, une Fed de district doit régler (donc payer de manière finale) ses accroissements moyens annuels du solde débiteur de son ISA par un transfert d'actifs financiers, tandis que les BCN participant au système TARGET2 n'ont pas cette obligation. Ainsi, les soldes débiteurs de ces BCN peuvent

continuer à augmenter, de manière indéfinie, augmentant de ce fait les créances des BCN des pays excédentaires au sein du système TARGET2. Cette différence essentielle entre le système de paiement états-unien et le système TARGET2 existe, parce que la BCE ne fonctionne pas en tant qu'institution de règlement pour les BCN dans le système TARGET2 (Rossi, 2013). En fait, ce système a uniquement deux niveaux institutionnels au lieu de trois : le premier niveau est formé par le Système Européen de Banques Centrales composé par la BCE et les BCN de tous les pays membres de l'UE, alors que le deuxième niveau est formé par les banques et les institutions financières non-bancaires, comme le montre la Figure 1. Remarquons aussi à cet égard que la BCE agit au même niveau institutionnel des BCN participantes, c'est-à-dire qu'elle n'est aucunement leur institution de règlement, comme elle devrait l'être considérant son propre rôle technique spécifique (Rossi, 2012).

Figure 1. L'infrastructure de paiement à deux niveaux du système TARGET2

- 12 L'actuel désordre monétaire-structurel au sein de la zone euro doit être urgemment éliminé, parce qu'il est en réalité un facteur d'instabilité financière pouvant mener à une profonde crise systémique. La solution à ce problème peut intervenir en deux étapes. Premièrement, comme nous l'expliquons en détail dans cette section, l'euro doit devenir une monnaie purement supranationale, réintroduisant dès lors les monnaies nationales dans les pays membres de l'UME qui ont le plus besoin de retrouver leur souveraineté monétaire, afin d'avoir un instrument supplémentaire de politique économique pour lutter contre les causes et les conséquences de la crise. Dans un deuxième temps, qui peut nécessiter quelques années pour des raisons politiques, la BCE doit devenir une institution de règlement au sein du système TARGET2, émettant ses propres unités de monnaie (centrale), afin que tous les paiements à travers la zone euro soient finals pour les BCN impliquées (comme nous l'avons expliqué plus haut).
- 13 En attendant que la BCE devienne, réellement, la banque centrale des BCN au sein de la zone euro, chaque pays membre de l'UME peut réintroduire sa monnaie nationale et utiliser l'euro uniquement pour régler les transactions internationales. Cela rappelle le

plan Keynes proposé au début des années 1940 pour instituer une Union internationale de compensation, au sommet de laquelle Keynes avait mis une Institution de règlement international (IRI) chargée d'émettre le bancor à cet effet (cf. Keynes, 1980, mais aussi Schmitt, 1973 et Rossi, 2007b, 2009b). Sans discuter ici des mérites et des défauts du plan Keynes (cf. Rossi, 2007b, pp. 100–3, pour une telle discussion), focalisons notre analyse sur la manière dont les pays membres de l'UME peuvent retrouver leur souveraineté monétaire et transformer l'euro en un moyen de paiement final pour toutes leurs transactions internationales dans la zone euro (voire même au-delà de celle-ci).

- 14 Supposons que le gouvernement du pays A (membre de l'UME) décide de réintroduire sa monnaie nationale (MA) pour le règlement de toutes les transactions domestiques. Désormais, l'euro ne sera utilisé que pour les transactions transfrontières de ce pays, qui au demeurant seront réglées en MA en ce qui concerne les résidents du pays A : l'euro sera utilisé uniquement par la BCN du pays A, parce qu'elle représente ce pays au plan monétaire international (entendez au sein de l'espace monétaire international). Dans ce cas, chaque paiement transfrontière concernant le pays A implique deux monnaies, MA et l'euro, ce dernier étant le “véhicule” du premier dans l'espace monétaire international (Tableau 1).

