

L'ALLEMAGNE PROPOSE UNE VOIE DE SORTIE DE L'EURO. POUR SE PROTÉGER ELLE-MÊME. = Un article de l'économiste italien Marcello Minenna, traduit par Vincent Brousseau.



[Marcello Minenna](#) est le directeur de l'analyse quantitative et de l'innovation financière à la [Consob](#), qui est le régulateur italien des marchés de titres. Il enseigne la finance mathématique, et plus précisément la finance stochastique, à la LES, et la finance quantitative à l'université milanaise Bocconi (l'une des plus

~~L'union du peuple pour rétablir la démocratie en libérant la France de la prétendue union européenne de l'OTAN et de l'euro réputées dans son pays pour ce genre de thèmes). C'est donc un matheux qui s'est professionnellement orienté vers la finance.~~

Sa [page Wikipedia](#) ne mentionne pas d'affiliation politique. Il a cependant pris position pour une réforme de la BCE dans un sens hétérodoxe, puisque cela amènerait l'institution à monétiser de la dette d'État (et surtout, d'ailleurs, celle des pays du Sud). On ne peut pas le classer dans les anti-euro purs et durs.

Je suis tombé sur un de ses articles, daté de début avril 2018, qui s'étend sur les thèmes dont je vous entretiens ordinairement, le risque de redénomination, les Targets, sans compter la réforme proposée par certains Allemands qui faisait l'objet de l'article de Die Welt que j'ai récemment [traduit en français et publié](#), le 22 mars dernier, sur le présent site.

La présentation qu'il y fait de ces divers sujets m'a semblé d'une qualité très supérieure à ce qu'on trouve d'habitude sur ces questions en explorant l'internet. Je n'irais pas jusqu'à dire que je reprendrais à mon compte chacune de ses phrases, mais enfin les divers sujets sont bien articulés entre eux et il n'y a pas de contresens grossier. On peut y lire en filigrane un parti pris pro-italien et un peu moins pro-allemand, mais je suppose que la situation actuelle de son pays le justifie dans une certaine mesure.

La variété des sujets traités en fait un article un peu long, mais qui suit rectilignement une démarche logique. Après avoir rappelé quelques fondamentaux sur la redénomination, les Targets et tutti quanti, l'auteur présente la démarche récente des économistes allemands dont nous avons parlé il y a peu, et montre comment elle est advenue, puis la commente de son point de vue à lui, un Italien.

Aussi m'a-t-il semblé à propos d'en faire profiter le lecteur francophone. En voici donc une traduction, les notes de bas de page ne sont pas de l'auteur mais seulement de moi.

Vincent Brousseau
16 mai 2018

L'ALLEMAGNE PROPOSE UNE VOIE DE SORTIE DE L'EURO. POUR SE PROTÉGER ELLE-MÊME.

BUSINESS
INSIDER
ITALIA

La Germania propone una via d'uscita dall'euro. Per proteggere se stessa

Marcello Minenna*

🕒 4/4/2018 11:52:48 PM

🔥 111780



Christoph Schmidt (a destra nella foto), presidente del Consiglio degli esperti economici della Germania stringe la mano alla cancelliera tedesca Angela Merkel alla fine della riunione annuale del Consiglio. AFP PHOTO / JOHN MACDOUGALL/Getty Images)

Christoph Schmidt (à droite sur la photo), président du Conseil des experts économiques de l'Allemagne serre la main de la chancelière allemande Angela Merkel à la fin de la réunion annuelle du Conseil. AFP PHOTO / JOHN MACDOUGALL/Getty Images)

Un article de l'économiste italien Marcello Minenna, traduit par Vincent Brousseau

Source : <https://it.businessinsider.com/la-germania-propone-una-via-duscita-dalleuro-per-proteggere-se-stessa/>

- Par Marcello Minenna
- 4/4/2018 23:52:48

En dépit d'une économie qui tourne à plein régime, avec une croissance du PIB à 3%, un chômage de 3,6% chez les moins de 40 ans et un surplus commercial record qui frôle les 300 milliards d' €, les principaux économistes allemands sont fort inquiets du sort de leur pays. La menace la plus immédiate ? Que les débats sur la réforme de l'union monétaire s'orientent vers une mutualisation des risques financiers, grâce surtout aux (timides) pressions françaises et compte tenu de l'inexplicable mutisme de l'Italie. De fait, une réforme de la zone euro, même ne

