

Quel rôle joue l'Eurosystème en ces temps de crise financière ?

J. Boeckx⁽¹⁾

Introduction

Depuis plus de cinq ans déjà, le monde est en proie à une crise économique et financière. Dans la zone euro en particulier, les tensions se sont accrues depuis que les marchés des obligations souveraines de plusieurs pays sont soumis à une pression croissante. Étant donné la relation étroite, dans la zone euro, entre la situation financière des pouvoirs publics nationaux et celle du secteur bancaire résident, cette crise de la dette publique a, dans un certain nombre de pays, exacerbé les problèmes rencontrés par les banques en ce qui concerne l'accès au financement et son coût.

À la suite de la crise financière, les autorités de la zone euro ont dès lors dû faire face à une segmentation des marchés financiers selon les frontières nationales. Ce mouvement a constitué une nette rupture de tendance par rapport à la poursuite de l'intégration financière qui, après le démarrage de la troisième phase de l'UEM, avait permis aux agents économiques de se financer facilement par-delà les frontières nationales. Comme cette désintégration risquait de mettre à mal la stabilité financière et de perturber la bonne transmission de la politique monétaire dans la zone euro, l'Eurosystème a adopté des mesures inédites en matière de fourniture de liquidités. Ces mesures ont été établies afin de limiter les effets financiers et macroéconomiques néfastes – en particulier pour la stabilité des prix – d'un mauvais fonctionnement des marchés financiers. Ce faisant, l'Eurosystème assume un rôle important d'intermédiaire financier pour les banques, et même – dans le contexte d'une segmentation des marchés financiers selon les frontières nationales – pour les secteurs bancaires nationaux.

Le présent article est structuré en quatre volets. Le premier rappelle succinctement les événements clés de la crise économique et financière qui frappe l'économie mondiale – et la zone euro en particulier – depuis l'été de 2007. Il doit permettre au lecteur de situer les actions entreprises par l'Eurosystème depuis la mi-2007 pour garantir la stabilité financière et atteindre ainsi son objectif de stabilité des prix. La motivation de ces actions est exposée dans le deuxième volet. Celui-ci précise par ailleurs les risques que présentent les mesures adoptées pour la banque centrale et aborde la question de savoir dans quelle mesure la politique accommodante de l'Eurosystème induit des effets secondaires néfastes. En raison du lien étroit entre la santé financière des pouvoirs publics et celle du secteur bancaire résident, les marchés financiers se sont segmentés selon les frontières nationales, et l'Eurosystème a progressivement assumé le rôle d'intermédiaire financier pour les pays, constituant pour ceux-ci un amortisseur susceptible de réduire progressivement les déséquilibres extérieurs, comme l'explique le troisième volet. L'Eurosystème donne ainsi aux acteurs concernés le temps de procéder de manière ordonnée aux ajustements structurels nécessaires, afin de limiter autant que possible les répercussions macroéconomiques néfastes qui découleraient d'ajustements trop rapides. Ces ajustements structurels, qui doivent permettre à l'Eurosystème de réduire progressivement son rôle – actuellement prépondérant – d'intermédiaire, font l'objet du quatrième et dernier volet.

(1) L'auteur remercie A. Bruggeman, H. Geeroms et I. Maes pour leurs remarques et leurs suggestions à propos du présent article.

1. Une crise financière en trois phases

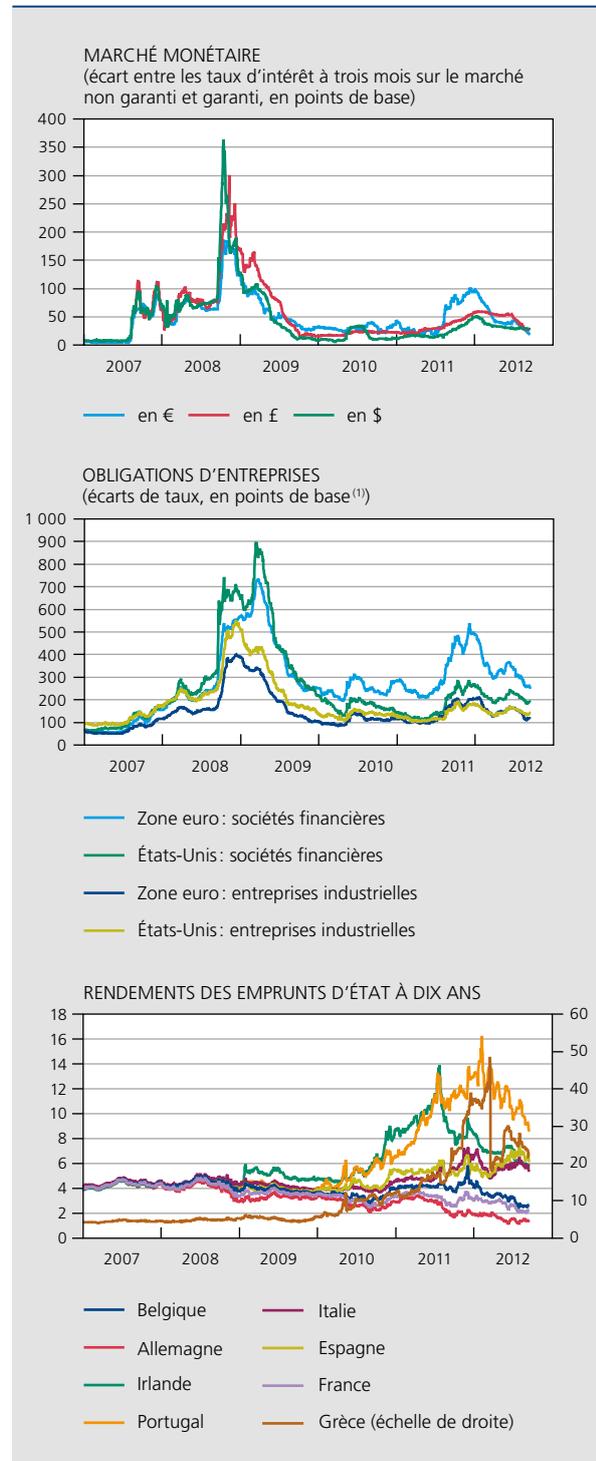
Cette brève section présente un aperçu de la crise économique et financière qui secoue l'économie mondiale depuis cinq ans déjà⁽¹⁾. Elle doit permettre de situer les mesures prises par l'Eurosystème pour contribuer à préserver la stabilité financière et macroéconomique et, en particulier, la stabilité des prix.

Les premiers signes de la crise économique et financière que traversent actuellement le monde et, tout particulièrement, la zone euro se sont manifestés à l'été de 2007 sur les marchés monétaires mondiaux, nourris par les doutes qui s'étaient fait jour quant à la santé de certains opérateurs de marché, en particulier ceux exposés au marché immobilier américain en difficulté. L'incertitude qui s'est emparée des marchés financiers s'est traduite notamment par une forte hausse des écarts entre les taux d'intérêt non garantis et garantis pratiqués par les banques dans leurs opérations interbancaires.

La faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, en septembre 2008, a marqué le début d'une deuxième phase de la crise, caractérisée par une augmentation sans précédent des écarts de taux sur les marchés monétaires des grands centres financiers. Ce mouvement à la hausse a également touché les primes payées par les établissements financiers pour se financer sur les marchés obligataires, une évolution particulièrement prononcée aux États-Unis. Le marché américain a dès lors été considéré comme l'épicentre des turbulences financières. En outre, l'aggravation des tensions survenues sur les marchés financiers n'a pas épargné l'économie réelle, en raison de la perte de confiance des agents économiques à l'échelle mondiale et du net recul du commerce mondial. La grave récession qui s'en est suivie a donc eu une incidence sur les coûts de financement des sociétés non financières. Au cours de cette période de panique financière et de récession, d'importantes mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire ont été prises à l'échelle mondiale (pour un aperçu, cf. par exemple Cordemans et Ide (2012)), tandis que la politique budgétaire suivait également une évolution fortement contracyclique. Bien que cette dernière ait continué de détériorer l'état déjà fragile des finances publiques, il est généralement admis que les actions des autorités monétaires et budgétaires à l'échelle internationale ont écarté une Grande Dépression et permis une reprise relativement rapide de l'économie mondiale (Ide, Boeckx et Cornille, 2009).

Dans le contexte d'une reprise, certes plutôt hésitante, de l'activité économique mondiale et d'une atténuation des turbulences sur les marchés financiers à l'automne

GRAPHIQUE 1 UNE CRISE FINANCIÈRE, ÉCONOMIQUE ET DE LA DETTE PUBLIQUE



(1) Le lecteur trouvera une description plus détaillée des évolutions de ces cinq dernières années en se reportant notamment aux rapports annuels de la Banque des règlements internationaux (BIS, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012b).

de 2009 et au cours de 2010, la zone euro s'est vue confrontée à de nouveaux défis au printemps de 2010. En effet, les tensions apparues à la fin de 2009 sur les marchés des titres publics de certains pays de la zone euro, en particulier celui de la Grèce, se sont muées, en mai 2010, en une véritable panique, annonciatrice d'une troisième phase de la crise économique et financière, celle de la crise de la dette publique. Au cours de cette phase, le financement à des taux soutenables est devenu problématique pour certains émetteurs souverains, et il l'est redevenu pour certaines banques. Il est apparu que la plupart de ces établissements financiers étaient situés dans des pays dont les coûts de financement subissaient de plus en plus de pressions, ce qui illustre le lien étroit qui existe entre la santé financière d'un État et celle du secteur bancaire résident (cf. par exemple Merler et Pisani-Ferry (2012b) et le troisième volet du présent article).

2. Stabilité financière : une condition nécessaire à la stabilité des prix

2.1 Aperçu des mesures adoptées par l'Eurosystème

Entre les premiers symptômes de la crise financière à l'été de 2007 et la publication du présent article, l'Eurosystème a mobilisé un large éventail de ressources pour pouvoir atteindre son objectif premier de maintien de la stabilité des prix dans la zone euro. L'un des éléments essentiels qui ont alimenté les considérations préalables à ces décisions était la conviction que le maintien de la stabilité financière constituait une condition importante de la garantie de stabilité des prix (Papademos, 2009). Une crise financière représente en effet également une menace pour les possibilités de financement du secteur non financier, qui, si elles se dégradent, exercent une pression à la baisse sur l'activité économique et, partant, sur la stabilité des prix. En ce qui concerne la zone euro en particulier, il s'est avéré essentiel d'éviter que des facteurs d'offre ne détériorent trop l'octroi du crédit bancaire, étant donné l'importance de ce canal de financement pour les ménages et les sociétés non financières de la zone euro (BCE, 2009).

L'orientation de la politique monétaire s'est considérablement assouplie tout au long de la crise. Alors que le taux directeur central s'élevait encore à 4,25 % en août 2008, il a été abaissé en plusieurs étapes pour tomber à 0,75 % en juillet 2012. En termes réels également, l'orientation de la politique monétaire est devenue beaucoup plus accommodante, les anticipations d'inflation – telles que mesurées par les résultats de l'enquête réalisée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels – ayant affiché une forte stabilité, en dépit des fluctuations élevées de

l'évolution de l'inflation observée, dues en grande partie aux mouvements des prix des matières premières. L'assouplissement de l'orientation de la politique monétaire contribue à maintenir la stabilité macroéconomique, mais exerce également une incidence positive sur la stabilité financière. La baisse des taux directeurs se traduit en effet également par une diminution des coûts de financement pour les sociétés non financières et les ménages (cf. par exemple Cordemans et de Sola Perea (2011)). Par ailleurs, un environnement macroéconomique plus stable réduit l'exposition des banques aux défauts de paiement, ce qui soutient leur rentabilité et leurs possibilités d'octroi de crédits.

La transmission à l'économie réelle de cette orientation fortement assouplie de la politique monétaire menaçait toutefois d'être perturbée par les turbulences financières, ce qui a décidé l'Eurosystème à instaurer, en plusieurs étapes, une série de mesures regroupées sous le vocable de « politique de soutien renforcé du crédit » (Trichet, 2009). Il s'agit de cinq éléments contribuant tous à soutenir l'octroi de crédits à l'économie réelle. Premièrement, il a été décidé, dans le cadre des opérations de refinancement d'octroi de liquidités, de servir la totalité des soumissions, et ce à un taux fixe, de sorte que l'octroi de liquidités soit entièrement dicté par la demande. Un élargissement de la liste des garanties éligibles est un deuxième élément de la politique de soutien renforcé du crédit, qui permet aux banques solvables de ne pas subir de restrictions dans le cadre de l'obtention des liquidités dont elles ont besoin auprès de l'Eurosystème. Troisièmement, la durée des prêts accordés par l'Eurosystème a été prolongée en plusieurs étapes, pour atteindre une durée maximale de trois ans pour les opérations de décembre 2011 et février 2012. Ainsi, les banques qui éprouvent des difficultés à se financer à plus long terme sur le marché se voient également assurées de bénéficier d'un financement alternatif à plus long terme. L'accès de certaines banques au financement en devises étant devenu impossible ou prohibitif, l'Eurosystème a aussi donné aux banques de la zone euro la possibilité de s'approvisionner auprès de lui en devises, grâce à des lignes de swap qu'il a mises en place avec d'autres banques centrales. Une cinquième mesure a consisté à mettre sur pied deux programmes d'achat d'obligations sécurisées, qui représentent un instrument de financement important pour les établissements financiers de la zone euro. Les marchés des dettes publiques jouant un rôle crucial dans la transmission monétaire, il a également été décidé de procéder à des achats de ces titres sur les marchés secondaires, en cas de graves perturbations du fonctionnement de ces marchés. Ces achats se sont déroulés dans le cadre du programme pour les marchés de titres. Pour de plus amples détails concernant ces mesures, voir BCE (2011a).