Tableau 1. Le résultat d'un paiement transfrontière d'un pays membre de l'UME en dehors de la zone euro

Banque centrale du pays A			
Département domestique		Département extérieur	
Actifs	Passifs	Actifs	Passifs
Banque B1 (importateur)	Département extérieur	Département domestique	Banque centrale du pays B
+x MA	+x MA	+z euros	+z euros

Avec $x \text{ MA} = z \text{ euros}$.

- 15 Lorsqu'un importateur du pays A transmet son ordre de paiement (pour une somme de z euros) à sa banque (B1), celle-ci n'exécute pas cet ordre comme elle le fait aujourd'hui, entendez par une transaction impliquant la banque (B2) de l'exportateur résidant dans le pays B à travers le système TARGET2 (cf. *supra*). Le paiement transfrontière interviendra, en réalité, à travers la BCN, qui, à cet effet, structurera sa comptabilité en deux départements distincts : le département domestique enregistrera en MA chaque paiement concernant le reste du monde, tandis que le département extérieur enregistrera en euros la somme équivalente afin que ce paiement soit réglé au niveau international (à savoir, dans son sens littéral, “entre les nations”, comme l'avait noté Keynes (1980, p. 168)).⁴ De cette manière, l'économie domestique du pays A peut remplacer l'euro avec sa monnaie nationale et retrouver ainsi sa souveraineté monétaire, entendez la capacité de gérer sa propre politique monétaire, y compris les taux de change, selon ses propres besoins économiques. Si également le pays B remplace l'euro par sa propre monnaie nationale (MB), les écritures comptables dans son système bancaire vont être similaires (*mutatis mutandis*) à celles enregistrées dans le Tableau 1 pour le pays A. Par contre, si le pays B conserve l'euro en tant que monnaie unique, comme cela est le cas à présent, le règlement transfrontière pour le pays B est effectué comme aujourd'hui, notamment en

créditant la banque du payé (auprès de laquelle l'exportateur a son propre compte) à travers l'infrastructure du système de paiement TARGET2.

- 16 Supposons maintenant qu'un résident quelconque du pays A reçoit un paiement d'un résident quelconque du pays B, pour une somme de z' euros. Le Tableau 2 montre les écritures comptables correspondantes.

Tableau 2. Le résultat d'un paiement transfrontière à un pays membre de l'UME en dehors de la zone euro

Banque centrale du pays A			
Département domestique		Département extérieur	
Actifs	Passifs	Actifs	Passifs
Département extérieur	Banque B1 (exportateur)	Banque centrale du pays B	Département domestique
$+x' \text{ MA}$	$+x' \text{ MA}$	$+z' \text{ euros}$	$+z' \text{ euros}$

Avec $x' \text{ MA} = z' \text{ euros}$.

- 17 Comme dans le Tableau 1, le Tableau 2 montre que tout paiement transfrontière qui concerne le pays A est enregistré doublement dans les livres comptables de la BCN : une fois en MA et une fois en euros. Cela ne revient pas à un double emploi. En fait, cela est nécessaire afin de séparer le circuit de MA du circuit des euros : si ce dernier circuit monétaire ne s'immisce pas dans le premier circuit, alors le pays A retrouve sa souveraineté monétaire, devenant simultanément un élément de l'espace monétaire international défini par le circuit des euros entre les BCN impliquées.
- 18 À ce stade, néanmoins, il existe un déséquilibre des balances courantes, si le paiement des importations du pays A ($x \text{ MA}$ ou de manière équivalente $z \text{ euros}$) n'est pas de même ampleur que le paiement des exportations de ce pays ($x' \text{ MA}$ ou de manière équivalente $z' \text{ euros}$). Supposons donc que le pays A enregistre un déficit courant, pour un montant de $x - x' \text{ MA}$ (ou de manière équivalente de $z - z' \text{ euros}$). Celui-ci, en fait, est aussi un *déficit de paiement*, qui doit être réglé finalement, afin d'éviter le désordre monétaire international. En effet, ce désordre caractérise à ce jour le fonctionnement du système TARGET2 : contrairement au système de paiement états-unien, au sein duquel chaque banque de district doit régler, une fois par année, l'augmentation moyenne annuelle de son solde débiteur dans ce système par un transfert d'actifs financiers, les BCN participant au système TARGET2 n'ont pas (encore) une telle obligation, de telle sorte que leurs soldes débiteurs peuvent continuer à s'accroître de manière indéfinie, augmentant ainsi les créances sur celles-ci aux mains des BCN des pays membres de TARGET2 avec un excédent courant. Comme nous l'avons déjà fait remarquer, cette différence essentielle entre le système de paiement états-unien et celui de la zone euro est tributaire du fait que la BCE n'agit pas en tant qu'institution de règlement pour les BCN dans le système TARGET2.
- 19 Si les monnaies nationales sont réintroduites dans les pays membres de l'UME, dès lors, cela doit être accompagné par l'obligation, pour leurs BCN, de régler (au moins une fois par année) leurs soldes négatifs au sein du système TARGET2 par un transfert d'actifs financiers aux banques centrales des pays qui ont un solde positif (par exemple, à la fin de l'année) dans le système TARGET2. Analysons cela par un exemple stylisé.