Union Populaire Républicaine | UPR

~~L'union du peuple pour rétablir la démocratie, en libérant la France de la prétendue union européenne, de l'OTAN et de l'euro~~ conduisant qu'à peu de mutualisation, même qui n'augmenterait que faiblement les transferts de ressources vers les pays de la périphérie, signifierait une renonciation au commode *statu quo* actuel, lequel permet à l'industrie allemande de tirer profit de la robuste reprise du marché intérieur européen en faveur de ses exportations, qui sont réalisées à des tarifs extrêmement compétitifs.

Hans-Werner Sinn, président de l'institut de recherche économique Ifo, gesticule pendant son discours au 14ème sommet économique tenu à Munich en mai 2015. AFP PHOTO/CHRISTOF STACHE /Getty Images)

La proposition officielle^[1] du groupe d'influents économistes allemands, auquel appartiennent Hans-Werner Sinn ainsi que Karl Konrad du Planck-Institut et rien de moins que Christoph Schmidt, le Président du Conseil des Sages (un conseil d'économistes appelé le *Sachverständigenrat*), est radicale, mais elle n'est pas surprenante : la législation communautaire devrait prévoir expressément une procédure de sortie de la zone euro sur le même modèle que l'article 50 du traité de Lisbonne, que le Royaume-Uni a récemment invoqué.

Faisant bon marché de l'irrévocabilité de l'euro, de l'irréversibilité du processus d'intégration, et d'autres de ces synonymes claironnants qu'invoquent régulièrement la bureaucratie européenne, les Allemands réclament que soit définie clairement une voie de sortie de l'euro. De fait, pour le moment, la seule façon légale de sortir de l'euro passe par l'activation de l'article 50, et requiert donc aussi la sortie tout court, c'est-à-dire la sortie de l'Union européenne et du marché unique. Un choix qui impliquerait des coûts pour l'économie manufacturière allemande –

La menace des soldes débiteurs Target 2

L'intelligentsia teutonique est surtout en colère à cause de l'accumulation de ce que l'on appelle les soldes Target 2, qui montrent un déséquilibre croissant entre les banques centrales créditrices des pays du cœur de la zone et les débitrices des pays périphériques. Le solde créditeur de la Bundesbank s'établissait fin février 2018 à un pic monstrueux de 913 milliards d' € (bien plus haut que le précédent sommet de 2012). Il est important de comprendre en quoi cette préoccupation a du sens, ne serait-ce que parce que dans les milieux universitaires allemands pointe désormais un raisonnement explicite en faveur d'une Allemagne sans euro.

On a à maintes reprises répété[2] que le solde allemand Target 2 ne représenterait qu'une stratification des enregistrements comptables de transactions financières déjà réglées (et donc, "mortes") entre le système bancaire allemand et le reste des banques européennes, lesquelles ont déjà fait affluer un océan de liquidités dans l'économie allemande, provenant principalement de l'excédent commercial [allemand] et du processus de nationalisation des risques.

Toutefois, du fait du fonctionnement particulier du système Target 2, les banques centrales nationales – qui servent toujours d'intermédiaires pour les opérations transfrontalières [en zone euro] des banques sous leur juridiction – ne règlent pas, entre elles-mêmes banques centrales, les transactions, mais se contentent de les inscrire sur leurs propres bilans. Les soldes Target2 sont en somme des débits et crédits notionnels entre banques centrales, non exigibles[3] et sans maturité définie, rémunérées en fait à un taux monétaire minimal, quasi symbolique[4].