À l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE du 6 septembre 2012 a été annoncée la mise en place d'un nouveau programme pour l'achat de titres publics sur le marché secondaire, à savoir les opérations monétaires sur titres (*Outright Monetary Transactions – OMT*). Les principales différences par rapport au programme pour les marchés de titres ont trait aux conditions strictes auxquelles les États doivent satisfaire avant que l'Eurosystème ne procède aux achats, à l'absence de limite ex ante en ce qui concerne l'ampleur des opérations, et à la clarification selon laquelle les achats de l'Eurosystème seront traités de la même manière que ceux des autres créditeurs. Enfin, des informations plus étendues seront publiées concernant les titres publics achetés.

2.2 L'Eurosystème comme intermédiaire pour les banques

L'objectif des mesures de l'Eurosystème décrites ci-dessus est de contribuer à remédier aux difficultés des banques à se financer sur le marché privé. Sous le coup de l'incertitude qui s'était emparée des marchés financiers, les opérateurs de marché sont en effet devenus hésitants à traiter entre eux, alors qu'avant la crise financière, les établissements financiers se prêtaient aisément leurs excédents de liquidités via le marché interbancaire. Par ailleurs, il est également devenu plus difficile pour certains

établissements financiers de se financer auprès d'autres sources privées, telles que l'émission de titres de créance ou la collecte de dépôts auprès de particuliers.

Le graphique 2 illustre un système simplifié de comptes financiers, inspiré par Bindseil et König (2011), qui explicite comment une situation d'incertitude accrue quant à la santé de certaines banques a incité l'Eurosystème à assumer un rôle plus important d'intermédiaire pour les banques: d'un côté, la banque centrale devient prêteur en dernier ressort (*lender of last resort*) pour les banques qui sont perçues comme plus faibles par les marchés et, d'un autre côté, elle absorbe les fonds excédentaires des banques considérées comme plus solides.

L'exemple met en scène les ménages, les sociétés non financières, deux banques commerciales et l'Eurosystème. Les ménages ont vendu une partie de leurs actifs réels aux sociétés non financières et détiennent la contre-valeur de ces ventes sous forme de billets de banque et de dépôts auprès de banques commerciales. Les sociétés non financières exercent leurs activités en allouant à des activités productives les actifs réels qu'elles ont achetés aux ménages. Elles financent ces achats d'actifs à l'aide de crédits octroyés par les banques commerciales. Les deux banques qui opèrent dans ce circuit économique octroient chacune un crédit de même montant aux sociétés non financières. Elles se refinancent toutes deux pour

GRAPHIQUE 2 LE RÔLE RENFORCÉ DE L'EUROSYSTÈME EN QUALITÉ DE CONTREPARTIE CENTRALE POUR LES BANQUES

Ménages			
Actifs réels	10	Patrimoine net	100
Billets	20		
Dépôts auprès de la banque A	55		
Dépôts auprès de la banque B	15		
Sociétés non financières			
Actifs réels	90	Crédit de la banque A	45
		Crédit de la banque B	45
Banque commerciale A			
Crédit aux sociétés non financières	45	Dépôts des ménages	55
Prêt interbancaire à la banque B	$20 - z$	Crédit de l'Eurosystème	$10 - \min(z, 10)$
Avoirs auprès de l'Eurosystème	$\max(z - 10, 0)$		
Banque commerciale B			
Crédit aux sociétés non financières	45	Dépôts des ménages	15
		Crédit de l'Eurosystème	$10 + z$
		Prêt interbancaire de la banque A	$20 - z$
Eurosystème			
Crédit aux banques commerciales	$20 + \max(0, z - 10)$	Billets	20
		Avoirs des banques commerciales	$\max(z - 10, 0)$

un même montant (limité) auprès de la banque centrale, mais la banque A détient davantage de dépôts dans ses caisses que la banque B⁽¹⁾. Dans la situation de départ de cet exemple, qui illustre la situation d'avant la crise financière, le marché interbancaire fonctionne correctement : la banque A prête son excédent de liquidités à la banque B sous la forme d'un prêt interbancaire.

Comme les ménages détiennent des billets, le secteur bancaire est confronté, dans cette économie, à un déficit de liquidités qu'il ne peut refinancer qu'auprès de l'Eurosystème. Ce dernier octroie dès lors un refinancement au secteur bancaire à hauteur de l'encours des billets en circulation, qui, dans cet exemple schématique, correspond au besoin consolidé de liquidités du secteur bancaire. L'exemple présenté fait en effet abstraction d'autres facteurs qui ont une incidence sur ce besoin consolidé de liquidités, comme les réserves obligatoires imposées aux banques commerciales ou les titres détenus par la banque centrale. Dans la situation de départ, aucune des deux banques commerciales ne détient donc d'avoirs en compte courant auprès de la banque centrale.

Si la banque A s'inquiète de la santé financière de sa contrepartie, par exemple en raison de la qualité des actifs que celle-ci a inscrits à son bilan ou de sa forte dépendance au financement interbancaire, elle peut décider de réduire le prêt interbancaire qu'elle octroie à la banque B, le cas échéant pour un montant de z . Ce tarissement subit du financement interbancaire oblige la banque B, soit à réduire l'actif de son bilan, soit à se tourner vers d'autres sources de financement. La première option peut avoir des répercussions macroéconomiques considérables, les établissements financiers étant alors contraints de suspendre leur octroi de crédits à l'économie réelle, comme ce pourrait être le cas dans l'exemple présenté, ou de vendre des titres. Ces ventes précipitées (*fire sales*) peuvent leur occasionner d'importantes pertes puisque les prix des titres plus risqués affichent généralement un cours déprécié en période de panique financière. Par ailleurs, de telles circonstances sont susceptibles d'enclencher un cercle vicieux : la réévaluation à la valeur de marché des actifs dont le prix a chuté crée une nouvelle vague de ventes précipitées, lesquelles poussent à nouveau les cours à la baisse (cf. également Shleifer et Vishny (2011)).

Pour éviter ces effets indésirables sur l'environnement macroéconomique, l'Eurosystème accorde, en situation de crise financière, des crédits supplémentaires à la banque B : le cas échéant, le montant s'élève à z , la partie du prêt interbancaire que la banque A ne souhaite plus renouveler. Parallèlement, la banque A se retrouve d'abord avec un excédent de liquidités qui lui permet de réduire le refinancement dont elle bénéficie auprès

de l'Eurosystème. Tant que la réduction des prêts interbancaires par la banque A, à hauteur de z , est inférieure à son refinancement initial auprès de l'Eurosystème, à hauteur de 10, la diminution des crédits de l'Eurosystème à la banque A compense le recours accru à la banque centrale comme source de financement par la banque B. Dans ce cas, le bilan de la banque centrale ne s'accroît donc pas. En revanche, si le prêt interbancaire diminue de plus de 10, la banque A dispose, après avoir éliminé complètement son recours au refinancement de la banque centrale, d'un excédent de liquidités qu'elle va confier à la banque centrale. Dans l'exemple, il en résulte une augmentation des avoirs des banques commerciales auprès de l'Eurosystème, sous la forme d'avoirs en compte courant qui s'empilent en sus des réserves obligatoires, ou de recours à la facilité de dépôt. En effet, jusqu'au 11 juillet 2012, ce dernier rapportait encore une petite rémunération, contrairement aux réserves excédentaires en compte courant, non rémunérées (cf. également Boeckx et Ide (2012)). Réuni le 5 juillet 2012, le Conseil des gouverneurs de la BCE a abaissé les taux directeurs de 25 points de base, ce qui a ramené le taux de la facilité de dépôt à 0 %. Ce faisant, le compte courant et la facilité de dépôt sont devenus équivalents sur le plan du rendement.

Cet exemple, que l'on peut aisément enrichir d'autres types de chocs dans le financement privé, tels que des difficultés à émettre des titres de créance, ou une sortie de dépôts de particuliers, avec des répercussions similaires sur le bilan de la banque centrale, illustre la manière dont les turbulences financières peuvent amener l'Eurosystème à assumer un rôle plus important d'intermédiaire pour les banques. Si les chocs de liquidités touchant des banques individuelles sont importants, cela peut en outre se traduire par un accroissement du bilan de la banque centrale, du fait que l'Eurosystème, d'une part, fournit davantage de liquidités à certaines banques et, d'autre part, donne la possibilité à des banques disposant d'un excédent de liquidités de le lui confier.

Les données bilancielle agrégées pour le secteur des institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro (à l'exclusion de l'Eurosystème) montrent effectivement que la tendance suivie par les prêts interbancaires s'est inversée à l'automne de 2008⁽²⁾. Après la hausse annuelle

(1) Dans cet exemple, tant la banque A que la banque B se refinancent auprès de l'Eurosystème, bien que la première ne doive pas le faire à proprement parler, puisqu'elle dispose d'une base de dépôts suffisante pour financer ses actifs. Cependant, il se peut par exemple que la banque B, contrairement à la banque A, ne dispose pas de garanties appropriées en suffisance pour se refinancer dans une plus large mesure auprès de la banque centrale. Dans ce cas, elle peut obtenir un financement sur le marché interbancaire non garanti auprès de la banque A, qui peut ainsi exercer une activité potentiellement rentable en faisant office de *money center* pour la banque B (cf. également Cassola, Holthausen et Lo Duca (2010)).

(2) Il convient d'interpréter ces données agrégées des IFM avec une certaine prudence, ces prêts entre IFM comprenant également des opérations au sein de groupes bancaires, de sorte que les restructurations de grandes banques, par exemple, peuvent influencer les statistiques (BCE, 2010).

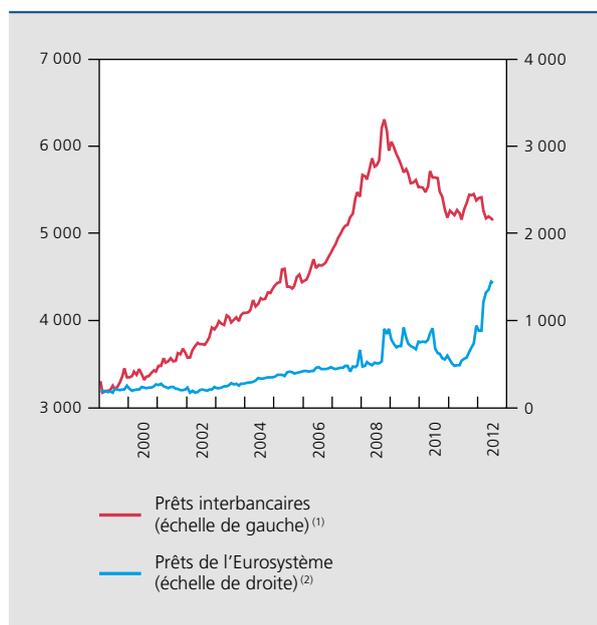
moyenne d'environ 11 % des crédits octroyés par des IFM à d'autres IFM entre le premier trimestre de 2006 et le troisième trimestre de 2008, l'octroi de crédits interbancaires a enregistré depuis lors une baisse annuelle moyenne de près de 3 %, en dépit de quelques périodes (plutôt brèves) au cours desquelles la disposition des banques à se prêter des liquidités entre elles a connu un certain regain. Cette baisse progressive de l'encours interbancaire reflète donc une méfiance persistante entre les établissements financiers.

La contrepartie de ce mauvais fonctionnement du marché interbancaire, mais aussi des difficultés qu'éprouvent certaines banques à se financer auprès d'autres sources privées, est le recours accru au refinancement par l'Eurosystème, en forte hausse dans la foulée de la faillite de Lehman Brothers. La somme des montants octroyés via les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme, du recours à la facilité de prêt marginal et des autres créances en euros que détient l'Eurosystème sur les banques résidentes (en particulier la FLU) a progressé de 503 milliards d'euros en moyenne au cours des neuf premiers mois de 2008,

pour atteindre 883 milliards d'euros au dernier trimestre de 2008. À l'échéance, en juin 2010, de la première opération de refinancement d'une durée d'un an, le recours à l'Eurosystème comme source de financement a amorcé une tendance à la baisse. La recrudescence de la crise de la dette publique à partir de la mi-2011 a toutefois fait repartir à la hausse le refinancement auprès de l'Eurosystème, notamment à la suite des deux opérations de refinancement à plus long terme de décembre 2011 et février 2012, qui ont garanti aux banques de la zone euro un financement total de 1,1 milliard d'euros pour une durée de trois ans. Ce faisant, les banques ont effectivement été placées en mesure de financer leurs activités pour les trois années à venir à des conditions attrayantes. À la suite de la conduite de ces deux opérations de refinancement à plus long terme, l'encours des prêts interbancaires a dès lors connu un nouveau recul, les banques ayant alloué une partie de ces fonds à la réduction de leur dépendance au financement interbancaire. En effet, elles sont ainsi moins dépendantes des conditions parfois volatiles du marché interbancaire, et bénéficient de cette manière d'un peu de répit pour procéder aux adaptations nécessaires de leurs bilans.

GRAPHIQUE 3 PRÊTS INTERBANCAIRES DANS LA ZONE EURO ET PRÊTS DE L'EUROSYSTÈME

(en milliards d'euros, données mensuelles)



Sources : BCE, Thomson Reuters Datastream et calculs propres.

(1) Le montant des prêts interbancaires est la différence entre, d'une part, les dépôts détenus auprès des IFM, hors Eurosystème, par d'autres IFM (y compris l'Eurosystème) de la zone euro et, d'autre part, la somme des postes « concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro » et « autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro » de la situation financière consolidée de l'Eurosystème.

(2) La série correspond à la somme des postes « concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro » et « autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro » de la situation financière consolidée de l'Eurosystème.