- 20 La banque centrale du pays A doit vendre des titres financiers, correspondant au déficit de la balance courante de ce pays durant la période correspondante – à savoir $(x - x')$ MA ou $(z - z')$ euros. Cette transaction sur le marché financier peut être effectuée soit avec la banque centrale du pays B soit avec n'importe quel autre agent sur ce marché, le point important étant que la banque centrale du pays A soit créditée avec une somme de $(z - z')$ euros correspondant au déficit courant de ce pays, qui est ainsi payé finalement dans l'espace monétaire international. Si cette transaction est effectuée entre le pays A et le pays B, les écritures comptables concernant le pays A sont celles enregistrées dans le Tableau 3.

Tableau 3. Le résultat du paiement du déficit commercial d'un pays membre de l'UME en dehors de la zone euro

Banque centrale du pays A			
Département domestique		Département extérieur	
Actifs	Passifs	Actifs	Passifs
Actifs financiers		Banque centrale du pays B	Département domestique
– $(x - x')$ MA		+ $(z - z')$ euros	+ $(z - z')$ euros
Département extérieur			
+ $(x - x')$ MA			

Avec $(x - x')$ MA = $(z - z')$ euros.

- 21 Il convient de remarquer que la vente de titres financiers par la banque centrale du pays A après la réforme monétaire-structurelle proposée dans cet article ne s'apparente pas à celle que les gouvernements des pays déficitaires avaient faite par l'émission de titres de la dette publique durant la décennie précédant la crise de l'Euroland. La banque centrale du pays déficitaire, en fait, devra disposer de tels titres dans son portefeuille, raison pour laquelle le pays déficitaire sera dans l'obligation matérielle d'exporter davantage durant l'année considérée – au terme de laquelle les soldes dans TARGET2 devront être réglés, en termes réels, par le transfert de titres financiers entre les BCN participant à ce système.⁵
- 22 En effet, le paiement des exportations financières interviendra de la même manière que le paiement des exportations commerciales : la BCN enregistrera les écritures comptables pertinentes dans ses deux départements afin de finaliser le paiement et faire en sorte que le circuit de la monnaie nationale n'interfère pas avec le circuit des euros, et vice-versa.
- 23 Tout compte fait, le déficit courant du pays A est finalement payé au plan international, à travers l'exportation d'actifs financiers qui transfère un pouvoir d'achat de l'ensemble des résidents du pays A vers le reste du monde, et libère le département extérieur de sa BCN de toute dette extérieure (Tableau 4).