Pour mieux comprendre : une firme italienne qui importe de l'Allemagne et paye via sa propre banque nationale va automatiquement engendrer une "dette" Target2 pour la Banca d'Italia, parce que l'argent en partance de la banque italienne sera en fait transféré à la banque allemande directement par la Bundesbank [et non par la Banca d'Italia]. Mais ces fonds en partance de la banque [commerciale] italienne sont "stoppés" comptablement à la Banca d'Italia, laquelle ne paye rien à la Bundesbank, mais inscrit simplement dans son bilan une dette envers la banque centrale allemande [la Bundesbank].[5]. La même chose se passe si une banque italienne achète un BTP à une banque allemande.

Considérant que la Banca d'Italia et la Bundesbank ne sont que des succursales de la BCE, où est le problème ? Tant que l'union monétaire reste intacte, il n'y en a pas. Les soldes Target restent sur le papier et peuvent croître sans limite. Ils demeurent des traces comptables – cela, oui – témoignant d'un déséquilibre persistant dans les flux commerciaux et financiers internes à la zone euro, due d'abord à la fixation irrévocable des taux de changes entre les monnaies précédentes des pays membres, puis à une logique de séparation des risques induits par les mesures extraordinaires de la BCE.

En effet, rappelons-nous que les prêts (LTRO)[6] octroyés par Francfort entre 2011 et 2012 ont été utilisés par les banques commerciales des pays périphériques pour solder leurs emprunts commerciaux envers les banques françaises et allemandes, ainsi que pour leur racheter les « govies » (emprunts d'État) du sud de l'Europe dont elles se débarrassaient. Si ces prêts avaient été directement octroyés aux entreprises et aux ménages, les soldes Target2 n'auraient pas bougé. De même si, par son *quantitative easing*, la BCE avait acheté directement les emprunts d'État sans impliquer les banques centrales nationales[7]. Une synthèse efficace des plus récentes recherches en la matière, effectuée par la London School of Economics pour le compte du Parlement européen en novembre 2017 (*TARGET (im)balances at record level: Should we worry?*) met en évidence justement ces caractéristiques structurelles des divergences des soldes Target.

Qui paye les dettes Target2 en cas d'une sortie de l'euro?

Si un pays forme le projet de quitter l'euro, les risques virtuels qui sont stockés dans les soldes Target2 se matérialisent. Faisons l'hypothèse que l'Italie décide de sortir, mettons via l'art.50 du Traité de Lisbonne. La

Union Populaire Républicaine | UPR

~~L'union du peuple pour rétablir la démocratie, en libérant la France de la prétendue union européenne, de l'OTAN et de l'euro~~
Banca d'Italia se scinde de la BCE et réacquière l'autonomie de son bilan. Dans ce cas, les soldes Target2 deviendraient des dettes et créances exigibles entre autorités monétaires bien distinctes. Dans ce scénario, qui s'accompagnerait probablement d'un fort stress économique et financier, du fait de l'abandon de l'UE, la Banca d'Italia – qui très vraisemblablement repasserait sous le contrôle du gouvernement – ne ferait certes pas sa priorité du paiement de cette dette (d'autant plus qu'elle est à vue, de maturité zéro) se montant à 440 milliards d' € aux autres banques centrales de la zone euro.

Et donc, dans cette perspective, l'on comprend les préoccupations allemandes. Leur créance "potentielle" sur la zone euro qui dépasse les 900 milliards pourrait devenir impossible à recouvrer si elle était confrontée à la sortie unilatérale d'un pays périphérique tel que l'Italie ou l'Espagne, ou, aussi bien, si c'était le gouvernement allemand qui optait pour un retour au mark. Le Président de la Bundesbank Weidmann en est pleinement conscient et ce n'est pas par hasard qu'il a proposé voici quelques années[8] de collatéraliser[9] les soldes Target2, requérant des banques centrales [quand elles font un débit Target] qu'elles apportent en garantie des sûretés réelles, telles que par exemple de l'or[10].

À l'heure actuelle, il n'est pas clair si, en cas de sortie unilatérale, les soldes Target doivent être réglés et, le cas échéant, en quelle monnaie ils doivent être repayés.



