



November 2011

WORKING PAPER SERIES

2011-ECO-07

Les prêts gigantesques de la Bundesbank aux banques centrales des pays en détresse de la zone euro

Eric Dor
IESEG School of Management (LEM-CNRS)

IESEG School of Management
Catholic University of Lille
3, rue de la Digue
F-59000 Lille

www.ieseg.fr

Tel: 33(0)3 20 54 58 92

Fax: 33(0)3 20 57 48 55

Les prêts gigantesques de la Bundesbank aux banques centrales des pays en détresse de la zone euro

Eric Dor

Directeur de la Recherche à l'IESEG School of Management (LEM CNRS)

Résumé

Alors qu'ils étaient de très faible ampleur jusqu'en 2007, les prêts de la Bundesbank au reste de l'Eurosystème ont grimpé en flèche depuis 2008 pour atteindre 465 milliards d'euros en octobre 2011. En contrepartie les dettes des Banques Centrales Nationales des pays de la périphérie de la zone euro se sont envolées, pour atteindre 118 milliards d'euros pour l'Irlande, 108 milliards d'euros pour l'Espagne, 101 milliards d'euros pour la Grèce, 89 milliards d'euros pour l'Italie ou 57 milliards d'euros pour le Portugal.

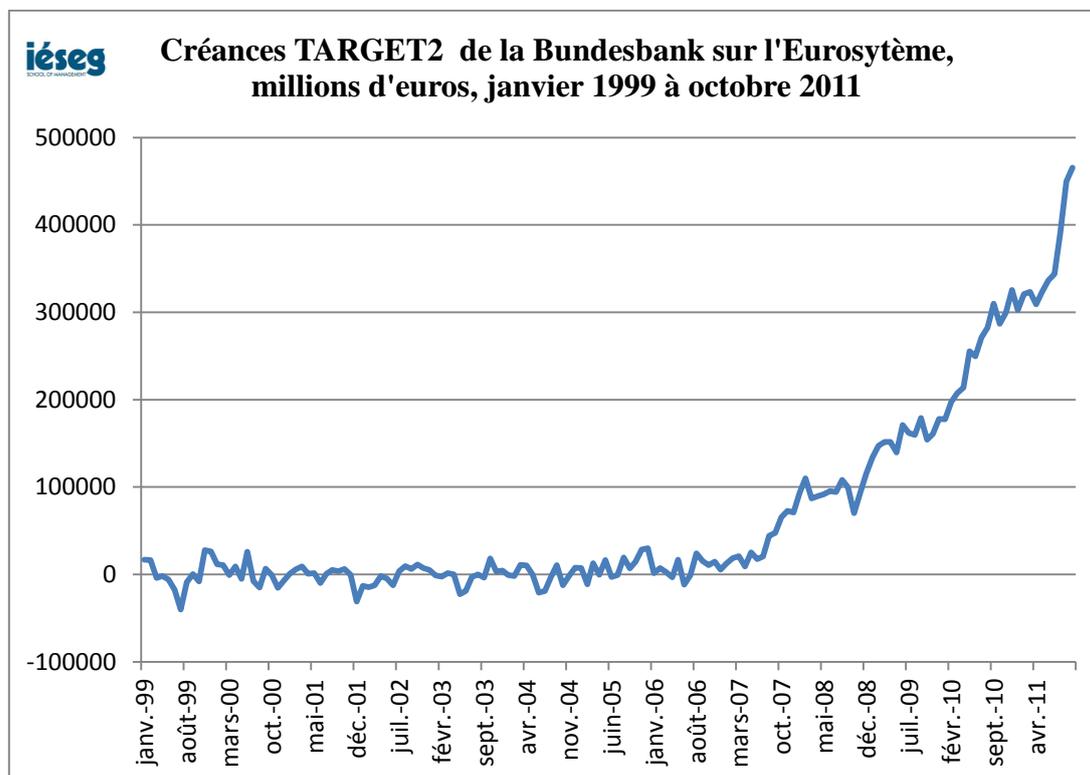
Dans la zone euro, ce qui tient lieu de banque centrale est l'Eurosystème qui regroupe les Banques Centrales Nationales de chaque pays membre de l'union monétaire, et la Banque Centrale Européenne. Les paiements transfrontaliers entre les banques de pays différents de la zone euro sont effectués sur un système appelé TARGET2. Ce système permet aux banques des différents pays de se transférer mutuellement des créances sur les Banques Centrales Nationales. En employant TARGET2, chaque transaction transfrontalière entre des pays de la zone euro donne lieu à une créance brute d'une Banque Centrale Nationale sur une autre. En effet la Banque Centrale Nationale du pays de la banque « payante » doit emprunter des créances sur la Banque Centrale Nationale du pays de la banque « bénéficiaire », avant de transférer la propriété de ces réserves à cette banque « bénéficiaire ». Après chaque journée, les créances et dettes mutuelles des Banques Centrales Nationales sont compensées et remplacées par une créance nette ou une dette nette de chaque Banque Centrale Nationale sur ou à l'égard de l'Eurosystème. Ces créances ou dettes nettes journalières sont ajoutées aux créances ou dettes cumulées TARGET2 de chaque Banque Centrale Nationale constituées depuis le lancement de l'euro.