2.3 Quels sont les risques liés à ces mesures de la banque centrale ?

Les mesures de l'Eurosystème décrites ci-dessus impliquent des risques, comme c'est le cas pour de nombreuses autres banques centrales ayant entrepris des actions similaires mais axées sur les besoins spécifiques de leur économie. D'une part, la fourniture accrue de liquidités au secteur financier s'accompagne inévitablement de risques financiers plus importants pour la banque centrale, alors que, d'autre part, le rôle renforcé qu'elle assume afin de soutenir la stabilité macroéconomique et financière est susceptible d'entraîner des effets secondaires indésirables qui s'accompagnent d'un coût social à plus long terme.

2.3.1 Risques financiers pour la banque centrale

Selon Bindseil (2011), une banque centrale est confrontée à un arbitrage (*trade-off*) entre, d'une part, le confort qu'elle offre aux établissements financiers en matière de fourniture de liquidités et, d'autre part, la limitation des risques financiers qu'elle inscrit à son bilan. En effet, en se positionnant comme contrepartie centrale entre les banques lors d'une crise financière et en accordant ainsi des liquidités en suffisance aux établissements financiers, la banque centrale place sur son bilan des risques financiers dont le secteur privé ne veut pas, du moins temporairement. Ce point de vue a déjà été formulé au dix-neuvième siècle par des auteurs comme Bagehot

(1873). Lors d'une crise financière, une banque centrale a toutefois de bonnes raisons de proposer aux banques un soutien suffisant en matière de liquidité et, ainsi, de tolérer davantage de risques financiers à son bilan (Bindseil, 2011).

En raison de la crise financière, le secteur privé n'est plus disposé à assumer certains risques. Si, en pareille situation, la banque centrale n'était pas davantage disposée à inscrire plus de risques sur son bilan, afin de limiter ses pertes éventuelles, il est fort probable que l'économie évoluerait vers un *bad equilibrium*, où la perte finale pour toutes les parties, dont la banque centrale, s'avérerait plus importante. Même dans les cas moins extrêmes, les externalités négatives des problèmes de liquidité des établissements financiers, comme les ventes précipitées ou la réduction trop brutale de l'octroi de crédits à l'économie réelle, peuvent être considérables et empêcher la banque centrale d'atteindre son objectif. En effet, dans le cas de l'Eurosystème, une panique financière généralisée à la suite de problèmes de liquidité auprès d'une partie du secteur bancaire aurait de graves incidences négatives sur l'activité économique et s'accompagnerait donc de pressions bassières sur la stabilité des prix. Par ailleurs, la banque centrale est le seul agent économique qui ne peut être touché par des problèmes de liquidité, puisqu'elle a le monopole de l'émission de l'instrument de paiement le plus liquide, la base monétaire. C'est pourquoi il est raisonnable qu'une banque centrale débloque temporairement des quantités accrues de liquidités en échange d'actifs moins liquides lorsque le secteur privé préfère soudainement réduire son exposition à des actifs moins liquides.

En outre, l'Eurosystème applique certaines mesures de gestion des risques découlant de la fourniture de liquidités. Il s'agit tout d'abord de couvrir toutes les opérations par des garanties appropriées auxquelles sont appliquées des décotes (*haircuts*). Une décote de 10 %, par exemple, signifie que les banques qui remettent des garanties d'une valeur de marché de 100 euros n'ont droit qu'à un refinancement à concurrence de 90 euros. Par ailleurs, les banques sont également tenues de fournir, dans le cadre du système d'appels de marge (*margin calls*), des garanties supplémentaires si la valeur de marché des garanties déposées diminue pendant la durée d'une opération. Enfin, des limites sont appliquées à l'utilisation de titres de créance non sécurisés. On voit ainsi que le renforcement des mesures de gestion des risques financiers s'accompagne en principe d'un resserrement des conditions de fourniture de liquidités. C'est donc à la banque centrale de déterminer, en fonction de ses préférences et des conditions qui prévalent, quelle combinaison de risques financiers et de confort en matière de liquidité elle choisit parmi l'éventail des possibilités réalistes (Bindseil, 2011).

À cet égard, il convient de souligner que, depuis le début de la crise financière, l'Eurosystème a modifié différents aspects de sa politique en matière de garanties. Globalement, l'on peut dire que depuis l'aggravation de la crise financière en septembre 2008, il a continué à élargir la liste déjà longue des garanties éligibles, tout en appliquant des décotes élevées à certains actifs considérés comme plus risqués. L'Eurosystème peut ainsi moduler plus subtilement son exposition aux risques et atteindre la combinaison qu'il estime optimale entre soutien à la liquidité et exposition aux risques.

2.3.2 Effets secondaires négatifs de la persistance d'une politique monétaire souple

Le rôle renforcé qu'ont joué les banques centrales à l'échelle mondiale, qui a pris la forme d'une politique de taux d'intérêt bas sur une longue période et d'un rôle marqué d'intermédiaire financier dans l'économie, peut, par ailleurs, faire naître d'autres menaces que les risques purement financiers évoqués ci-dessus. En effet, plusieurs auteurs et dirigeants (cf. par exemple Hannoun (2012)) indiquent que les possibilités qui s'offrent aux responsables de la politique monétaire pour résoudre les problèmes actuels ne sont pas illimitées et que les mesures exceptionnelles en matière de politique monétaire peuvent s'accompagner d'effets secondaires indésirables. À plus long terme, ces derniers pourraient ainsi confronter les banques centrales, mais aussi les autres agents économiques, à de nouveaux défis potentiellement plus importants que ceux qui se posent actuellement. S'agissant des banques centrales en particulier, le risque existe que leur réputation soit écornée si les attentes quant aux résultats de leur politique sont excessivement optimistes et ne peuvent dès lors être satisfaites.

Cordemans et Ide (2012) mentionnent un large éventail de risques potentiels qui peuvent accompagner une politique monétaire accommodante sur le plus long terme. Il existe certains risques inhérents au secteur bancaire qui sont la conséquence plus ou moins directe de la politique de faibles taux d'intérêt et des bilans alourdis des banques centrales. Il y a d'abord le risque d'un assainissement insuffisant du bilan des établissements financiers. Bien que les actions de l'Eurosystème visent à éviter l'ajustement trop brutal du bilan des banques commerciales, il y a tout de même lieu de procéder à des ajustements progressifs. En particulier, les banques doivent renforcer leurs fonds propres pour mieux résister aux chocs et être moins dépendantes de la volatilité du financement par endettement. Or, en raison des faibles taux d'intérêt et de l'accès facilité aux liquidités de la banque centrale, il se peut que les banques reportent ces augmentations de capital, d'autant que le capital

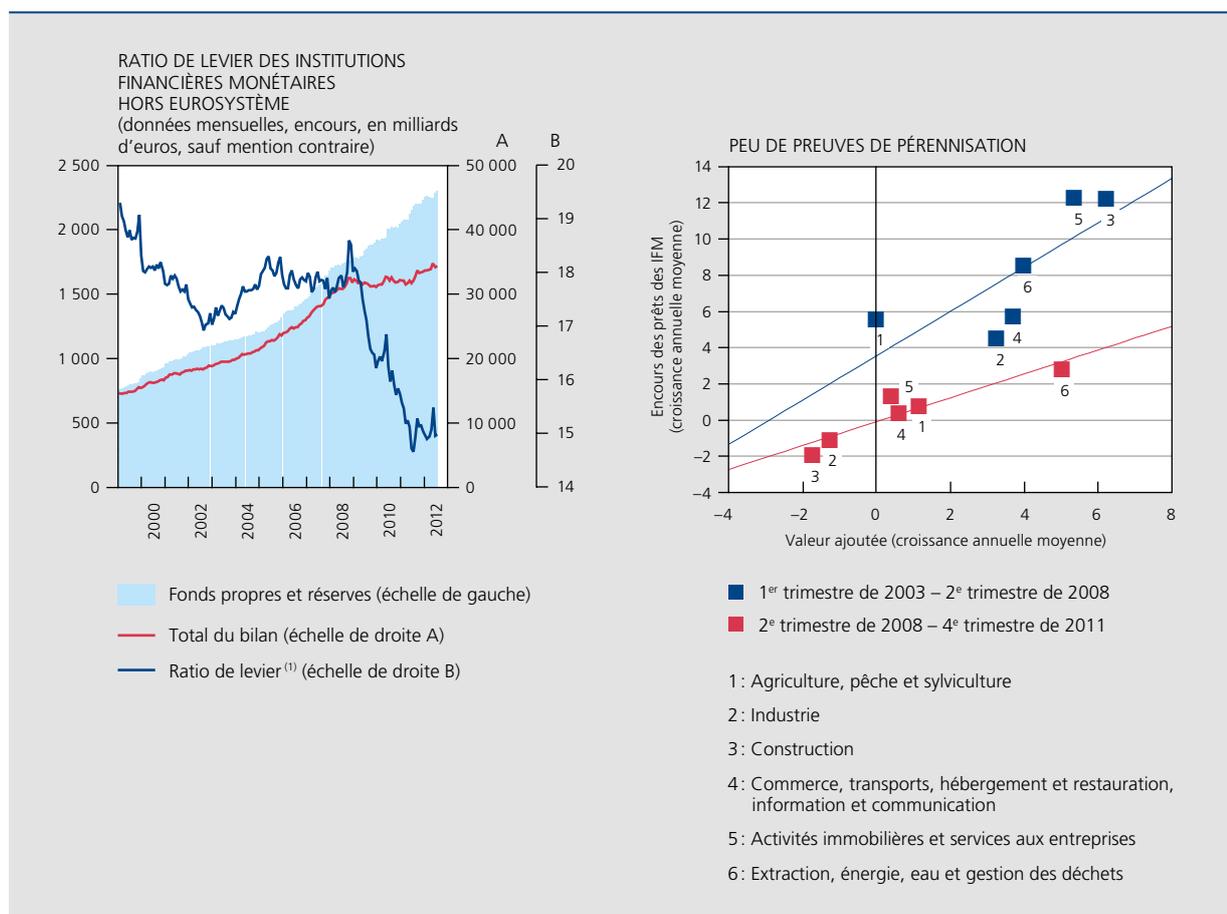
bancaire est onéreux dans un contexte de cours déprimés des valeurs financières.

Les données jusqu'à la mi-2012 incluse suggèrent cependant que ce risque ne s'est pas encore concrétisé. En effet, le ratio de levier du secteur bancaire de la zone euro est revenu d'environ 18,5 au dernier trimestre de 2008 à près de 15 au cours des six premiers mois de 2012. Selon cet étalon, le secteur bancaire de la zone euro n'a, depuis le début de la troisième phase de l'UEM, jamais été si peu tributaire du financement par endettement. Cette modération du ratio de levier résulte d'une hausse moins prononcée du bilan agrégé total du secteur bancaire, mais surtout de la levée de nouveaux capitaux. Dans les plans de recapitalisation que les banques ont soumis en janvier 2012 à l'ABE, elles en avaient d'ailleurs fait état et, d'après les résultats de ce cycle de recapitalisation publiés en juillet 2012, il s'avère que le renforcement du taux de capitalisation des grandes banques européennes s'est produit, à concurrence de 76 % environ, grâce à des mesures

renforçant le capital, de sorte que les mesures concernant les actifs des banques ont apporté une bien moindre contribution (EBA, 2012). De plus, l'analyse montre que ces dernières mesures n'ont eu que des répercussions limitées sur les prix des actifs ou l'octroi de crédits, les activités de financement s'étant déplacées, en partie du moins, vers d'autres acteurs financiers (BIS, 2012a).

Deuxièmement, il faut signaler qu'une politique monétaire accommodante – en ce qui concerne tant l'orientation de la politique monétaire que les conditions liées à la fourniture de liquidités – est susceptible d'inciter les banques commerciales à ne pas amortir les crédits problématiques mais plutôt à proposer aux emprunteurs de prolonger leurs prêts à des taux peu élevés (BIS, 2012b). En effet, la faiblesse des taux leur permet de refinancer leur encours de crédit avec une charge d'intérêt limitée et des amortissements de capital réduits. Les banques peuvent ainsi reporter la reconnaissance de pertes, ce qui soutient leur rentabilité à court terme. Cette pratique présente

GRAPHIQUE 4 AJUSTEMENTS STRUCTURELS APRÈS L'ÉCLATEMENT DE LA CRISE FINANCIÈRE



Sources : BCE, Eurostat, Thomson Reuters Datastream et calculs propres.

(1) Le ratio de levier est calculé comme étant le rapport entre le total du bilan et les fonds propres plus les réserves.

deux inconvénients au moins. Premièrement, elle induit le risque d'une allocation non optimale des octrois de crédits à l'économie, donc de pertes d'efficacité. Deuxièmement, cette pratique risque de couper les banques de leurs sources de financement privé si des contreparties doutent de la qualité des actifs de la banque face à un manque de transparence quant à l'ampleur de ces renouvellements de crédits à des emprunteurs peu solvables.

La littérature traitant de l'ampleur de ce phénomène de « pérennisation » des prêts dans la zone euro durant la crise financière actuelle est limitée, contrairement à celle relative à la période de faiblesse persistante des taux d'intérêt nominaux au Japon. En effet, Caballero, Hoshi et Kashyap (2008), parmi d'autres, montrent que des entreprises insolubles ont continué à bénéficier de crédits, ce qui a pesé sur la rentabilité des entreprises plus saines – donc également sur leur accès au marché, leurs investissements et leur contribution à la création d'emplois. S'agissant de la zone euro, Albertazzi et Marchetti (2010) indiquent que la pérennisation de prêts par des banques italiennes de plus petite taille et moins fortement capitalisées peut avoir joué un rôle dans les six mois qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers. L'OCDE (2012) estime que, pour une série d'économies européennes, la part des prêts non performants dans l'encours total des prêts en 2009 est comparable à celle relevée au début des années 2000, en dépit d'une situation conjoncturelle nettement plus favorable pendant cette dernière période. Ce constat peut s'expliquer par une meilleure gestion des risques, mais peut également traduire une réticence de la part des banques à essayer des pertes sur des prêts douteux.