Mario Draghi, BCE – photo de Hannelore Foerster/Getty Images

Sur ce point, on peut débattre pendant longtemps: dans une célèbre réponse, datant de janvier 2017, à une question de deux députés européens italiens, le Président Mario Draghi a déclaré publiquement que dans le cas d'une sortie unilatérale de la monnaie unique les soldes [Target] devaient être réglés immédiatement, et en euros [11]. Une interprétation franche et radicale, qui a contribué à raviver les tensions du débat sur l'avenir de la zone euro, à la veille du vote présidentiel français. Le même Draghi cependant, quelques mois plus tard, faisait machine arrière, puisqu'à une question de la part de parlementaires européens[12] néerlandais, il répondait que la BCE elle-même ne pouvait faire d'hypothèses sur la fin de l'euro, étant donné l'irrévocabilité[13] dudit euro.

À bien la considérer en effet, la déclaration de Draghi implique que, réciproquement, des pays créditeurs comme l'Allemagne ou les Pays-Bas devraient être "récompensés" pour leur éventuelle sortie par un règlement en euros – et non dans leur monnaie nationale – de leurs créances Target2[14]. Une incitation à la sortie, en pratique, que la

Par ailleurs, en se fondant sur la documentation juridique afférente au système de paiements qu'est TARGET 2, il semble que les comptes techniques sur lesquels les transactions sont réglées ressortissent aux législations nationales. En conséquence, dans le cas d'une sortie unilatérale de l'union monétaire de l'un des pays membres, on ne saurait exclure qu'une tentative de redénomination dans une monnaie autre que l'euro (telle que la nouvelle lire, le nouveau drachme, la nouvelle peseta, lesquelles fort vraisemblablement se seront dépréciées [par rapport à l'euro rémanent]) ne puisse être avalisée par les tribunaux du pays sortant.

Et donc du point de vue allemand, soit que se concrétise le risque d'un Italexit initié par un gouvernement non coopératif avec la discipline fiscale de la zone euro, soit que l'on aille vers une réforme de l'union monétaire qui épouse le principe de la mutualisation des risques [financiers], il conviendrait qu'il existât une procédure bien réglée régissant les sorties de l'euro. À leurs conditions, évidemment.

La proposition de [la procédure régissant] la sortie de l'euro faite par les économistes allemands

Selon la triade Sinn- Konrad- Schmidt, la clause de sortie devrait être partie intégrante d'un nouveau paquet de réformes qui s'insérerait dans le projet plus ample qu'a lancé la Commission européenne le 6 décembre dernier, et qui comprend entre autres l'institution d'un Fonds Monétaire Européen et d'un ministre unique pour la zone euro. Pour ce que l'on comprend du matériel disponible, l'activation de la clause de sortie se ferait sur une base volontaire, mais serait fortement procéduralisée pour ce qui est des étapes et des modalités de négociations. Un point clé semble être que le règlement des soldes Target 2 ne serait peut-être pas à faire dans l'immédiat, mais serait consécutif à une négociation laborieuse, sur le modèle de celles qui ont lieu pour le divorce entre le Royaume-Uni et l'Union européenne.

Dans le cas "malheureux" où la bureaucratie européenne et d'autres pays européens auraient pu forcer le passage vers un partage des risques "inacceptable", une voie de sortie de ce type permettrait à l'Allemagne de quitter l'euro sous des conditions qui seraient à son avantage. Et tout d'abord, elle n'aurait pas à quitter l'Union européenne (ni non plus le marché unique) et s'assurerait le privilège légal de pouvoir récupérer sa créance Target 2 de 900 milliards qu'elle détient sur tous les autres pays membres[16]. La clause de sortie offrirait à l'Allemagne un support dans le cas aussi où ce serait l'Italie qui déciderait de quitter l'euro. En empêchant ainsi, par le moyen de la fixation d'une procédure rigide, une dissolution désordonnée de l'union monétaire, laquelle aurait des répercussions dramatiques sur les systèmes bancaires et financiers.