Jusqu'à 2007, les déficits du compte courant des pays de la périphérie de la zone euro étaient compensés par des entrées nettes de capitaux. Depuis 2008 toutefois, les banques allemandes et celles d'autres pays centraux de la zone euro sont réticentes à prêter aux banques des pays de la périphérie qui subissent également de fortes fuites des capitaux. Les déséquilibres croissants des comptes TARGET2 sont causés par un retournement prolongé des flux de capitaux. Des fuites nettes de capitaux s'ajoutent maintenant aux déséquilibres structurels de la balance courante des pays de la périphérie dus à leur manque de compétitivité. Les banques des pays périphériques subissent également d'énormes fuites de dépôts. Les dépôts domestiques dans les banques grecques ont diminué de 50 milliards d'euros depuis la mi-2009, et les dépôts étrangers de 25 milliards d'euros. Les déséquilibres croissants des comptes TARGET2 montrent que les marchés ont perdu la confiance en l'égalité de la valeur future des dépôts dans les banques de différents pays de la zone.

Les risques pour l'Allemagne sont énormes. Au cas où la zone euro éclatait, la Bundesbank subirait des pertes gigantesques sur ses prêts à l'Eurosystème, liés à TARGET2. Dans un tel scénario, la Bundesbank devrait être recapitalisée par l'état allemand, qui verrait sa propre dette publique s'envoler. Même sans rupture de la zone euro, la Bundesbank s'expose à 30% des pertes potentielles sur les prêts croissants des banques centrales Nationales des pays de la périphérie à leurs banques, qui subissent la fuite des capitaux. Les déséquilibres de balance des paiements des pays en détresse de la périphérie bénéficient d'un financement monétaire de la Bundesbank, aux risques de la population allemande.

Un aperçu éloquent du problème

Faudrait-il encore convaincre quiconque de l'existence d'un problème structurel dans l'Eurosystème depuis quelques années, que le graphique suivant serait particulièrement parlant :