Quatre ans après l'aggravation de la crise économique, il semble judicieux de vérifier au moyen d'un exercice simple si des signes montrent qu'en raison de l'orientation accommodante de la politique monétaire, les crédits ont continué à affluer dans des branches d'activité peu performantes, au détriment de branches d'activité à plus forte croissance. Pour ce faire, l'on étudie la relation entre la croissance annuelle moyenne de la valeur ajoutée d'un échantillon de six branches d'activité et celle des crédits qui leur ont été accordés, et ce tant pour une période de cinq ans environ avant l'éclatement de la crise que pour une période de trois ans environ après la faillite de Lehman Brothers. Il ressort de cette analyse qu'il existait avant la crise une relation fortement positive entre la croissance économique affichée par une branche d'activité et les crédits octroyés à celle-ci. Le secteur de la construction et la branche comprenant les activités immobilières et les services aux entreprises, en particulier, ont présenté une vive progression des deux variables. Pendant la période de crise, ces branches d'activité ont toutefois connu un retournement : la croissance annuelle moyenne

de la branche englobant les activités immobilières et les services aux entreprises est revenue à quelque 0,4 %, alors que la valeur ajoutée du secteur de la construction a même diminué entre le deuxième trimestre de 2008 et la fin de 2011. La pérennisation semble avoir été peu répandue au cours de cette période : ces branches d'activité ont également été confrontées à une baisse ou à une croissance nettement moins soutenue des crédits accordés. Ce sont les branches d'activité à plus forte croissance qui se sont quant à elles vues accorder davantage de crédits. Il convient cependant d'indiquer que le coefficient de régression et la constante sont moindres qu'avant la période de crise, un mouvement conforme à un effet d'offre sur l'octroi de crédits dans la zone euro.

Troisièmement, la forte progression du recours à la banque centrale comme source de financement risque d'accentuer le problème posé par les actifs grevés par des sûretés (ECB, 2012b). Dès la phase initiale de la crise financière, un glissement des opérations non garanties vers des opérations garanties a été observé sur le marché interbancaire (ECB, 2012a). Bien que ce mouvement ait permis aux banques de continuer à se financer sur le marché, ce recours accru au financement garanti risque de compliquer un retour sur le marché non garanti. En effet, puisqu'une plus grande part des actifs d'un établissement financier est ainsi grevée par des sûretés, il ne reste qu'une part réduite d'actifs pour rembourser les prêts non garantis en cas de défaut de paiement de cet établissement. Ce problème est encore exacerbé par les actions de l'Eurosystème. Tout refinancement sollicité par les banques auprès de l'Eurosystème doit être assorti d'un nantissement. Par ailleurs, l'Eurosystème a mis en place deux programmes pour l'achat d'obligations sécurisées, ce qui a relancé le marché des titres de créance sécurisés. L'augmentation consécutive d'émissions primaires de ces instruments (ECB, 2012a) entraîne à son tour le blocage d'une part plus importante d'actifs des banques à des fins de nantissement. Le FMI (IMF, 2012b) indique en effet que la part des actifs bancaires grevés par des sûretés est passée de quelque 8 % à 10 % entre 2007 et février 2012 dans la zone euro, des hausses nettement plus élevées ayant même été observées dans certains pays durement touchés par la crise.

Enfin, il y a des évidences selon lesquelles certaines banques ont utilisé les liquidités fournies par l'Eurosystème pour financer des achats de titres publics, en particulier de titres de créance émis par les pouvoirs publics nationaux (IMF, 2012a). Tel a certainement été le cas au terme des deux opérations d'une durée de trois ans effectuées à la fin de 2011 et au début de 2012. De cette manière, la possible contagion entre administrations publiques et secteur bancaire résident risque de s'accroître encore.

3. Le rôle d'amortisseur de l'Eurosystème dans l'assainissement des déséquilibres extérieurs au sein de la zone euro

3.1 D'une crise bancaire à une crise au niveau des pays

Tant le secteur bancaire résident que les administrations publiques de différents pays de la zone euro présentaient une situation financière fragile dès le début de la crise financière. Cette vulnérabilité ne peut être dissociée des déséquilibres macroéconomiques extérieurs constitués par ces pays durant les dix premières années d'existence de l'union monétaire. En effet, la décennie précédant la crise financière a vu, dans plusieurs pays de la zone euro, l'endettement brut du secteur des administrations publiques, du secteur privé ou des deux, selon le pays considéré, se détériorer. Cette situation a rendu ces pays très dépendants du financement extérieur⁽¹⁾, un processus dans lequel le secteur bancaire résident a joué un rôle majeur.

Dans le contexte d'une dégradation de leur compétitivité – qui s'est notamment traduite par une augmentation plus rapide des coûts salariaux par unité produite – et d'une progression notoire de la demande intérieure, certains pays de la zone euro – comme le Portugal et la Grèce – ont présenté un solde négatif persistant du compte courant et une détérioration de leur position extérieure nette (De Prest, Geeroms et Langenus, 2012). D'autres pays – dont l'Irlande – ont affiché des déficits moins prononcés de leur compte courant, tout en étant aussi, dans une large mesure, dépendants du financement extérieur. Ceci s'explique par les substantiels flux de capitaux transfrontaliers liés à un important secteur financier opérant à l'étranger. Dans la suite du texte, tous les pays de la zone euro qui dépendent fortement du financement extérieur – y compris dès lors l'Irlande – sont qualifiés de pays en déficit. À l'inverse, plusieurs autres pays de la zone euro ont connu une nette amélioration de leur compétitivité, ce qui, conjugué à une croissance très modérée de la demande intérieure, leur a permis d'enregistrer d'importants excédents du compte courant et de jouir d'une forte position de créancier net.

Au cours des premières années de la troisième phase de l'UEM, l'intégration financière dans la zone euro s'est considérablement intensifiée, et les pays en déficit n'ont guère éprouvé de difficultés à se financer sur les marchés financiers internationaux, les surplus d'épargne dans les pays en excédent leur étant rapidement transférés. Cette intégration financière accrue revêtait plusieurs formes (ECB, 2012a). La détention transfrontalière d'actions

et autres valeurs mobilières augmentait, tandis que les banques intensifiaient leurs prêts au secteur non financier d'autres pays de la zone euro, même si ce dernier phénomène restait plutôt limité⁽²⁾. Enfin, les banques se sont également financées de plus en plus auprès de contreparties d'autres pays de la zone euro, par exemple au moyen de dépôts interbancaires ou d'émissions de dettes bancaires. Les investissements directs étrangers, qui constituent généralement une source stable de financement extérieur, n'ont cependant représenté qu'une part limitée du financement des pays en déficit (EC, 2006).

À mesure que s'aggravait la crise financière, l'intégration financière dans la zone euro a toutefois commencé à se lézarder. Les intervenants de marché se sont en effet mis à douter de la soutenabilité des dettes de certains pays, en particulier celles des administrations publiques. De fait, dans certains pays de la zone euro, la crise financière n'est pas restée sans conséquences pour les finances publiques déjà fragilisées avant le début des turbulences financières. En réaction à la profonde récession qui a fait suite à la faillite de Lehman Brothers, les pouvoirs publics ont mené une politique budgétaire contracyclique, tout en étant contraints de soutenir financièrement leurs banques résidentes. En l'absence d'une structure européenne idoine, le secteur bancaire résident se tourne effectivement dans une large mesure vers les pouvoirs publics nationaux pour obtenir des mesures d'assistance financière. Avec comme corollaire que des problèmes qui touchent le secteur bancaire sont susceptibles d'hypothéquer la bonne santé financière des administrations publiques.

L'influence entre ces deux secteurs est en outre réciproque. Les titres publics représentent généralement une part importante des actifs détenus par les banques. Cette classe d'actifs est en effet considérée comme sûre, comme en témoigne la faible pondération en matière de risque que lui ont accordée les régulateurs et les intervenants de marché. Après l'aggravation de la crise financière à l'automne de 2008, les banques de la zone euro ont donc – au vu de ce profil peu risqué – accru leur exposition aux titres publics, alors qu'elles l'avaient réduite durant les années précédentes. De plus, pendant la première phase de la crise, la part des titres souverains nationaux dans la détention totale de titres a augmenté (ECB, 2012a). De ce fait, le secteur bancaire résident est

(1) Un recours élevé au financement extérieur en cas de chocs ou dans une phase de rattrapage est naturellement une bonne chose du point de vue de la prospérité. L'absence d'un risque de change et l'incidence positive que cela implique sur l'intégration financière étaient dès lors un incitant-clé à la mise sur pied de l'UEM. Une intégration financière accrue doit, à son tour, permettre aux agents économiques de diversifier les risques sur un marché plus étendu et d'optimiser la répartition temporelle de la consommation. Des indices montrent toutefois que les entrées de capitaux n'ont pas été utilisées uniquement pour réagir à des chocs temporaires ou pour réaliser des investissements productifs, mais qu'elles ont aussi été motivées par des facteurs moins favorables (EC, 2006).

(2) Au cours du premier trimestre de 2009, la part des prêts transfrontaliers consentis par des IFM à des non-IFM au sein de la zone euro a atteint un sommet modeste à 5,4 %.

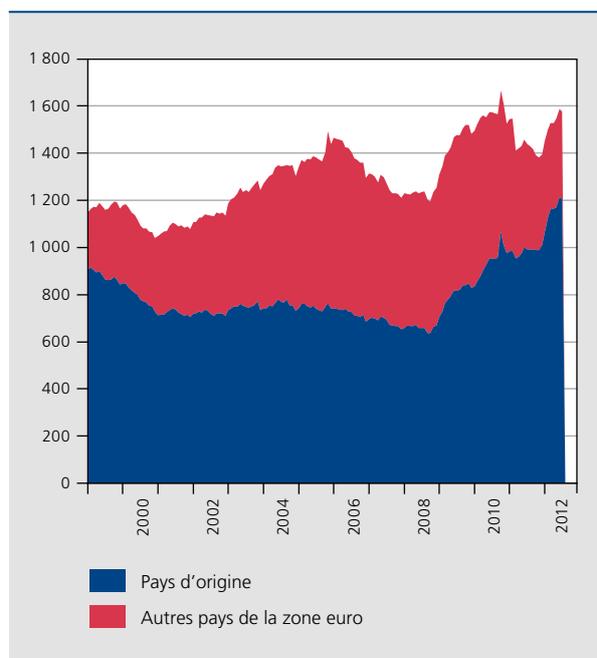
devenu directement vulnérable face à une dégradation de la santé financière des administrations publiques, étant donné qu'un recul du cours des titres publics entraînait des pertes pour les banques et compliquait leur accès au financement sur le marché garanti. Les obligations d'État constituent en effet une catégorie importante de garanties sur ce marché. Par ailleurs, une contagion plus indirecte peut également opérer entre les administrations publiques et le secteur bancaire résident. Si des investisseurs estiment, sur la seule base de la situation budgétaire précaire des administrations publiques d'une juridiction donnée, que les établissements financiers y sont moins solides, cela peut déclencher un processus auto-alimenté et auto-affirmatif qui menace l'accès de ces établissements au financement de marché. Merler et Pisani-Ferry (2012b) ont estimé au moyen des notations des contrats CDS que, contrairement aux États-Unis, le lien entre le risque perçu de défaut de paiement des banques, d'une part, et des administrations publiques, d'autre part, s'était renforcé depuis le début de 2011 dans la zone euro.

Du fait de l'étroite relation entre les administrations publiques et les banques résidentes, il n'est désormais plus question de banques individuelles fragiles, mais bien

de secteurs bancaires nationaux vulnérables. La crise de la dette publique s'est donc doublée d'une aggravation de la crise bancaire, les prêteurs étrangers doutant de plus en plus de la santé financière d'un certain nombre de secteurs bancaires nationaux. Cette incertitude quant à la solvabilité des banques a en outre été nourrie par le rôle-clé des banques de plusieurs pays en déficit dans le financement international des dettes constituées par le secteur privé. La crise bancaire s'est dès lors progressivement muée en une crise au niveau des pays, les distinctions opérées par les intervenants de marché entre banques perçues comme financièrement saines et celles perçues comme moins saines se calquant de plus en plus sur les frontières nationales.

Il s'est donc produit un retournement dans l'intégration financière, qui s'est accéléré lors de l'aggravation de la crise de la dette publique en 2011 (ECB, 2012a). Les agents économiques ont en effet voulu réduire leur exposition aux pays vulnérables, selon des modalités qui se sont réalisées relativement vite, puisque le financement extérieur s'était dans une large mesure logé dans des prêts interbancaires ou des instruments de dette négociables, pour la plupart à court terme. Le retournement soudain et particulièrement marqué des flux de capitaux au sein de la zone euro est dès lors qualifié par plusieurs auteurs de crise de la balance des paiements (Ifo, 2012) ou *sudden stops* (Merler et Pisani-Ferry, 2012a).

GRAPHIQUE 5 INSTRUMENTS DE DETTE ÉMIS PAR LES POUVOIRS PUBLICS DE LA ZONE EURO ET DÉTENUS PAR DES IFM DANS LA ZONE EURO (À L'EXCLUSION DE L'EUROSYSTÈME)⁽¹⁾
(données mensuelles, milliards d'euros)



Source : BCE.