Tableau 4. Le résultat du paiement final du déficit commercial d'un pays membre de l'UME en dehors de la zone euro

Banque centrale du pays A			
Département domestique		Département extérieur	
Actifs	Passifs	Actifs	Passifs
Banque B1		0 euro	0 euro
($x - x'$) MA			
Actifs financiers			
$-(x - x')$ MA			

- 24 Or, si aucun acteur sur le marché financier n'achète les actifs financiers qu'un pays déficitaire (comme le pays A) a besoin de vendre par sa banque centrale, afin de payer ce déficit finalement, il doit y avoir un intermédiaire financier supranational, comme l'IRI, qui intervient à ce propos. En effet, bien que le pays A puisse devoir réduire ses importations et/ou augmenter ses exportations pour rééquilibrer son commerce extérieur à travers les périodes, tout déficit commercial passé ne peut qu'être payé finalement, afin d'éviter tout désordre monétaire international. C'est ici et à ce moment que la BCE doit intervenir, comme nous l'avons expliqué à la section précédente, pour faire en sorte que les obligations publiques du pays A soient considérées comme des actifs financiers éligibles pour les opérations de politique monétaire. Dans ce cas, les bons du Trésor des pays déficitaires au sein de l'UME vont être à nouveau demandés par les acteurs sur le marché financier, étant donné que ceux-ci pourront toujours céder ces bons pour obtenir des liquidités par l'Eurosystème. Cela devrait être suffisant afin que la BCE ne soit plus soumise à des pressions politiques pour acheter ces obligations publiques (sur le marché primaire), bien que cela devrait être permis par une révision des statuts de la BCE qui oblige celle-ci à remplir le "mandat dual" de la Fed (cf. *supra*).
- 25 Dans l'intervalle, le rôle de "prêteur en dernier ressort" de la BCE, en ce qui concerne les gouvernements nationaux au sein de la zone euro, peut être assumé par l'IRI qu'il s'agit de créer et qui agirait donc en tant qu'intermédiaire financier international dans la mesure où celui-ci prêterait à des pays déficitaires (comme A) les soldes positifs libellés en euros épargnés par les pays excédentaires (comme B, dans l'exemple stylisé analysé plus haut). Pour réfuter les critiques soulevées par des économistes néolibéraux contre l'institution d'un "prêteur en dernier ressort" pour les gouvernements nationaux, il sera suffisant de considérer qu'en fait aucune banque centrale n'octroie un crédit *ex-nihilo* à des agences gouvernementales qui en feraient la demande. En fait, toute BCN qui, à ce jour, agit en tant que "prêteur en dernier ressort" – que ce soit pour le gouvernement national ou pour des acteurs sur le marché financier – ne fait, en réalité, que transférer aux agents déficitaires l'épargne enregistrée dans les comptes bancaires que d'autres agents possèdent. Montrons cela par rapport à notre exemple (Tableau 5).

Tableau 5. Un intermédiaire financier international n'est pas un prêteur en dernier ressort

Banque centrale du pays A			
Département domestique		Département extérieur	
Actifs	Passifs	Actifs	Passifs
Actifs financiers vendus à l'IRI		IRI	Département domestique
- $(x - x')$ MA		+ $(z - z')$ euros	+ $(z - z')$ euros
Département extérieur			
+ $(x - x')$ MA			

Institution de règlement international (IRI)	
Actifs	Passifs
	Banque centrale du pays B (Département extérieur)
	- $(z - z')$ euros
	Banque centrale du pays A (Département extérieur)
	+ $(z - z')$ euros

Banque centrale du pays B			
Département domestique		Département extérieur	
Actifs	Passifs	Actifs	Passifs
Actifs financiers achetés à l'IRI	Département extérieur	Département domestique	IRI
+ $(y - y')$ MB	+ $(y - y')$ MB	+ $(z - z')$ euros	+ $(z - z')$ euros

Avec $(x - x') \text{ MA} = (z - z') \text{ euros} = (y - y') \text{ MB}$.

- 26 Comme le montre le Tableau 5, la banque centrale du pays B (un pays excédentaire) dépense la somme correspondant à l'excédent commercial de ce pays dans le paiement des actifs financiers qu'elle achète à l'IRI, qui dès lors transfère à la banque centrale du pays A (un pays déficitaire) le pouvoir d'achat dont ce dernier a besoin afin de payer finalement ses importations nettes par une vente d'actifs financiers à l'IRI. La Figure 2 montre les flux correspondants.