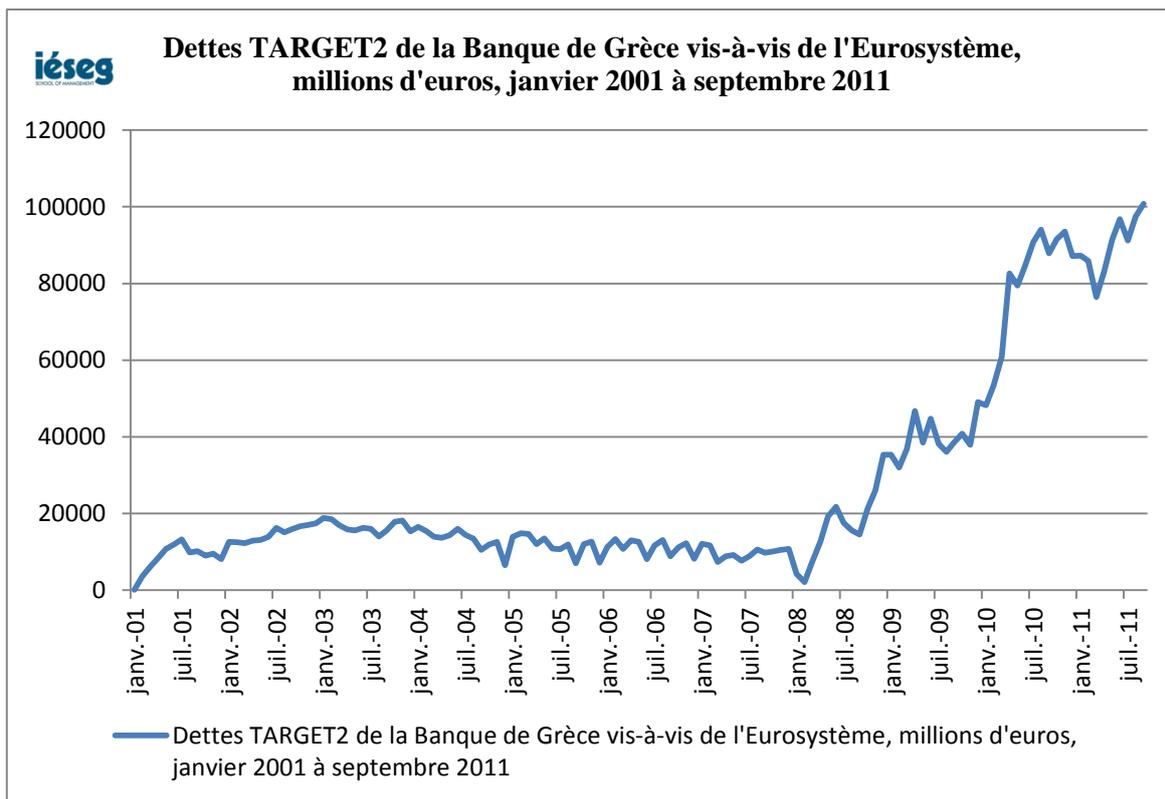


Source : Bundesbank

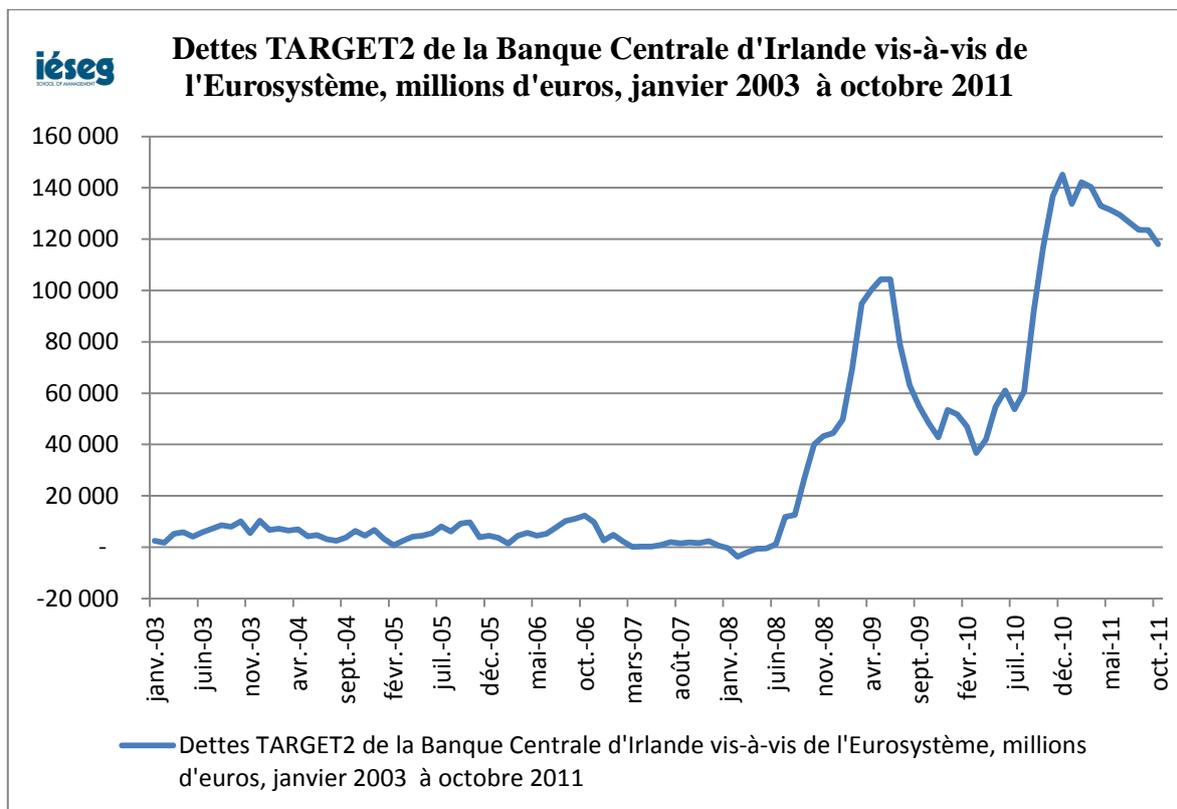
En octobre 2011, dans le contexte du système de paiements transfrontaliers TARGET2, la Bundesbank avait accumulé une créance de 465 milliards d'euros sur le reste de l'Eurosystème, c'est-à-dire les autres Banques Centrales Nationales de la zone euro et la Banque Centrale Européenne.

Les Banques Centrales Nationales des pays en détresse sont les emprunteurs

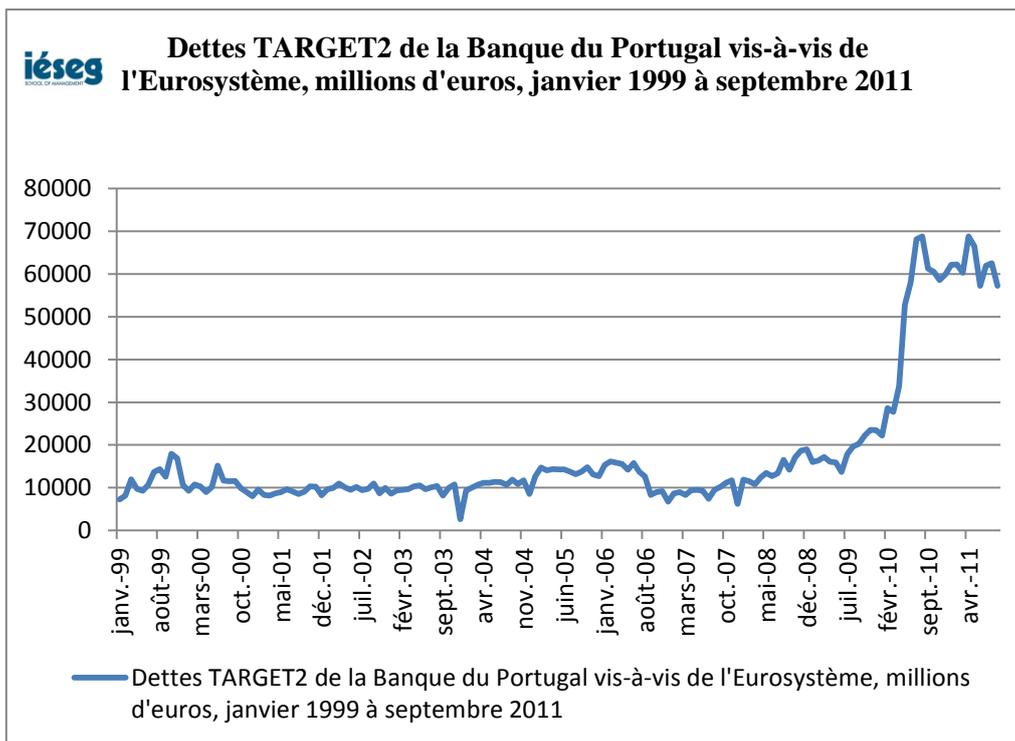
Les créances Croissantes de la Bundesbank et, dans une moindre mesure, la Banque Centrale du Luxembourg, la Banque Néerlandaise et la Banque de Finlande sont la contrepartie des dettes croissantes des Banques Centrales Nationales des pays en détresse de la périphérie de la zone euro. Depuis le début de la crise les créances croissantes de la Bundesbank correspondent à des dettes croissantes de la Banque de Grèce, la Banque Centrale d'Irlande et la Banque du Portugal.