(1) Le graphique présente respectivement les instruments de dette détenus par le secteur bancaire d'un pays qui ont été émis par les pouvoirs publics de ce pays et les instruments de dette détenus qui ont été émis par les pouvoirs publics des autres pays de la zone euro.

3.2 L'Euroystème comme intermédiaire entre les pays

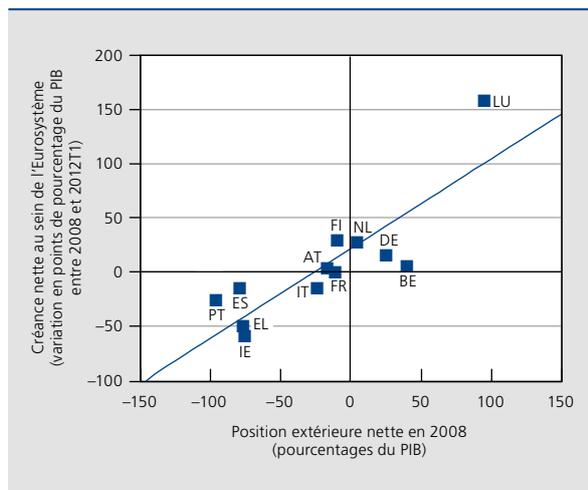
En raison de cette segmentation des marchés financiers selon les frontières nationales, les secteurs bancaires de plusieurs pays ont été plus que jamais tentés de recourir au financement de l'Euroystème pour remplacer un financement privé qui se tarissait. De fait, bon nombre d'établissements financiers de pays aux fondamentaux économiques plus robustes n'ont plus souhaité renouveler leur octroi de crédit à ces pays et ont choisi de placer les liquidités rapatriées en sûreté auprès de la banque centrale et d'en supporter le coût d'opportunité⁽¹⁾. Comme exposé dans l'encadré, cette situation a engendré des créances et des engagements considérables de BCN au sein de l'Euroystème, en contrepartie, d'une part, de la hausse de l'octroi de liquidités au secteur bancaire résident en compensation de l'assèchement du financement privé dans les pays en déficit et, d'autre part, du rôle de la banque centrale comme contrepartie sûre pour

(1) Les avoirs que les banques commerciales détiennent sur leur compte courant auprès de l'Euroystème en sus des réserves obligatoires ne sont en effet pas rémunérés, alors que le recours à la facilité de dépôt ne rapporte également qu'un taux limité (Boeckx et Ide, 2012). Cette dernière rémunération a même été ramenée à zéro depuis la septième période de constitution des réserves de 2012 qui a débuté le 11 juillet.

le placement de l'excédent de liquidités dont disposent les banques des pays en excédent et qu'elles ne souhaitent pas prêter aux banques des pays en déficit.

Ce faisant, l'Eurosystème se positionne – parallèlement à la segmentation accrue des marchés financiers selon les frontières nationales – de plus en plus entre les secteurs bancaires nationaux, et non plus entre les banques individuelles dispersées dans la zone euro, comme c'était plutôt le cas durant les premières phases de la crise financière. Tout comme pour les banques individuelles, un tel rôle d'intermédiation permet d'éviter que les pays confrontés à un assèchement soudain de flux de capitaux privés ne se voient contraints de réduire brusquement leurs transactions étrangères, ce qui s'accompagnerait de turbulences macro-économiques et financières – potentiellement très fortes. En agissant de la sorte, l'Eurosystème a également soutenu la stabilité financière dans les pays en excédent, puisqu'ils ont pu réduire de manière assez confortable leur exposition aux pays en déficit, c'est-à-dire sans être confrontés à des difficultés de remboursement de la part d'établissements financiers en proie à des chocs de liquidité.

GRAPHIQUE 6 POSITIONS EXTÉRIURES NETTES ET POSITIONS INTRA-EUROSYSTÈME



Sources : Eurostat, Thomson Reuters Datastream et calculs propres.

Encadré – Créances et engagements au sein de l'Eurosystème durant la crise financière

Pendant la crise, les créances et engagements que les BCN ont constitués vis-à-vis de l'Eurosystème ont fait l'objet d'intenses discussions (cf. par exemple Ifo (2012) ou Bindseil et König (2011)). Ces discussions portaient essentiellement sur les soldes substantiels des BCN dans le cadre de TARGET2. Le présent encadré explique ce qu'est TARGET2, se penche sur la constitution de ces importantes positions de BCN individuelles et s'interroge sur l'interprétation à faire de ces soldes.

TARGET2 est le système de paiement géré par l'Eurosystème. Il permet aux établissements financiers de la zone euro d'effectuer des paiements transfrontaliers en monnaie de banque centrale. Bien que les intervenants de marché ne soient pas tenus d'utiliser TARGET2 pour toutes les opérations, le système a une très grande part de marché en raison de sa convivialité et d'une structure de coûts avantageuse.

La politique monétaire dans la zone euro est mise en œuvre de manière décentralisée, ce qui signifie que les banques s'adressent à la BCN du pays dans lequel elles sont établies – et non à la BCE – pour se refinancer ou pour placer un excédent de liquidités. Dans ce contexte, c'est pour équilibrer les bilans des BCN individuelles qu'ont été créés les créances et engagements dans le cadre de TARGET2. Bien que ces créances et engagements des BCN vis-à-vis de la BCE se compensent pour la zone euro dans son ensemble, des positions nettes en constante augmentation ont été enregistrées par plusieurs BCN durant la crise financière.

Le schéma ci-dessous – inspiré de l'exemple traité dans le deuxième volet du présent article – montre comment l'assèchement du financement interbancaire donne lieu à des créances ou engagements TARGET2 de BCN. Dans la position de départ de l'exemple, le secteur bancaire du pays A détient, du fait des dépôts que les résidents détiennent auprès des banques résidentes, un excédent de liquidités, qu'il prête aux banques du pays B, qui font moins appel au financement par les dépôts des particuliers. En cas de doutes quant à la santé financière du secteur

bancaire du pays B – comme c’est le cas pour certains pays de la zone euro dans le contexte de la crise de la dette publique –, les banques du pays A ne renouvellent plus leurs prêts interbancaires et les banques du pays B doivent rembourser leur dette interbancaire. Dans l’exemple, z est le montant de ce prêt interbancaire non renouvelé. Ainsi, de par le remboursement du prêt interbancaire, les avoirs que le secteur bancaire du pays B détient auprès de la BCN du pays B sont diminués de z , tandis que les banques du pays A connaissent un afflux de monnaie de banque centrale et voient leurs avoirs auprès de la banque centrale augmenter du même montant. Toutefois, la transaction n’est pas terminée, puisque les bilans des BCN respectives ne sont plus en équilibre.

Afin d’équilibrer les bilans de banque centrale, l’Eurosystème prévoit des rubriques bilancielle compensatoires qui comprennent les créances ou engagements des BCN respectives vis-à-vis de la BCE : ce sont les soldes TARGET2. La BCE fait dès lors office de contrepartie centrale par laquelle transitent toutes les transactions. La BCN du pays A inscrit donc une créance TARGET2 vis-à-vis de la BCE, en contrepartie de l’augmentation des avoirs détenus par le secteur bancaire résident auprès de la BCN. Inversement, la BCN du pays B inscrit un engagement TARGET2 pour compenser la diminution de ses engagements – sous la forme d’avoirs sur le compte courant ou la facilité de dépôt – vis-à-vis du secteur bancaire résident.

Après le remboursement du financement interbancaire non renouvelé, le secteur bancaire du pays B s’adressera à l’Eurosystème pour se refinancer pour un montant z ⁽¹⁾. Le secteur bancaire du pays A peut, grâce à cet afflux de liquidités, réduire son recours au refinancement par la banque centrale. Ceci n’est toutefois possible que jusqu’à ce que le refinancement soit ramené à zéro, après quoi la marge pour une telle réallocation disparaît. Si z est supérieur à 10, les banques du pays A verront leurs avoirs auprès de la banque centrale augmenter.

(1) Une alternative consisterait à ce que le secteur bancaire du pays B réduise ses actifs pour ainsi générer un nouvel afflux de liquidités. Cela impliquerait toutefois un risque de ventes de titres précipitées ou de contraction soudaine de l’offre de crédits, ce qui aurait des conséquences macroéconomiques néfastes. C’est pourquoi l’Eurosystème a permis aux banques de se financer auprès de lui, en contribuant ainsi à éviter une réduction désordonnée de leurs bilans (cf. également le deuxième volet du présent article).

SOLDES TARGET2 AUX BILANS DES BCN DE LA ZONE EURO

Secteur bancaire du pays A			
Crédit aux sociétés non financières	45	Dépôts des ménages	55
Prêt interbancaire au secteur bancaire du pays B	$20 - z$	Crédit de la BCN du pays A	$10 - \min(z, 10)$
Avoirs auprès de la BCN du pays A	$\max(z - 10, 0)$		
Secteur bancaire du pays B			
Crédit aux sociétés non financières	45	Dépôts des ménages	15
		Crédit de la BCN du pays B	$10 + z$
		Prêt interbancaire du secteur bancaire du pays A	$20 - z$
BCN du pays A			
Crédit au secteur bancaire du pays A	$10 - \min(z, 10)$	Billets	10
Créance TARGET2	z	Avoirs du secteur bancaire du pays A	$\max(z - 10, 0)$
BCN du pays B			
Crédit au secteur bancaire du pays B	$10 + z$	Billets	10
		Engagement TARGET2	z
Eurosystème (consolidé)			
Crédit aux banques commerciales	$20 + \max(0, z - 10)$	Billets	20
		Avoirs du secteur bancaire	$\max(z - 10, 0)$



L'exemple ci-dessus – qui peut être complété par des mouvements de dépôts de particuliers entre pays ou par d'autres chocs dans le financement transfrontalier – illustre la manière dont des paiements électroniques entre pays au sein de l'union monétaire créent des soldes TARGET2 de BCN. Il convient toutefois de noter que ces soldes TARGET2 ne tiennent pas compte des paiements qui s'effectuent au moyen de billets de banque et ne prennent donc pas en considération une modalité – potentiellement pertinente – de paiement transfrontalier (Jobst, Handig et Holzfeind, 2012). C'est précisément la raison pour laquelle Boeckx et König (2012) ont eux aussi estimé qu'il était utile d'intégrer dans l'analyse des besoins de financement de certains secteurs bancaires les soldes intra-Eurosystème découlant de l'émission de billets de banque⁽¹⁾.

Dans le même temps, ils soulignent qu'il existe encore plusieurs autres raisons pour lesquelles les soldes intra-Eurosystème constitués par les BCN vis-à-vis de la BCE ne forment pas un indicateur parfait des besoins de financement des secteurs bancaires nationaux. Un important facteur perturbateur est l'existence de grands groupes bancaires internationaux qui centralisent généralement leur gestion de trésorerie au sein d'une seule juridiction, ce qui peut avoir des implications considérables pour l'évolution des créances ou engagements intra-Eurosystème des BCN individuelles. Tel est par exemple le cas en Belgique. Par ailleurs, les flux de paiement en monnaie autre que celle de banque centrale ou les opérations en devises réalisées par des résidents peuvent également peser sur les soldes des BCN. Néanmoins, il existe une liaison – bien qu'imparfaite – entre un accès plus difficile au financement de marché, un recours accru à l'Eurosystème comme source de financement alternative et une hausse des engagements intra-Eurosystème dans les pays en proie à des turbulences financières.

(1) Cf. Krsnakova et Oberleithner (2012) pour de plus amples détails sur la manière dont est enregistrée l'émission de billets de banque par les BCN de la zone euro.

Cette évolution se reflète également dans la balance des paiements qui enregistre les opérations entre résidents et non-résidents d'un pays. Si un pays est confronté à des sorties de financement extérieur privé – par exemple un prêt interbancaire transfrontalier qui est remboursé à l'échéance au moyen d'un transfert électronique, comme exposé dans l'encadré –, la diminution de cet engagement extérieur net du secteur privé à l'étranger est compensée par une hausse de l'engagement TARGET2 de la BCN résidente vis-à-vis de la BCE. Celle-ci étant considérée comme une non-résidente, ces variations des positions des BCN envers la BCE sont aussi comptabilisées dans la balance des paiements⁽¹⁾. Inversement, un rapatriement du prêt interbancaire dans le pays du prêteur est enregistré comme une réduction de la créance nette du secteur privé sur l'étranger avec, en contrepartie, une augmentation de la créance extérieure nette pour la banque centrale sous la forme d'une créance TARGET2. Les programmes de financement mis en place par l'UE et le FMI sont également enregistrés dans la balance des paiements, étant donné que, pour les pays bénéficiant d'un financement dans le cadre de ces programmes, ils représentent une source d'entrées de capitaux et impliquent une hausse des engagements nets vis-à-vis de l'étranger. Si l'on prend aussi en compte les flux nets de capitaux privés – calculés comme une catégorie résiduelle –, l'on peut se faire une idée de la mesure dans

laquelle le secteur officiel de la zone euro a repris à son compte l'intermédiation financière entre les pays de la zone euro⁽²⁾.

Au cours de la période précédant l'apparition des premiers signes de la crise financière, la Grèce et le Portugal n'ont pas éprouvé de difficulté à attirer suffisamment de capitaux privés pour financer leur déficit croissant du compte courant. L'Irlande a de son côté affiché un recours net plus limité au financement extérieur, dans le contexte d'un déficit inférieur de son compte courant. Ceci masque toutefois d'importants flux bruts de capitaux, qui ont aussi rendu son secteur bancaire vulnérable à un assèchement soudain du financement. Lors des premières secousses de la crise financière, ces trois pays ont été confrontés à des difficultés pour se financer sur le marché, ce qui s'est surtout traduit, au cours de la période allant de la faillite de Lehman Brothers à la fin de 2011, par un recul des entrées de capitaux privés,

(1) Les variations des positions nettes détenues par les BCN vis-à-vis de la BCE sont enregistrées dans la balance des paiements comme « autres investissements des autorités monétaires ».