Figure 2. Les deux circuits impliquant l'institution de règlement international

- 27 Comme l'illustre la Figure 2, l'IRI intervient seulement en tant qu'intermédiaire financier international, c'est-à-dire qu'il ne "crée" pas le crédit qu'il octroie à la banque centrale du pays A, étant donné que ce crédit est financé finalement par le revenu gagné par le pays B à travers ses exportations commerciales nettes et qui est enregistré, pour une somme de $(z - z')$ euros, dans la banque centrale de ce pays. Tout compte fait, c'est le pays excédentaire (B) qui agit en tant que prêteur en dernier ressort, indirectement, à savoir, à travers l'intermédiation de l'IRI, afin d'octroyer un crédit aux pays déficitaires comme A, pour le montant nécessaire au règlement des déséquilibres de leurs balances courantes, avec un paiement qui est final non seulement pour les agents du secteur privé ou public impliqués, mais également pour leurs propres pays.

Conclusion

- 28 La réforme monétaire-structurelle du système de paiement de la zone euro proposée dans ce papier a deux objectifs. D'une part, elle vise à transformer des promesses de paiement en paiements finals pour les pays concernés par les transactions transfrontières de leurs résidents. D'autre part, elle entend contraster la "consolidation budgétaire" qui, à présent, affecte très négativement aussi bien la situation économique que la vie de la plupart de la population des pays lourdement frappés par la crise au sein de la zone euro. Le premier objectif est un facteur de stabilité financière, dans la mesure où il limite la possibilité, pour les banques, d'enfler une bulle systémique par les crédits que celles-ci peuvent octroyer dans le système monétaire contemporain. À présent, en effet, le système TARGET2 n'assure aucunement le paiement final des pays – chacun défini par l'ensemble de ses résidents – qui participent à ce système à travers leurs propres banques centrales. Le deuxième objectif, par contre, devra amener les pays excédentaires, comme l'Allemagne, à contribuer à l'absorption des déséquilibres économiques au sein de la zone euro, en augmentant leurs importations des pays déficitaires. Cela ne va pas uniquement rééquilibrer les politiques d'austérité appliquées aux pays qui souffrent de la crise. Cela induira également la création de nouvelles places de travail, donc aussi de nouvelles recettes fiscales, qui sont fort nécessaires dans les pays les plus lourdement frappés actuellement par la crise de la zone euro.
- 29 Même si cela est certainement très difficile à mettre en oeuvre, à cause des rapports de force existant d'une part entre les pays membres de la zone euro et d'autre part entre les

classes sociales au sein de ceux-ci, la réforme monétaire-structurelle proposée dans cet article doit pouvoir réunir un vaste consensus politique, tant au sein des pays membres de la zone euro qu'au niveau de l'UE, considérant les risques croissants d'un éclatement désordonné et très problématique de l'Euroland si, par exemple, un petit pays comme la Grèce ou un grand pays comme l'Italie devait sortir de cette zone sans avoir un "plan B" comme celui proposé dans cet article. Comme l'avait d'ailleurs déjà remarqué Machlup (1963, p. 259, nous traduisons), "les banquiers et les autres praticiens doivent arrêter de considérer comme impraticable tout ce qui n'a jamais été essayé, et les théoriciens ne doivent pas se lasser de continuer à mettre en lumière leurs idées, même si les banquiers refusent de les écouter." D'ailleurs, la réforme monétaire-structurelle proposée dans cet article a quelques traits communs avec l'Union européenne des paiements (UEP) durant les années 1950. Comme Triffin (1978, p. 15, nous traduisons) l'avait noté, "l'accord de l'UEP était un document remarquablement propre et simple, avec des engagements de nature révolutionnaire, qui d'un jour à l'autre ont transformé la structure des paiements intra-européens d'une base bilatérale à une base multilatérale". Le mérite de l'UEP était d'avoir donné un caractère multilatéral aux paiements internationaux enregistrés par la Banque des règlements internationaux (BRI). Or, la pierre d'achoppement de l'UEP se trouvait justement dans la BRI, qui agissait en tant qu'agent de règlement (enregistrant les résultats de ces transactions dans sa propre unité de compte), au lieu de fonctionner comme institution de règlement (émettant de ce fait le moyen des paiements finals entre les pays membres de l'UEP). En fait aucun déficit extérieur ne peut être payé finalement avec une simple unité de compte, parce qu'il faut une véritable monnaie internationale pour ce faire (cf. Rossi, 2009c pour une analyse de l'UEP dans cette même perspective).