Source : Banque de Grèce

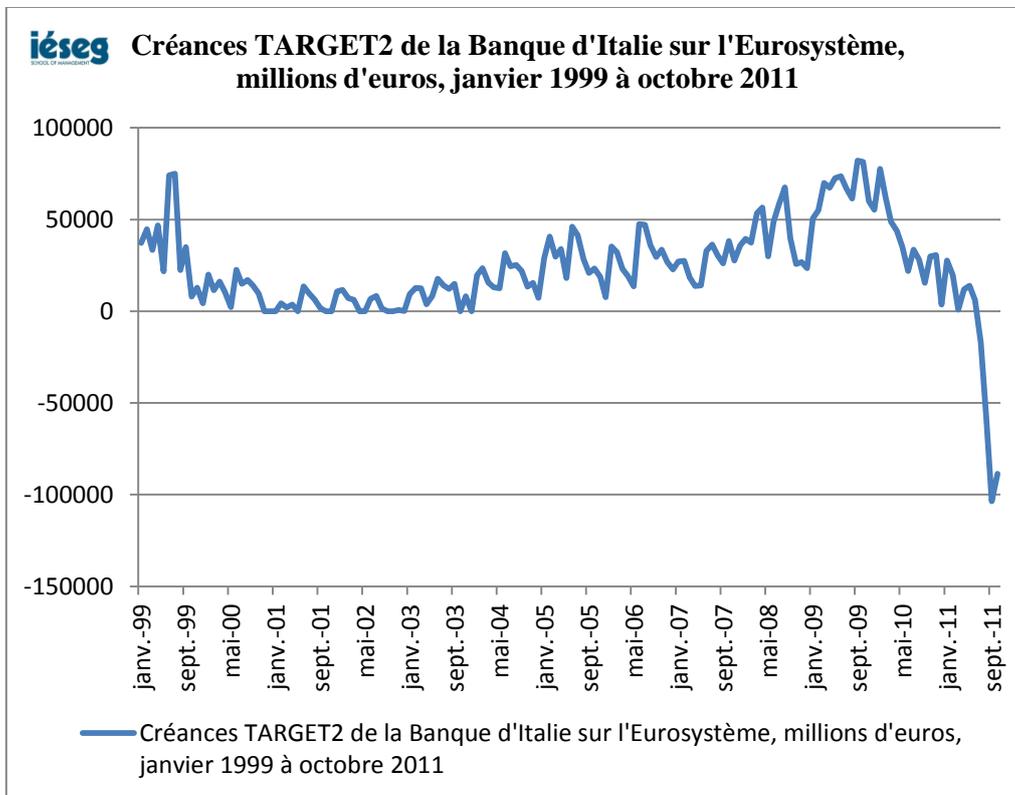


Source : Banque Centrale d'Irlande

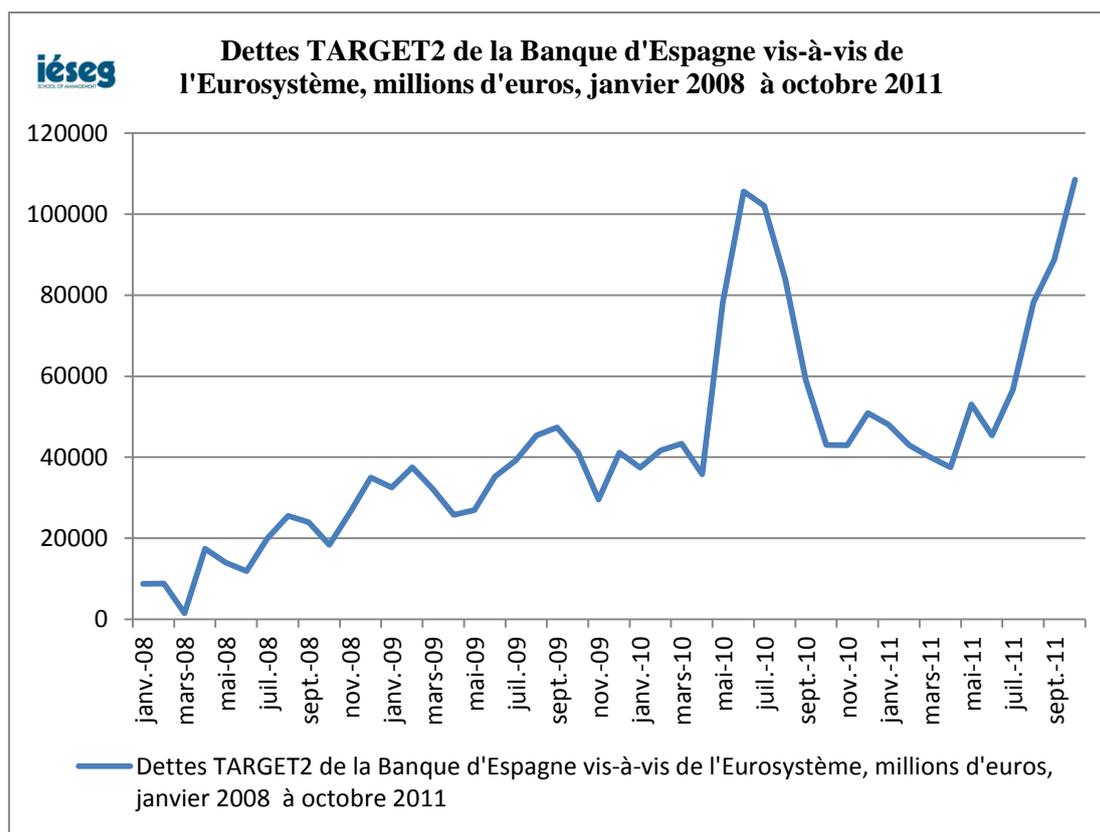


Source : Banque du Portugal

Toutefois la crise s'est récemment étendue rapidement à l'Italie et l'Espagne. Cette perspective est de nature à préoccuper au vu de la taille des économies concernées.



Source : Banque d'Italie



Source : banque d' Espagne

Les déséquilibres majeurs dans les comptes TARGET2 partagent la zone euro en un petit groupe de pays créditeurs et les autres

**Estimation des créances et dettes TARGET2 sur ou à l'égard de l'Eurosystème
Octobre 2011**

	Créance	Dettes	
Bundesbank	465	118	Banque Centrale d'Irlande
Banque Centrale du Luxembourg	85	108	Banque d'Espagne
Banque Néerlandaise	89	101	Banque de Grèce
Banque de Finlande	33	89	Banque d'Italie
		57	Banque du Portugal
		42	Banque Nationale de Belgique
		35	Banque de France
		29	Banque Nationale Autrichienne
		9	Banque Centrale de Chypre
		11	Banque Nationale de Slovaquie
		2	Banque de Slovénie
		1	Banque Centrale de Malte
		-	Banque d'Estonie
		70	Banque Centrale Européenne et erreurs
	672	672	

Source : Banques Centrales Nationales et estimations propres IESEG

Le caractère extrêmement atypique de ce phénomène peut être aisément appréhendé en le comparant avec ce qui prévalait avant la crise, par exemple en décembre 2005

Estimation des créances et dettes TARGET2 sur ou à l'égard de l'Eurosystème Décembre 2005

	Créance	Dettes	
Bundesbank	30	35	Banque Nationale de Belgique
Banque d'Espagne	13	16	Banque nationale Autrichienne
Banque de France	11	13	Banque du Portugal
Banque Centrale du Luxembourg	8	7	Banque de Grèce
Banque d'Italie	8	5	Banque Centrale d'Irlande
Banque de Finlande	1	1	Banque Néerlandaise
Banque Centrale Européenne	5		
Erreurs	1		
	77	77	

La Banque centrale de la zone euro est en réalité un ensemble d'institutions connu comme l'Eurosystème. Il est composé de la Banque Centrale Européenne et des Banques centrales Nationales des pays de l'UEM. Une politique commune est déterminée par la BCE pour toute la zone euro, mais les billets en euros sont émis par les Banques Centrales Nationales et le refinancement des banques est décentralisé également : la liquidité est fournie par chaque Banque Centrale Nationale aux banques du pays concerné. Les banques détiennent leurs réserves auprès de la Banque Centrale nationale du pays où elles sont localisées. Elles empruntent de la liquidité à la Banque Centrale nationale du pays où elles sont localisées.

Les paiements transfrontaliers entre banques de pays différents de la zone euro sont effectués sur un système appelé TARGET2. Ce système permet aux banques de se transférer mutuellement des créances sur les Banques centrales Nationales, appelées « monnaie banque centrale » ou « réserves ». Par exemple quand une banque grecque transfère de l'argent à une banque allemande en employant TARGET2, la créance nette de la banque grecque sur la Banque de Grèce diminue et la créance nette de la banque allemande sur la Bundesbank augmente. Dans cet exemple une créance de la banque grecque sur la Banque de Grèce a été remplacée par une créance d'une banque allemande sur la Bundesbank.