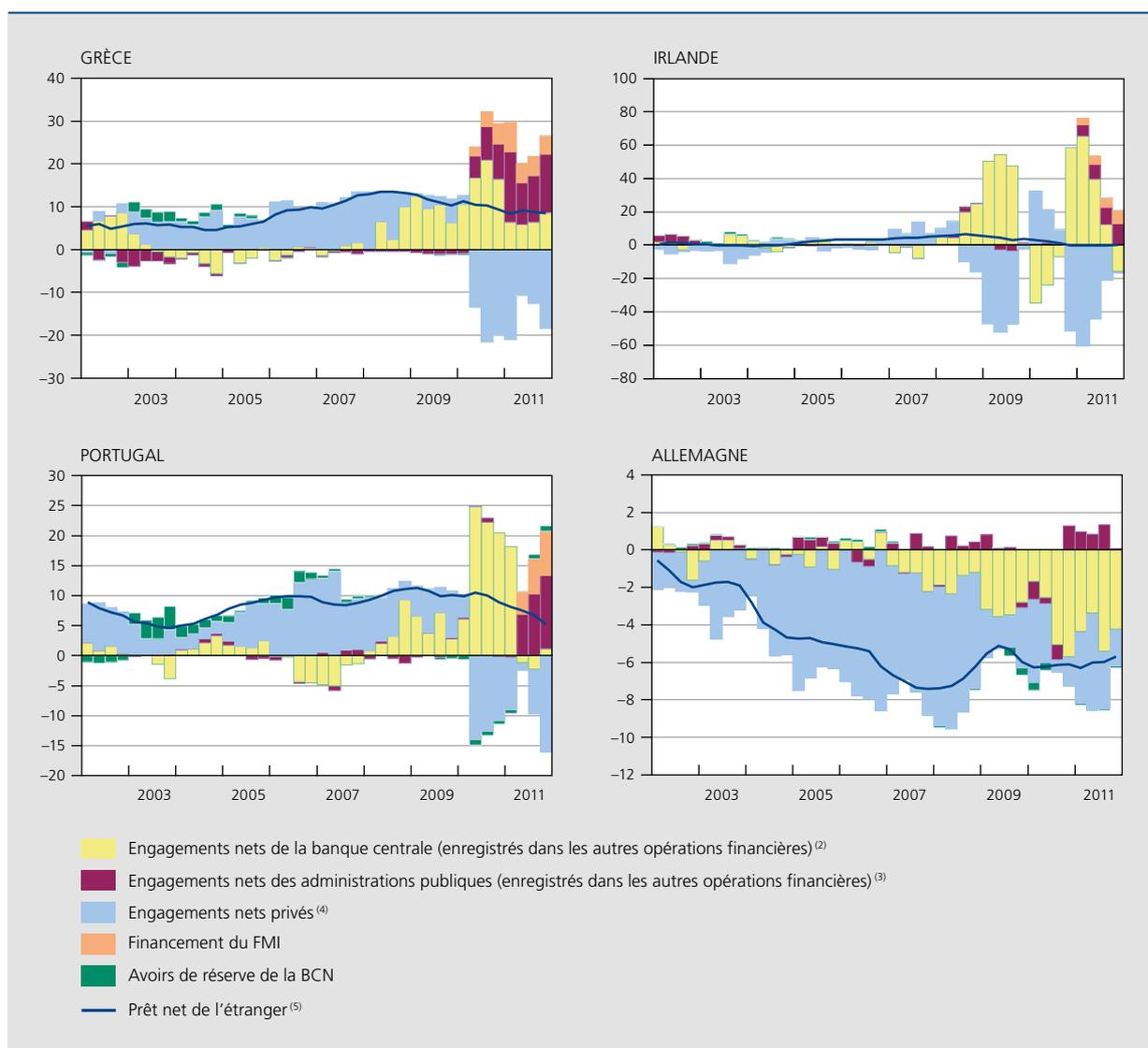
(2) Cette approche ne tient pas compte des achats de titres publics ou d'obligations sécurisées réalisés par l'Eurosystème dans le cadre de la politique monétaire. Ainsi, la vente par un résident d'un titre de créance émis par un résident à une BCN non résidente ou à la BCE implique à la fois une créance TARGET2 pour la BCN du vendeur et une hausse de l'engagement vis-à-vis de la BCN non résidente ou de la BCE. Dans l'approche utilisée, seule la créance TARGET2 est explicitement identifiée. De ce fait, les flux de capitaux privés calculés dans le présent article surestiment quelque peu les flux de capitaux privés réels (cf. par exemple aussi Merlier et Pisani-Ferry (2012a)).

essentiellement des investissements de portefeuille par des étrangers et, dans une moindre mesure, des prêts et des dépôts bancaires transfrontaliers (EC, 2012). Ceci a contraint les banques de ces pays à recourir davantage au refinancement de l'Eurosystème, ce qui a été facilité par les mesures mentionnées ci-avant dans le cadre du soutien renforcé du crédit. L'Eurosystème a ainsi largement contribué à la stabilité financière et macroéconomique.

Ce faisant, la Grèce et le Portugal, par exemple, n'ont pas été obligés de réduire brusquement leur déficit du compte courant en réaction à la disparition soudaine du financement extérieur privé. Cette situation contraste singulièrement avec la Bulgarie, la Lettonie ou la Lituanie, notamment, qui affichaient encore en 2007 un déficit du compte courant de plus de 15 % du PIB, lequel s'est mué en trois ou quatre ans en un équilibre, en dépit d'une évolution stable du cours de change bilatéral vis-à-vis de l'euro

GRAPHIQUE 7 PRÊT NET DE L'ÉTRANGER⁽¹⁾

(en pourcentage du PIB, moyenne des quatre derniers trimestres)



Sources : Thomson Reuters Datastream et calculs propres.

(1) La rubrique « erreurs et omissions » n'apparaissant pas, la somme des flux de financement n'est pas égale au prêt net de l'étranger.

(2) Bien que cette rubrique comporte davantage que les seules positions relatives à TARGET2, les opérations qui y sont inscrites présentent une étroite correspondance avec la variation des positions TARGET2. Seule l'Irlande semble faire exception à cet égard de telle sorte que, dans ce cas, ce sont les positions TARGET2 qui sont utilisées, et les données présentées dans ce graphique ne proviennent pas toutes de la balance des paiements.

(3) Cette rubrique comprend les prêts que les pays concluent avec le FESF et le MESF, ainsi que les prêts bilatéraux à la Grèce. Elle inclut par exemple également les dépôts que les administrations publiques détiennent à l'étranger.

(4) Les engagements nets privés sont définis comme la différence entre le solde du compte financier et les engagements nets de la banque centrale et des administrations publiques, tels qu'enregistrés dans les autres opérations financières du compte financier.

(5) Le prêt net de l'étranger est défini comme la somme du solde du compte courant et du compte de capital, moyennant un signe inversé.

(Merler et Pisani-Ferry, 2012a). Le prix de ce redressement rapide de l'équilibre extérieur a toutefois été substantiel en termes de chômage et de consommation privée⁽¹⁾. L'on peut dès lors supposer qu'un tel ajustement brutal dans les pays soumis à un programme cités ci-dessus n'aurait fait qu'accroître davantage encore la pression sur la situation macroéconomique. S'agissant de l'Irlande, la perte de financement extérieur s'est manifestée de manière très aiguë, et plus tôt dans la crise. Sans le financement alternatif de l'Eurosystème, le secteur bancaire irlandais aurait dû réduire à très court terme ses créances étrangères, ce qui aurait impliqué un risque non négligeable de scénario de ventes précipitées, avec des répercussions sur la stabilité financière, mais aussi macroéconomique. En termes nets, l'Irlande a pu attirer, dans le courant de 2010, de nouveaux financements étrangers privés, lesquels se sont toutefois à nouveau inscrits en baisse lors de la résurgence de la crise de la dette publique.

Dans les pays en excédent également, l'union monétaire – en particulier un système de paiement efficace et l'absence d'un risque de change – a soutenu la stabilité financière durant la période de turbulences financières. En Allemagne, par exemple, les exportations nettes de capitaux privés ont été considérablement réduites. Ceci reflète la diminution de l'exposition du secteur privé allemand à d'autres pays de la zone euro. Ces fonds rapatriés reviennent auprès de la Bundesbank qui, comme indiqué précédemment, enregistre une créance dans le cadre de TARGET2 sur la BCE, de sorte que la balance des paiements se retrouve en équilibre. Ainsi, les intervenants de marché dans ces pays ont pu réduire rapidement et aisément le financement qu'ils avaient accordé aux pays en déficit durant les années précédant la crise. Cette situation contraste singulièrement avec un contexte de cours de change fixes – mais ajustables –, où les créateurs sont confrontés à un risque accru de perte de change ou de défaut de paiement sur leurs créances étrangères en cas de *sudden stops*, comme exposé dans la section 3.3 du présent article.

L'Eurosystème s'est donc positionné entre les pays : d'une part, les banques établies dans des pays fragiles ont accru leur recours au refinancement de l'Eurosystème, tandis que, d'autre part, les banques qui ont diminué leur exposition aux contreparties dans ces pays placent les liquidités ainsi libérées auprès de leur banque centrale nationale. Cependant, l'Eurosystème n'est pas la seule instance officielle pouvant se substituer aux marchés privés en période de turbulences financières. En effet, les pouvoirs publics tant grecs, irlandais que portugais bénéficient d'un programme de financement⁽²⁾ mis en place par l'UE et le FMI après avoir perdu leur accès au financement de marché à des conditions soutenables.

Ces programmes constituent, pour ces pays, une source d'entrées de capitaux qui compense le manque de financement privé. Les données de la balance des paiements indiquent que ce financement officiel permet à l'Eurosystème de réduire progressivement son rôle d'intermédiaire financier, en dépit d'une fuite persistante de capitaux des pays concernés. De fait, l'on peut affirmer – sous l'angle de la balance des paiements et des mouvements de capitaux transfrontaliers – que la fonction d'intermédiation de l'Eurosystème et celle des mécanismes de stabilité européens, comme le FESF, sont similaires. En effet, ce dernier mécanisme lève des fonds par l'émission de titres de créance et prête à son tour à certaines conditions aux pays soumis à un programme. Cette situation est comparable à celle de l'Eurosystème qui, d'une part, voit un certain nombre de contreparties placer des liquidités auprès de lui, et d'autre part, octroie des prêts à un autre groupe de contreparties. Ceci étaye dès lors l'affirmation selon laquelle un rôle renforcé dévolu à l'assistance financière officielle doit permettre de réduire le rôle-clé que joue actuellement l'Eurosystème dans l'intermédiation des flux financiers entre pays. Plus important encore, cette assistance financière officielle n'est accordée qu'à condition que des mesures soient prises pour accéder à nouveau durablement au financement de marché. Il s'agit d'un levier dont ne dispose pas l'Eurosystème. Au contraire, l'intermédiation accrue de la banque centrale risque de ne pas inciter suffisamment les pays concernés à apporter les ajustements nécessaires. C'est pourquoi le Conseil des gouverneurs de la BCE ne cesse d'insister sur l'adoption par les pays vulnérables des mesures idoines visant à rendre leurs économies à nouveau compétitives et à réduire leur endettement.

3.3 Union monétaire : plus qu'un ancrage irrévocable des cours de change

Les implications du tarissement brutal et radical des flux de capitaux entre les pays d'une union monétaire sont par essence très différentes des conséquences de *sudden stops* dans un régime de cours de change fixes mais ajustables. Ces divergences se situent à plusieurs niveaux. D'un côté, comme nous l'avons déjà expliqué, une union monétaire est bénéfique à la stabilité financière et macroéconomique lorsque surviennent des *sudden stops*. D'un autre côté, dans une union monétaire, la

(1) Le chômage en Bulgarie, en Lettonie et en Lituanie est passé de respectivement 6,9 %, 6,4 % et 4,3 % en 2007 à respectivement 10,2 %, 18,7 % et 17,8 % en 2010. La consommation privée dans ces pays a reculé en 2009 de respectivement 7,6 %, 22,6 % et 17,5 %.

(2) Le 25 juin 2012, Chypre a introduit une demande de programme d'aide financière dont les modalités étaient encore en cours d'élaboration à la parution du présent article. À cette même date, l'Espagne a également demandé le soutien de l'Eurogroupe pour son secteur bancaire. Bien que ce soutien ait été accepté, l'Espagne n'avait toutefois, à la parution du présent article, pas officiellement sollicité d'emprunt.