BIBLIOGRAPHIE

Bibow, Jörg (2013). *Lost at sea: the euro needs a Euro Treasury*, *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n° 780.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2014a). *Federal Reserve Act*, Washington, Federal Reserve System, disponible à l'adresse www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2014b). *Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks*, Washington, Federal Reserve System, disponible à l'adresse www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/BSTfinaccountingmanual.pdf.

Dahrendorf, Ralf (1997). *Perché l'Europa ? Riflessioni di un europeista scettico*, Rome, Laterza, 96 pages.

De Grauwe, Paul (2013). The European Central Bank as lender of last resort in the government bond markets, *CESifo Economic Studies*, vol. 59, n° 3, pp. 520-535.

Échinard, Yann (sous la direction de) (1999). *La zone euro et les enjeux de la politique budgétaire : une monnaie, onze budgets...*, Grenoble, Presses Universitaires de Grenoble, 131 pages.

European Central Bank (2007). *Payment and Securities Settlement Systems in the European Union, Volume 1: Euro Area Countries*, Francfort, Banque centrale européenne.

- European Central Bank (2011). *TARGET Annual Report 2010*, Francfort, Banque centrale européenne.
- Goodhart, Charles Albert Eric (1989). *Money, Information and Uncertainty*, Londres et Basingstoke, Macmillan, deuxième édition (première édition 1975), 508 pages.
- Hankel, Wilhelm, Wilhelm Nölling, Karl Albrcht Schachtschneider et Joachim Starbatty (2001). *Die Euro-Illusion: Ist Europa noch zu retten?*, Reinbek, Rowohlt-Taschenbuch-Verlag, 346 pages.
- Kenen, Peter Bain (1969). The theory of optimum currency areas: an eclectic view, dans Robert Alexander Mundell et Alexandre K. Swoboda (sous la direction de), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 41–60.
- Machlup, Fritz (1963). Reform of the international monetary system, dans Herbert G. Grubel (sous la direction de), *World Monetary Reform: Plans and Issues*, Stanford et Londres, Stanford University Press et Oxford University Press, pp. 253–260.
- Mastromatteo, Giuseppe et Sergio Rossi (2015). The economics of deflation in the euro area: a critique of fiscal austerity, *Review of Keynesian Economics*, vol. 3, n° 3, pp. 336–350.
- Mundell, Robert Alexander (1961). A theory of optimum currency areas, *American Economic Review*, vol. 51, n° 4, pp. 657–665.
- Padoa-Schioppa, Tommaso (2004). *The Euro and Its Central Bank: Getting United after the Union*, Cambridge, MIT Press, 264 pages.
- Rossi, Sergio (1997). *Modalités d'institution et de fonctionnement d'une banque centrale supranationale : le cas de la Banque Centrale Européenne*, Paris, Peter Lang, 432 pages.
- Rossi, Sergio (2007a). *Money and Payments in Theory and Practice*, Londres et New York, Routledge, 168 pages.
- Rossi, Sergio (2007b). The monetary-policy relevance of an international settlement institution: the Keynes plan 60 years later, dans Alberto Giacomini et Maria Cristina Marcuzzo (sous la direction de), *Money and Markets: A Doctrinal Approach*, Londres et New York, Routledge, pp. 96–114.
- Rossi, Sergio (2007c). International capital flows within the European Monetary Union: increasing economic divergence between the centre and the periphery, *Intervention: European Journal of Economics and Economic Policies*, vol. 4, n° 2, pp. 309–329.
- Rossi, Sergio (2009a). Wechselkursschwankungen als Folge einer Währungsunordnung: Neugestaltung des internationalen Währungssystems im Sinne von Keynes, dans Jürgen Kromphardt et Heinz-Peter Spahn (sous la direction de), *Die aktuelle Währungsunordnung: Analysen und Reformvorschläge*, Marburg, Metropolis Verlag, pp. 175–208.
- Rossi, Sergio (2009b). International payment finality requires a supranational central-bank money: reforming the international monetary architecture in the spirit of Keynes, *China-USA Business Review*, vol. 8, n° 11, pp. 1–20.
- Rossi, Sergio (2009c). A common currency for Middle Eastern and North African countries? Lessons from the European Monetary Union, dans David Cobham et Ghassan Dibeh (sous la direction de), *Monetary Policy and Central Banking in the Middle East and North Africa*, Londres et New York, Routledge, pp. 226–245.
- Rossi, Sergio (2012). The monetary-structural origin of TARGET2 imbalances across Euroland, dans Claude Gnos et Sergio Rossi (sous la direction de), *Modern Monetary Macroeconomics: A New Paradigm for Economic Policy*, Cheltenham et Northampton, Edward Elgar, pp. 221–238.