En employant TARGET2, chaque transaction transfrontalière entre des pays de la zone euro donne lieu à une créance brute d'une Banque Centrale Nationale sur une autre. En effet la Banque Centrale Nationale du pays de la banque « payante » doit emprunter des créances sur

la Banque Centrale Nationale du pays de la banque « bénéficiaire », avant de transférer la propriété de ces réserves à cette banque « bénéficiaire¹ ».

Après chaque journée, les créances et dettes mutuelles des Banques Centrales Nationales sont compensées et remplacées par une créance nette ou une dette nette de chaque Banque Centrale Nationale sur ou à l'égard de l'Eurosystème. Ces créances ou dettes nettes journalières sont ajoutées aux créances ou dettes cumulées TARGET2 de chaque Banque Centrale Nationale constituées depuis le lancement de l'euro.

Les transactions effectuées au moyen de la structure TARGET2 peuvent être financières comme commerciales. Des créances croissantes sur l'Eurosystème, liées à TARGET2, reflètent donc des surplus accumulés de balance des paiements. Des dettes croissantes sur l'Eurosystème, liées à TARGET2, reflètent des déficits accumulés de balance des paiements.

Jusqu'à 2007, les déficits du compte courant des pays de la périphérie de la zone euro étaient compensés par des entrées nettes de capitaux. Depuis 2008 toutefois, les banques allemandes et celles d'autres pays centraux de la zone euro sont réticentes à prêter aux banques des pays de la périphérie qui subissent également de fortes fuites des capitaux.

Comment ces déséquilibres sont-ils causés par des fuites nettes de capitaux ?