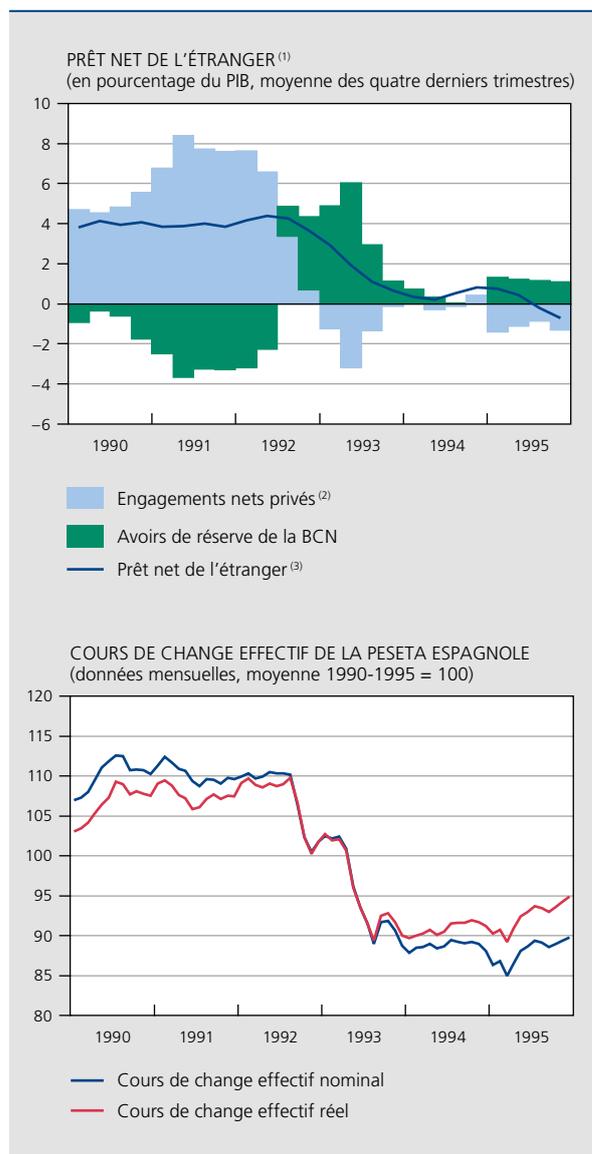
tentation est plus grande de ne pas procéder aux ajustements visant à atteindre un endettement extérieur plus tenable. Enfin, les mécanismes d'ajustement disponibles ne sont pas les mêmes dans ces deux environnements institutionnels.

Lorsqu'une banque centrale opère au sein d'un régime de cours de change fixes mais ajustables, il plane toujours la menace que la banque centrale soit freinée dans ses possibilités d'octroyer des liquidités, pour la simple raison que ses réserves étrangères ne sont pas illimitées (Bindseil et Winkler, 2012). En effet, un cours de change fixe n'est durable que tant que la banque centrale n'est pas confrontée à une soudaine fuite de capitaux asséchant ses réserves externes : elle est alors contrainte de renoncer à l'ancrage du cours de change pour attirer de nouvelles entrées de capitaux privés. Cette menace d'une dévaluation obligatoire faute de réserves étrangères a en principe un effet disciplinant et peut favoriser une politique macroéconomique axée sur l'équilibre extérieur. Toutefois, le fait est que cette restriction inhérente à la provision de liquidités peut donner lieu à des attaques spéculatives (Obstfeld, 1996), même si les fondamentaux macroéconomiques ne justifient pas de crise de la balance des paiements. De fait, dans ces modèles, la simple anticipation que des opérateurs de marché vont vendre de la monnaie – et que la banque centrale se verra donc obligée de renoncer à sa parité – suffit pour inciter les autres opérateurs à faire de même, ce qui provoque une véritable crise.

De telles attaques spéculatives de la parité des cours de change sont une source de turbulences financières, et ce non seulement pour le pays qui est frappé par une crise de la balance des paiements et où, par exemple, les taux d'intérêt à court terme doivent être considérablement relevés, mais aussi pour les États qui détiennent des créances sur ce pays. Ceux-ci peuvent en effet subir d'importantes pertes de change – au cas où les créances sont libellées dans la monnaie qui est sous pression – ou faire face à d'éventuels défauts de paiement sur ces créances – lorsque les créances sont libellées dans la monnaie appréciée et impliquent donc une charge de remboursement plus lourde pour l'emprunteur.

La crise du SME survenue en 1992-1993 illustre la dynamique d'une crise de la balance des paiements dans un régime de cours de change fixes mais ajustables. L'Espagne, par exemple, a rejoint le SME en juin 1989 et n'a rencontré aucun problème pour financer son considérable déficit courant via le marché, comme en témoignent les entrées nettes de capitaux privés, lesquelles ont largement excédé son besoin de financement externe, ce qui a même permis à la Banco de España d'accumuler des avoirs de réserve⁽¹⁾. Cette situation a

GRAPHIQUE 8 L'ESPAGNE DURANT LA CRISE DU SME



Sources : Thomson Reuters Datastream et calculs propres.

- (1) Les postes « erreurs et omissions », « engagements nets de la banque centrale », « engagements nets des pouvoirs publics » et « financement du FMI » n'apparaissant pas, la somme des flux de financement n'est pas égale au prêt net de l'étranger. Ceux-ci sont néanmoins négligeables pour la période considérée.
- (2) Les engagements nets privés sont définis comme la différence entre le solde du compte financier et les engagements nets de la banque centrale et des pouvoirs publics, tels qu'ils ont été enregistrés dans les autres opérations financières du compte financier.
- (3) Le prêt net de l'étranger est défini comme la somme du solde du compte courant et du compte de capital, moyennant un signe inversé.

brutalement pris fin durant l'été de 1992, lorsque les tensions relatives au SME et les attaques spéculatives y associées dont ont fait l'objet nombre de monnaies, y compris la peseta, ont suscité une soudaine et massive fuite de capitaux hors d'Espagne. Cette fuite de capitaux

(1) Une augmentation des avoirs de réserve de la banque centrale correspond à une sortie de capitaux puisque des créances sur l'étranger sont constituées.

a créé une pression à la baisse sur la peseta, obligeant la banque centrale à intervenir massivement en vendant ses réserves étrangères, pendant que des contrôles des capitaux étaient par ailleurs mis en place⁽¹⁾. Cette stratégie s'est avérée intenable et, dans le courant de 1992 et de 1993, la banque centrale espagnole a été contrainte de dévaluer la peseta à plusieurs reprises. Le cours de change effectif, tant nominal que réel, de la peseta s'est ainsi déprécié de quelque 18 % entre septembre 1992 et septembre 1993. Ce n'est qu'après cette dépréciation que la fuite de capitaux privés s'est atténuée, tandis que le déficit du compte courant diminuait, et avec lui le besoin de financement externe.

Comme le font valoir Obstfeld et Rogoff (1995), un tel scénario peut être évité si toutes les banques centrales concernées sont disposées à soutenir pleinement l'ancrage des cours de change. Cela est parfaitement possible sur le plan technique si un mécanisme de prêts bilatéraux entre banques centrales est mis en place ou si la banque centrale dont la monnaie subit des pressions haussières intervient elle aussi vigoureusement. D'un point de vue économique, l'on peut dès lors établir ici un parallèle avec la mise en œuvre décentralisée de la politique monétaire dans la zone euro. La diminution des réserves externes de la banque centrale durant une crise de la balance des paiements dans un régime de cours de change fixes mais ajustables implique en effet un recul de la créance sur l'étranger de cette banque centrale et peut ainsi être comparée à l'augmentation des engagements au titre de TARGET2 que les BCN des pays fragiles constituent vis-à-vis d'un non-résident, à savoir la BCE. Il y a cependant une différence essentielle entre ces deux régimes : les réserves externes peuvent s'épuiser, alors que les soldes de TARGET2 sont en principe illimités – cela vaut pour les avoirs comme pour les engagements –, de sorte que les contreparties de ces banques ne doivent pas craindre que des restrictions bilatérales d'une BCN entravent un transfert transfrontalier de liquidités. En raison notamment de l'absence de telles restrictions potentielles au niveau des flux financiers transfrontaliers, une union monétaire est dès lors plus favorable à la stabilité financière qu'un régime de cours de change fixes mais ajustables. Dans un régime de cours de change fixes mais ajustables, un pays dispose d'un mécanisme d'ajustement rapide lorsqu'il éprouve des difficultés à attirer des financements externes : la dévaluation nominale. Cette dernière permet de regagner à court terme de la compétitivité externe. Comme cela entraîne une réduction du déficit du compte courant, cela réduit le besoin de financement étranger, qui peut en outre s'avérer plus facilement disponible, étant donné l'amélioration des perspectives en matière de solvabilité du pays concerné. Pour un certain nombre

de pays, compte tenu de la crise actuelle, une sensible dépréciation réelle est un élément essentiel d'une stratégie visant à retrouver l'accès au financement de marché. Mais comme il n'y a pas, au sein de l'union monétaire, de mécanisme d'ajustement rapide par la dévaluation nominale, les pays doivent prendre d'autres mesures pour traiter leurs déséquilibres extérieurs. La dernière partie de l'article aborde ci-dessous les possibilités qui s'offrent aux États à cet égard.

4. L'Eurosystème permet de gagner du temps en matière d'ajustements structurels

En assurant un rôle d'intermédiaire entre les banques et entre les pays, l'Eurosystème s'est substitué à un marché privé qui fonctionnait mal et il a ainsi permis d'éviter que les établissements financiers et les États ne soient brusquement privés de liquidités. Cela les aurait contraints à procéder à des ajustements de manière peu ordonnée – par exemple, pour les banques, en réduisant drastiquement leurs octrois de crédits au secteur non financier ou en procédant à des ventes d'actifs de manière précipitée et, pour les pays, en réduisant sensiblement la demande intérieure à très court terme –, ce qui aurait eu des implications financières et macroéconomiques néfastes. Pour autant, ce confort relatif pour réaliser les ajustements vitaux n'exempte pas les sujets économiques concernés de mettre effectivement en œuvre ces mesures. Seules de telles adaptations structurelles – qui ne produiront toutefois leurs effets qu'après un temps – permettront de sortir durablement de la crise financière et économique actuelle. Ces adaptations doivent avoir lieu tant au niveau du secteur financier que dans le domaine des déséquilibres macroéconomiques.

Il s'est avéré que le modèle d'affaires du secteur financier avant la crise financière n'était pas durable. Les fonds propres des banques doivent être renforcés, par exemple à travers la rétention des bénéfices et l'apport de capitaux frais – éventuellement avec le soutien du secteur officiel. Le renforcement de la base en capital devrait par ailleurs permettre aux banques d'accéder à nouveau à des sources stables de financement de marché. La période qui a précédé la crise financière a en effet été caractérisée par un recours excessif au financement par le marché interbancaire, et moyennant des échéances souvent courtes, consacrant ainsi une combinaison qui a rendu les établissements financiers très vulnérables aux *sudden stops*.

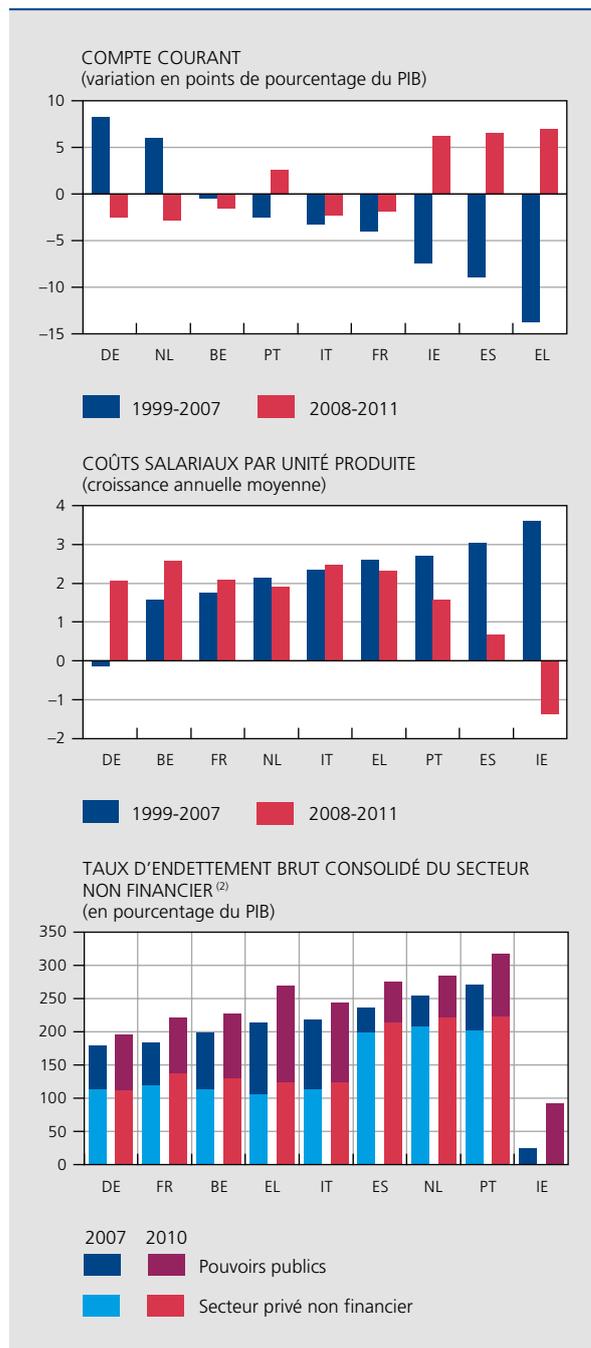
(1) Pour plus de détails en la matière, cf. Gros et Thygesen (1998).

Mais il convient de s'attaquer également aux déséquilibres macroéconomiques. Cela devrait permettre aux pays de se financer à nouveau à des conditions tenables sur les marchés des capitaux. Il revient tout particulièrement aux pays actuellement confrontés à des difficultés de financement de réformer durablement leur économie, en visant à améliorer leur compétitivité et à réduire leur endettement excessif. Un rétablissement durable de la compétitivité est impossible sans une évolution modérée des coûts intérieurs, lesquels avaient augmenté sensiblement plus vite que la productivité dans un certain nombre de pays de la zone euro au cours des années qui ont précédé la crise financière. De cette manière, la dépréciation tant attendue du cours de change réel d'un certain nombre de pays pourra voir le jour. Des mesures telles que des réformes du marché du travail et des améliorations dans le mélange des exportations concourent elles aussi à accroître la compétitivité des pays vulnérables.