Rossi, Sergio (2013). Financialization and monetary union in Europe: the monetary-structural causes of the euro-area crisis, *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, vol. 6, n° 3, pp. 381–400.

Rossi, Sergio (2015). The euro-area crisis: structural origins and possible exit strategies, dans Aristidis Bitzenis, Nikolaos Karagiannis et John Marangos (sous la direction de), *Europe in Crisis: Problems, Challenges, and Alternative Perspectives*, Basingstoke et New York, Palgrave Macmillan, pp. 143–154.

Rossi, Sergio (2017). A structural-reform proposal for a two-speed European monetary union, dans Nazaré da Costa Cabral, José Renato Gonçalves et Nuno Cunha Rodrigues (sous la direction de), *The Euro and the Crisis: Perspectives for the Eurozone as a Monetary and Budgetary Union*, Londres et New York, Springer, pp. 33–46.

Rossi, Sergio et Bernard Dafflon (2012). Repairing the original sin of the European Monetary Union, *International Journal of Monetary Economics and Finance*, vol. 5, n° 2, pp. 102–123.

Schmitt, Bernard (1973). *New Proposals for World Monetary Reform*, Albeuve, Castella, 19 pages.

Sinn, Hans-Werner et Timo Wollmershäuser (2012). Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility, *International Tax and Public Finance*, vol. 19, n° 4, pp. 468–508.

Vernengo, Matías et Esteban Pérez-Caldentey (2012). The euro imbalances and financial deregulation: a post Keynesian interpretation of the European debt crisis, *Real-World Economics Review*, n° 59, pp. 83–104.

NOTES

1. Une version préliminaire de cet article a été présentée lors du “Premier sommet international du Plan B” à la Maison de la Chimie à Paris, le 23 janvier 2016. L’auteur remercie deux rapporteurs anonymes ainsi que Yves Thiébaut pour leurs remarques constructives qui ont amené à améliorer l’analyse proposée ici. Ses remerciements vont aussi à Carryl Oberson et Amos Pesenti pour leur relecture attentive de cet article avant sa publication.

2. Cela ne signifie pas, toutefois, que le payeur ne paie pas finalement. En fait, les paiements transfrontières sont finals pour les agents concernés, mais ne le sont pas (encore) pour les pays dans lesquels ces agents résident (Rossi, 2009a, développe ce point sur le plan analytique).

3. Le “compte Interlinking” est un compte que chaque BCN possède au sein du mécanisme Interlinking, qui coiffe “les infrastructures et procédures reliant les systèmes RBTR nationaux afin de permettre le traitement des paiements entre les États membres au sein de TARGET” (European Central Bank, 2011, p. 58, nous traduisons).