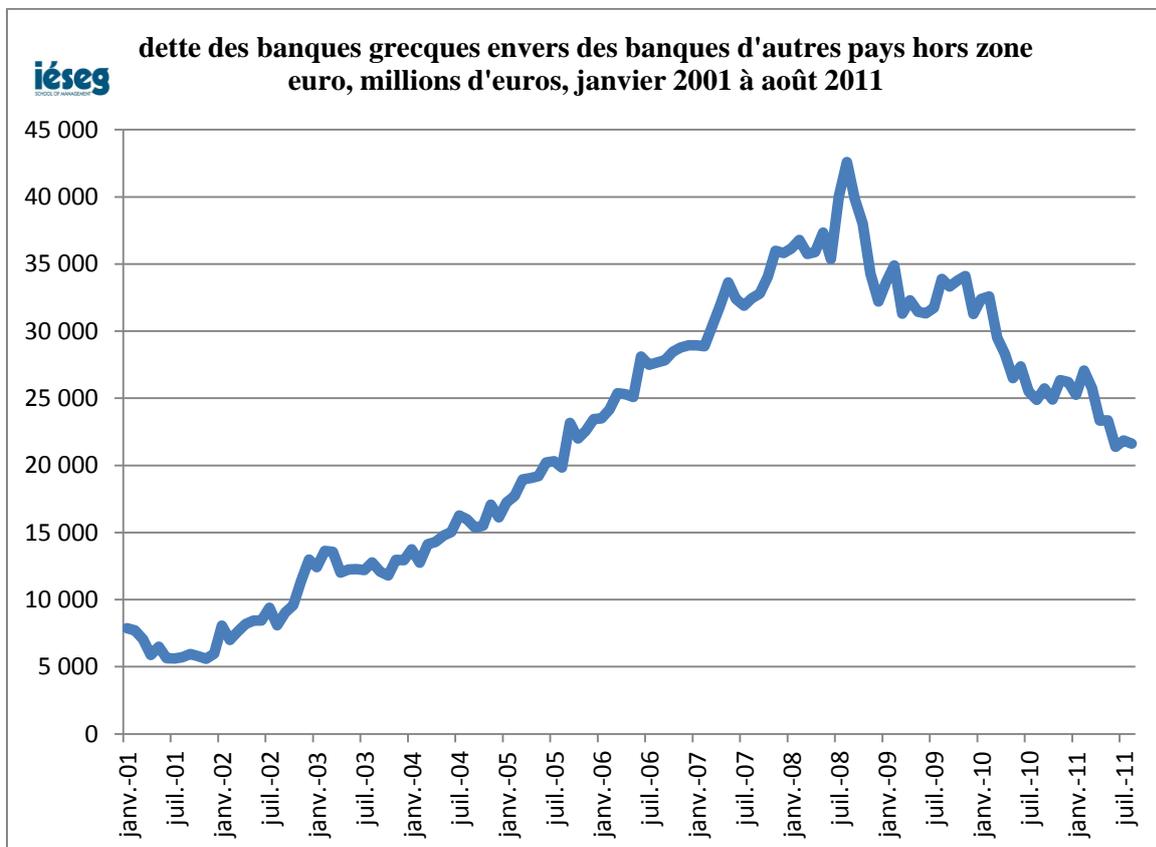
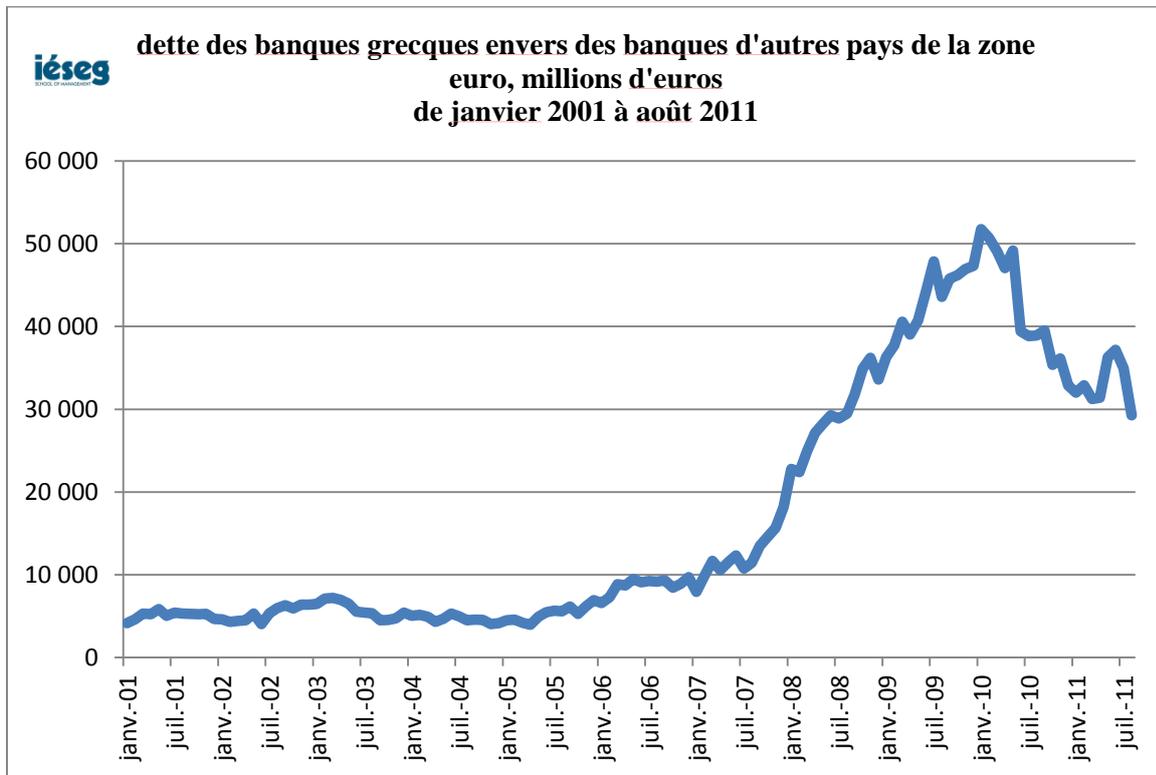
Comme cela a été mentionné, les déséquilibres croissants des comptes TARGET2 sont causés par un retournement prolongé des flux de capitaux. Des fuites nettes de capitaux s'ajoutent maintenant aux déséquilibres structurels de la balance courante des pays de la périphérie dus à leur manque de compétitivité. Les investisseurs et les banques des pays centraux de la zone euro sont réticents à renouveler leurs prêts à l'économie des pays de la périphérie. Les gouvernements des pays de la périphérie ont perdu l'accès au marché international des capitaux. Les banques des pays en détresse ont également perdu l'accès au marché interbancaire.

¹ Par exemple quand un dépôt dans une banque grecque est transféré par le client vers une banque allemande, la séquence des événements peut être décrite comme suit :