Ce faisant, les pays en déficit parviendront à réduire leurs déficits encore importants du compte courant, et à ramener leurs positions débitrices extérieures nettes élevées à des niveaux plus tenables – et donc à nouveau finançables. Pour la majorité de ces États, la poursuite de l'assainissement des finances publiques jouera vraisemblablement un rôle majeur, tandis que, dans un certain nombre de pays de la zone euro, le secteur privé devra lui aussi consentir des efforts pour ramener la charge de sa dette à un niveau acceptable. Ces adaptations pénibles mais nécessaires dans les pays en déficit se dérouleront plus aisément si les États en surplus enregistrent une demande intérieure plus dynamique, grâce par exemple à un assainissement des finances publiques mieux étalé dans le temps ou par une évolution des salaires moins axée sur la modération des coûts.

Il convient de souligner qu'une partie de la longue marche vers le retour à l'équilibre a déjà été parcourue. Dans plusieurs pays de la zone euro, les soldes du compte courant se sont améliorés par rapport aux niveaux observés en 2008. Il ne s'agit pas là que du résultat d'un rééquilibrage de la demande intérieure dans les différents pays de la zone euro : cela tient également à une évolution plus modérée des coûts salariaux par unité produite, lesquels s'étaient développés de manière très divergente durant les années qui ont précédé la crise. Nonobstant ces signes encourageants, un certain nombre de pays se sont toutefois retrouvés confrontés à la fin de 2010 à un niveau d'endettement plus élevé que celui qu'ils avaient au début de la crise, ce qui menace de freiner la croissance économique future. Cette augmentation du taux d'endettement résulte, dans bon nombre de pays, d'un alourdissement à la fois de la dette du secteur privé non financier et de la dette publique.

GRAPHIQUE 9 CORRECTION DES DÉSÉQUILIBRES DANS LA ZONE EURO⁽¹⁾



Sources : CE et calculs propres.

(1) Le graphique ne présente que les six pays au PIB le plus important et les trois pays ayant reçu une aide financière de l'UE et du FMI en 2011. Les pays sont classés en fonction des données de la période 1999-2007 (pour le compte courant et les coûts salariaux par unité produite) ou de 2007 (pour le taux d'endettement brut).

(2) Aucun chiffre n'est disponible pour l'Irlande en ce qui concerne l'endettement brut consolidé du secteur privé non financier.

Sur le plan institutionnel, de nombreuses étapes ont déjà été franchies sur la voie du soutien durable à la stabilité financière. Les compétences et ressources actuelles du FESF, du MESF et du MES permanent constituent un filet

de sécurité important qui doit permettre de soutenir efficacement la stabilité financière lorsque les États membres font face à des turbulences financières. Un financement d'urgence d'une telle ampleur n'est possible que grâce à une situation budgétaire solide au niveau de la zone euro dans son ensemble – en comparaison avec les autres économies avancées. Par ailleurs, s'agissant de la gouvernance économique de l'Union européenne, y compris des règles budgétaires, d'importants progrès ont été réalisés, qui devront contribuer à éviter des crises telles que celle qui sévit actuellement (De Prest, Geeroms et Langenus, 2012).

Si elle ne se double pas d'une union financière et budgétaire, l'union économique et monétaire continuera toutefois de prêter le flanc à de graves turbulences financières. Après la création de l'UEM, dans le contexte d'une intégration financière croissante, les opérations financières transfrontalières se sont fortement accrues durant les années qui ont précédé la crise. Cette évolution ne s'est toutefois pas reflétée dans une approche plus transfrontalière de la réglementation, du contrôle et de la gestion de crise dans le secteur financier. Ces matières sont en effet dans une large mesure demeurées des compétences nationales, avec les conséquences que l'on sait. Dans ce domaine également, des progrès sont dès lors souhaitables. Un contrôle unifié et renforcé du secteur bancaire doit rétablir l'intégration financière mise à mal et sauvegarder la confiance dans le secteur. Un système de garantie des dépôts et un mécanisme de restructuration et, au besoin, de dissolution des banques non solvables organisés au niveau européen doivent contribuer à mettre un terme aux interactions néfastes entre la solvabilité des pouvoirs publics et celle du secteur bancaire résident. Enfin, il semble opportun que ces deux systèmes soient financés par des contributions du secteur financier, afin de ne pas à nouveau confronter le contribuable aux coûts du sauvetage des établissements financiers.

Toutes ces mesures doivent permettre d'endiguer la contamination néfaste entre les pouvoirs publics et les banques, et de faire en sorte que les déposants ne mesurent plus la sûreté des dépôts bancaires à l'aune de la nationalité de la banque, et que les établissements financiers et les pouvoirs publics de toute la zone euro puissent à nouveau se financer sur le marché. Ce n'est en effet qu'une fois la confiance rétablie que l'Eurosystème pourra arrêter de faire office de teneur de marché en dernier ressort et que le marché pourra à nouveau jouer le rôle qui lui est dévolu.

Conclusion

Depuis les premiers signes de la crise financière en 2007, l'Eurosystème a dû faire face à des défis inédits. Ce constat s'applique en particulier aux fissures de plus en plus larges qui sont apparues dans l'intégration financière au sein de la zone euro, et qui ont menacé la stabilité financière et la bonne transmission de la politique monétaire dans plusieurs pays de la zone euro. La stabilité financière constituant une condition nécessaire au maintien de la stabilité des prix, l'Eurosystème a adopté un éventail de mesures qualifié de « soutien renforcé du crédit », qui visent à continuer à soutenir le financement harmonieux de l'économie de la zone euro.

Parallèlement à ces mesures, l'Eurosystème a exercé un rôle d'intermédiaire financier pour les banques mais aussi pour les pays, la contagion mutuelle entre les administrations publiques et les secteurs bancaires résidents ayant miné l'accès de certains secteurs bancaires nationaux au financement de marché à des conditions soutenables. Le recours à l'Eurosystème en tant que source de financement alternative s'est dès lors considérablement accru dans les pays vulnérables, tandis que les banques des pays dotés de fondamentaux solides placent de plus en plus leurs excédents de liquidités auprès de la banque centrale et ne prêtent plus à des établissements en déficit de liquidités. Le bilan de l'Eurosystème s'est de ce fait accru, et les positions TARGET2 des BCN ont atteint une ampleur jamais observée.

Les mesures non conventionnelles de l'Eurosystème sont – par définition – temporaires. L'assistance financière que certains pays reçoivent de l'UE et du FMI consiste également en des crédits ponts temporaires qui donnent aux pouvoirs publics le temps de prendre les mesures structurelles nécessaires pour assurer à nouveau de manière durable l'accès au financement de marché. Ce n'est qu'une fois que ces ajustements structurels auront été réalisés par tous les acteurs concernés – établissements financiers, pouvoirs publics et, dans un certain nombre de pays, secteur privé non financier – et que la confiance des intervenants sur les marchés financiers aura été rétablie, que le secteur officiel – et en particulier l'Eurosystème – pourra réduire progressivement son rôle d'intermédiaire financier. Le renforcement de l'UEM est également appelé à jouer un rôle, par exemple par le déploiement de solides filets de sécurité financiers, par le respect des règles relatives à la gouvernance économique et par la création d'une union financière et budgétaire à part entière.

Bibliographie

Albertazzi U. et D. J. Marchetti (2010), *Credit supply, flight to quality and evergreening: An analysis of bank-firm relationships after Lehman*, Bank of Italy, Temi di discussione 756, April.

Bagehot W. (1873), *Lombard Street: A description of the money market*, London, H.S. King.

BCE (2009), « Le financement externe des ménages et des sociétés non financières : comparaison entre la zone euro et les États-Unis », *Bulletin mensuel*, 69–84, avril.

BCE (2010), « Le rôle des opérations inter-IFM dans les évolutions récentes des bilans des IFM », *Bulletin mensuel*, 21–24, septembre.

BCE (2011a), « Les mesures non conventionnelles de la BCE, leur incidence et leur suppression », *Bulletin mensuel*, 55–70, juillet.

BCE (2011b), « Les soldes TARGET2 des banques centrales nationales de la zone euro », *Bulletin mensuel*, 34–39, octobre.

BCE (2012), « L'incidence de la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans », *Bulletin mensuel*, 30–31, janvier.

Bindseil U. (2011), « Theory of monetary policy implementation » in Mercier P. et F. Papadia (eds.), *The concrete euro: Implementing monetary policy in the euro area*, Oxford University Press, 5–114.

Bindseil U. et P. J. König (2011), *The economics of TARGET2 balances*, Humboldt University Collaborative Research Center, Discussion Paper 649.

Bindseil U. et A. Winkler (2012), *Dual liquidity crises under alternative monetary frameworks - a financial accounts perspective*, mimeo, (http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/professoren/wieland/vfs/papers2012/BINDSEIL_13March.pdf).

BIS (2008), *Annual Report 2007/08*, June.

BIS (2009), *Annual Report 2008/09*, June.

BIS (2010), *Annual Report 2009/10*, June.

BIS (2011), *Annual Report 2010/11*, June.

BIS (2012a), « European bank funding and deleveraging », *BIS Quarterly Review*, 1-22, March.

BIS (2012b), *Annual Report 2011/12*, June.

Boeckx J. et S. Ide (2012), « Ce que le recours à la facilité de dépôt peut nous apprendre, et ce qu'il ne nous apprend pas », BNB, *Revue économique*, 31–38, juin.

Boeckx J. et P.-J. König (2012), « TARGET2 balances in the Eurosystem: What they are and how to interpret them », *Revue bancaire et financière*, à paraître.

Caballero R.J., T. Hoshi et A.K. Kashyap (2008), « Zombie lending and depressed restructuring in Japan », *American Economic Review*, 98 (5), 1943–1977.

Cassola N., C. Holthausen et M. Lo Duca (2010), *The 2007/2009 turmoil: A challenge for the integration of the euro area money market?*, article présenté à la conférence conjointe de la BCE et de la Commission européenne « Financial

integration and stability: the legacy of the crisis », Frankfurt am Main, 12 April, (http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ws_eucom_ecb/holthausen_paper.pdf?802e70beaffcc58b346d0863ffb00257).

Cordemans N. et M. de Sola Perea (2011), « Taux directeurs, taux de marché et taux bancaires de détail en zone euro dans le contexte de la récente crise économique et financière », BNB, *Revue économique*, 29–55, juin.

Cordemans N. et S. Ide (2012), « La politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro durant la crise », BNB, *Revue économique*, 39–65, juin.

De Prest E., H. Geeroms et G. Langenus (2012), « Nouvelles évolutions de la gouvernance économique de l'Union européenne », BNB, *Revue économique*, 107–127, juin.

EBA (2012), *Update on the implementation of Capital Plans following the EBA's 2011 recommendation on the creation of temporary capital buffers to restore market confidence* (<http://www.eba.europa.eu/cebs/media/aboutus/News%20and%20Communications/EBA-BS-2012-149--recap-report-to-be-published-11-July--FINAL.pdf>).

EC (2006), « Widening current account differences within the euro area », *Quarterly Report on the euro area*, 25–37, December.

EC (2012), « Capital flows into vulnerable countries: Official and private funding trends », *Quarterly Report on the euro area*, 24–30, April.

ECB (2011), *Guideline of the ECB of 20 September 2011 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem* (http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_33120111214en000100951.pdf).

ECB (2012a), *Financial Integration in Europe*, April.

ECB (2012b), *Financial Stability Review*, June.

Gros D. et N. Thygesen (1998), *European monetary integration: From the European monetary system to the economic and monetary union*, 2nd edition, New York, Addison Wesley Longman.

Hannoun H. (2012), *Monetary policy in the crisis: Testing the limits of monetary policy*, discours prononcé à la 47^e conférence des gouverneurs des banques centrales d'Asie du Sud-Est (SEACEN), Seoul, février.

Ide S., J. Boeckx et D. Cornille (2009), « Déflation, démon d'un lointain passé ou réel danger pour le présent ? », BNB, *Revue économique*, 7–33, septembre.

Ifo (2012), *The European balance of payments crisis*, CESifo forum, January.

IMF (2012a), *Euro area policies: 2012 article IV consultation*, Selected issues paper, July.

IMF (2012b), *Euro area policies: 2012 article IV consultation*, Staff report, July.

Jobst C., M. Handig et R. Holzfeind (2012), « Understanding Target2: The Eurosystem's euro payment system from an economic and balance sheet perspective », *Monetary Policy and the Economy Q1 OeNB*, 81–91.

Krsnakova L. et M. Oberleithner (2012), « How Euro banknotes in circulation affect intra-Eurosystem balances », *Monetary Policy and the Economy Q1*, OeNB, 70–80.

Merler S. et J. Pisani-Ferry (2012a), *Sudden stops in the euro area*, Bruegel Policy Contribution, 2012-06, March.

Merler S. et J. Pisani-Ferry (2012b), « Hazardous tango : Sovereign-bank interdependence and financial stability in the euro area », in Banque de France, *Public debt, Monetary policy and Financial Stability*, Financial Stability Review 16, 201–210, April.

Obstfeld M. (1996), « Models of currency crises with self-fulfilling features », *European Economic Review*, vol. 40(3-5), 1037–1047, April.

Obstfeld M. et K. Rogoff (1995), « The mirage of fixed exchange rates », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9(4), 73–96.

OCDE (2012), Perspectives économiques No. 91, mai.

Papademos L. (2009), *Financial stability and macro-prudential supervision: Objectives, instruments and the role of the ECB*, discours prononcé à la conférence *The ECB and Its Watchers XI*, Frankfurt, 4 septembre.

Shleifer A. et R. Vishny (2011), « Fire sales in finance and macroeconomics », *Journal of Economic Perspectives*, 25(1): 29–48.

Trichet J.-C. (2009), *The ECB's enhanced credit support*, Discours d'ouverture à l'université de Munich, 13 juillet.