4. La création de ces deux départements au sein de la BCN n’est pas nécessaire pour les objectifs attendus de la réforme monétaire-structurelle proposée dans cet article, car ceux-ci peuvent être atteints si la BCN conserve sa structure monodépartementale. Dans ce dernier cas, il faudrait néanmoins que chaque banque commerciale ait dans sa BCN un compte en monnaie nationale et un autre compte en euros. Cette solution comporte un problème, toutefois, étant donné qu’elle n’empêche pas l’utilisation des sommes libellées en euros par les résidents du pays A (dont les banques commerciales), soumettant dès lors ceux-ci aux choix de politique monétaire de la BCE à l’instar de la situation actuelle.

5. L’IRI pourrait être en charge de vérifier, par exemple une fois par trimestre, que les BCN disposent dans leurs portefeuilles d’un volume suffisant de titres pour régler, sur le plan financier, les déficits courants de la balance commerciale de leurs propres pays. Cette

vérification pourrait se baser sur les critères adoptés à l'échelle communautaire dans le cadre de la procédure des déséquilibres macroéconomiques, qui a prévu des limites de 6 pour cent et de 4 pour cent du PIB pour les excédents et les déficits courants des pays de l'UE. Cela implique qu'un pays excédentaire comme l'Allemagne préférera importer davantage de biens et services plutôt qu'acheter des actifs financiers, afin d'éviter des sanctions. Voir Rossi (2017) pour des approfondissements à ce propos.

RÉSUMÉS

Cet article explique pourquoi l'euro doit être transformé en monnaie commune (au lieu d'être une monnaie unique) afin d'intégrer monétairement les pays membres de l'Union européenne. La première section rappelle les conséquences négatives de l'adoption de la monnaie unique européenne par des pays dont les systèmes économiques sont, en l'état, trop différents en termes structurels pour supporter les contraintes financières découlant des traités européens. Cette section fait aussi remarquer l'absence de transferts fiscaux entre ces pays et l'attitude dogmatique de la Banque centrale européenne en ce qui concerne sa stratégie et ses objectifs de politique monétaire, qui affectent négativement le niveau d'emploi et la stabilité financière de la zone euro. La section suivante suggère la sortie de la zone euro pour les pays dont la population ne peut plus supporter le poids de l'austérité sans aucun effet positif à terme pour la majorité de celle-ci. Elle propose alors la réintroduction des monnaies nationales dans ces pays, pour lesquels l'euro sera encore disponible, mais en tant que monnaie supranationale, qui pourra être utilisée uniquement par leurs banques centrales, afin pour elles de régler le commerce international de leurs propres résidents. Cette réforme monétaire-structurelle augmentera considérablement le degré de stabilité financière et le niveau d'emploi à travers la zone euro, induisant par là des effets positifs aussi pour les finances publiques de l'ensemble de ses pays membres.

This article explains why the euro has to be abandoned in order to integrate the euro-area member countries monetarily. It first recalls the negative consequences of the adoption of a single European currency by a number of countries whose economies still are too different on structural grounds to support the financial constraints elicited by the fiscal and monetary policy straightjacket. It thus points out the lack of fiscal transfers between these countries and the dogmatic attitude of the European Central Bank as regards its own policy strategy and objective (s), both of which affect the (un)employment level as well as the degree of financial (in)stability across the euro area. The paper then suggests a way out of this area for those countries whose population cannot support the burden imposed by austerity policies without any foreseeable positive effect for the large majority of the people. It thus proposes the reintroduction of national currencies in these countries, for which the euro will still be available but as a mere supranational currency used by their national central banks only, in order for them to settle international trade and financial-market transactions carried out by residents in their countries. This monetary-structural reform will increase financial stability and employment levels across Europe, thereby inducing positive effects also for public finance.

INDEX

Mots-clés : crise financière, monnaie supranationale, réforme monétaire, système TARGET2, zone euro

Keywords : euro area, financial crisis, monetary reform, supranational money, TARGET2 system

AUTEUR

SERGIO ROSSI

Université de Fribourg, Suisse. sergio.rossi@unifr.ch