Cui prodest? La faisabilité d'une activation de la clause de sortie de du point de vue de l'Italie

L'euro est né explicitement sans prévoir la possibilité de faire machine arrière pour l'un des pays membres, au motif que cet oubli devait renforcer le processus unidirectionnel d'intégration. C'était un choix de nature politique, dont tant l'efficacité *ex-post* que l'opportunité *ex-ante* sont assez douteuses. L'économiste américain Martin Feldstein considère ce choix de nier la possibilité d'une sortie comme étant un choix délétère et porteur de conflits potentiels. Certes, l'absence d'une clause de sortie tire sa légitimité de la perspective d'une intégration complexe, monétaire d'abord, fiscale ensuite, et finalement politique. Cela reposait sur l'hypothèse implicite que l'Europe se dirigeait vers une « union de transferts » et une union de la solidarité ; à quoi bon sinon décider de brûler les ponts permettant de revenir vers la situation du passé ?

La proposition des économistes allemands, cependant, donne la priorité à l'intérêt national sur l'intérêt communautaire, et procure une échappatoire à l'Allemagne lui permettant d'éviter cette Europe des transferts, laquelle jouait le rôle d'une condition préalable au « saut dans le noir » de la monnaie unique. Europe des transferts aussi qui s'était déjà manifestée par l'annulation de la dette allemande, laquelle à son tour avait permis la réunification, sans trop de répercussions, des deux Allemagnes.

~~L'union du peuple pour rétablir la démocratie en libérant la France de la prétendue union européenne de l'OTAN et de l'euro~~
C'est faire une lecture point trop déformante de la réalité que de dire que l'Allemagne s'est depuis des années dressée vent debout contre la vision d'une Europe pleinement fédérale, au moins pour ce qui est de la fiscalité, enlisant ainsi le processus d'intégration. Dans ce nouveau contexte – duquel il faudra bien, tôt où tard, prendre conscience – l'inclusion dans les principes de base d'une clause de sortie de l'euro indique assurément, pour employer les mots de Stefano Fassina, une "prise de conscience historique, économique et politique". Fondamentalement, la rédaction d'une clause de sortie visant à protéger le pays périphérique désireux de quitter l'euro serait une toute autre chose et je doute assez que ce soit l'objectif.

Les modalités qu'indiquent les économistes allemands sont évidemment *pro domo sua*^[17], et apparaissent comme fortement pénalisantes pour notre pays [l'Italie]. Au delà de l'exigibilité du paiement des soldes Target2, une procédure de sortie de l'euro au calendrier et aux modalités rigides, dans le style de l'Article 50, tendrait à augmenter plutôt qu'à réduire les coûts de sortie pour l'Italie. Quelle serait en effet la position de la BCE pendant la période des négociations ? Cette clause fonctionnerait-elle comme un parapluie protecteur pour le système bancaire national jusqu'à la fin des négociations, ou bien la verrait-on réduire progressivement cette protection ?

Et même si "l'attitude" de la BCE était en apparence collaborative, elle resterait, aux mains des autres États restant dans l'euro, un instrument de pression pour obtenir un accord qui leur soit plus favorable, comme le montre assez bien l'expérience de la crise grecque de 2015. Sur la base de l'Histoire, il est important de noter que les accords de taux de change fixe ont tendance à se rompre inopinément. Cela peut sembler paradoxal, mais l'existence d'une banque centrale unique soutenant un système de changes fixes ne peut que compliquer le processus de retour à des monnaies nationales.

NOTES explicatives de Vincent Brousseau

[1] Voir https://www.welt.de/print/die_welt/finanzen/article174565168/Top-Oekonomen-zweifeln-am-Euro.html , ou pour une version française <https://www.upr.fr/actualite/france/des-economistes-de-renom-doutent-de-leuro-un-article-paru-dans-die-welt-traduit-par-vincent-brousseau-confirme-les-analyses-de-lupr>.

[2] L'auteur fait ici allusion à un raisonnement tendant à établir que les soldes débiteurs Target n'étaient pas des dettes et ne devaient pas être remboursés, raisonnement qui a été propagé en Italie par Marco Zanni (<https://twitter.com/Marcozanni86/status/983679955992236032>) et relayé en France par Jacques Sapir (<https://twitter.com/russeurope/status/983681796851359746>). Rappelons que ce même Zanni avait interrogé à ce sujet Draghi et en avait reçu, en janvier 2017, une réponse écrite qui spécifiait expressément que les soldes devaient être remboursés. (La lettre se trouve à http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/170120letter_valli_zanni_1.en.pdf , voir aussi <https://www.upr.fr/actualite/laveu-de-mario-draghi-montre-lurgence-de-sortir-de-leuro-vincent-brousseau>).

[3] Elles sont en réalité exigibles, mais aussi longtemps que le débiteur et le créancier appartiennent à la zone euro, elles sont automatiquement reportées d'un jour sur le suivant.

[4] Le taux est en fait celui de politique monétaire, lequel se trouve être bas en ce moment mais ne l'a pas toujours été. Cependant, les profits issus de cette rémunération sont mutualisés à intervalles réguliers, ce qui revient *de facto* à appliquer un taux nul.

[5] Rappelons qu'en fin de journée, ces dettes et créances sont mutualisées de la façon suivante : Une dette de la Bdl envers la Bundesbank est remplacée par une dette de la Bdl envers la BCE et une dette de la BCE envers la Bundesbank. De sorte qu'en fait, sauf pour la journée en cours, il n'y a plus que des dettes et créances entre la banque centrale nationale et la BCE.

[6] LTRO : Long Term Refinancing Operation, opération de refinancement à long terme. L'une des mesures extraordinaires prises par la BCE, ces prêts étaient semblables aux opérations ordinaires de refinancement mais

[7] Ce raisonnement oublie qu'il existe aussi des soldes Target entre les banques centrales nationales et la BCE elle-même. Si la BCE, au lieu de la Bdl, rachète des titres italiens, sans doute cela n'engendre plus de fluxarget de l'Italie vers le Nord, mais cela en engendre de la BCE vers le Nord. L'auteur, de façon compréhensible, se focalise sur les seuls Targets italiens.

[8] Un peu plus de six ans. Voir à ce sujet le paragraphe intitulé « La cautèle de M. Weidmann » dans l'article <https://www.upr.fr/actualite/pourquoi-leuro-est-condamne>

[9] C'est le terme technique pour nantir un emprunt, ce qui consiste essentiellement à hypothéquer quelque chose que le créancier pourra récupérer si le débiteur fait défaut.

[10] L'or est certes un exemple plausible, mais il ne semble pas que Weidmann ait alors parlé spécifiquement d'or.

[11] Voir l'article datant de janvier 2017 <https://www.upr.fr/actualite/laveu-de-mario-draghi-montre-lurgence-de-sortir-de-leuro-vincent-brousseau>. Draghi a parlé en fait non des seuls Targets, mais du net des dettes qui incluent, mais ne s'y limitent pas, les soldes Target. L'autre composante quantitativement importante est celle des billets euros émis en net par la banque centrale sortante.

[2] En réalité, il s'agissait de députés du parlement national néerlandais. La réunion, qui a duré deux heures, s'est tenue en mai 2017 : on en trouve une vidéo complète sur Youtube à l'adresse <https://youtu.be/B411vL2uxew>. (Le célèbre gag de la tulipe se situe dans la dernière minute.)

[3] En réalité, Draghi n'est pas revenu en arrière. Il l'aurait fait s'il avait dit que finalement les dettes ne devaient pas être repayées totalement, ou si elles ne devaient pas nécessairement être repayées en euros, ou si elles ne devaient pas être immédiatement repayées. Mais ce n'est pas ce qu'il a fait : il a simplement refusé de répondre à la question.

[4] Il s'agit du cas où la prime de sortie est négative. Ils doivent payer une prime négative, donc en fait recevoir de l'argent. Pour plus de détails, voir l'article

<https://www.upr.fr/actualite/ce-que-doit-a-ses-consoeurs-une-banque-centrale-qui-quitte-leuro-la-prime-de-sortie-vincent-brousseau>.

[5] Ce qui explique que Draghi, lorsqu'il a été interrogé en mai 2017 par les députés des Pays-Bas, ait choisi de refuser de répondre à la question plutôt que de confirmer.

[6] En fait, qu'elle détient sur la BCE elle-même.

[7] Cette expression latine, qui tire son nom d'un discours de Cicéron, se dit d'une argumentation que l'on fait en faveur de ses propres intérêts.