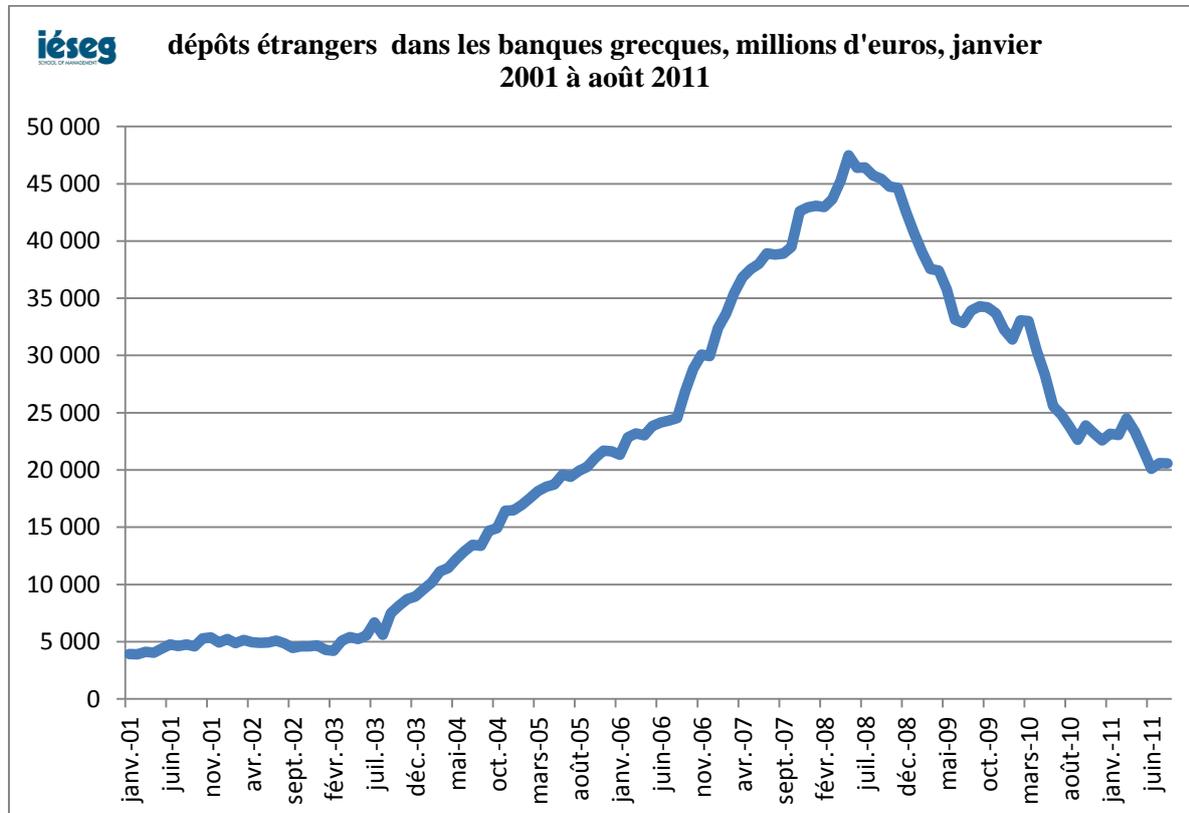
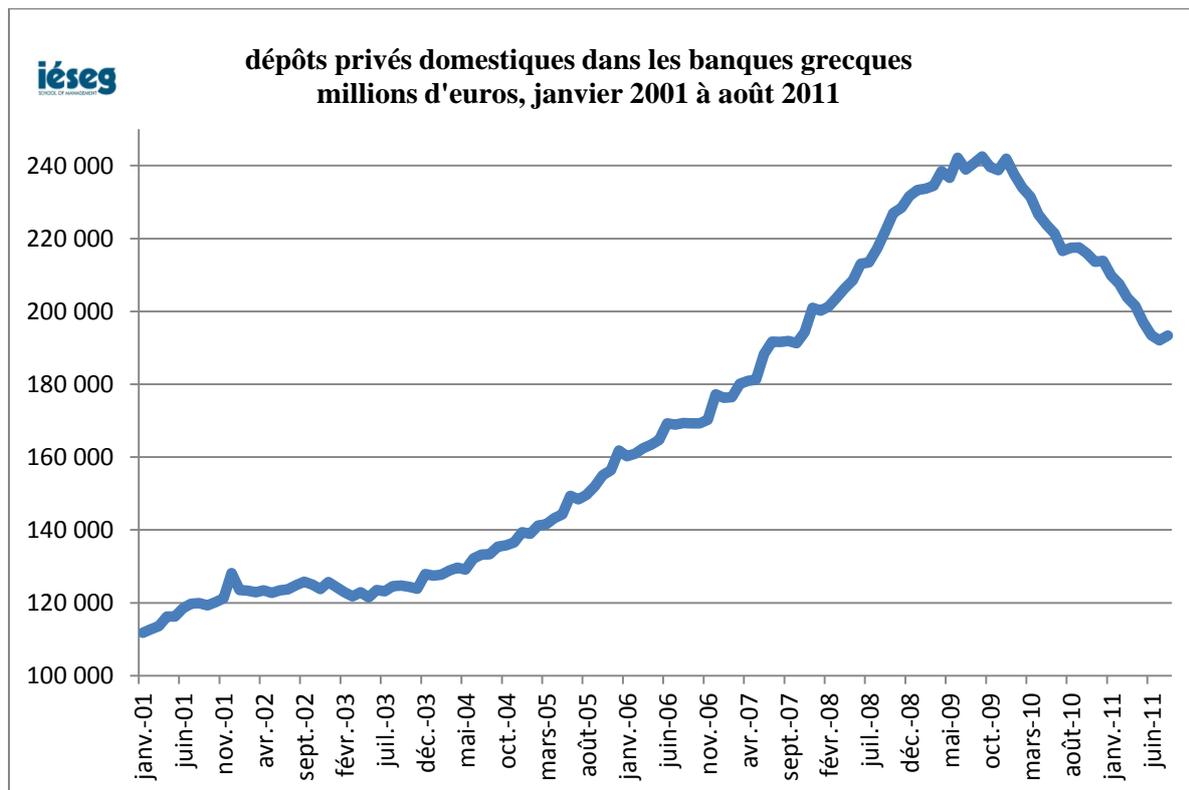
- La banque grecque emprunte la liquidité nécessaire à la Banque Centrale Nationale de Grèce (la Banque de Grèce) qui crédite le compte de réserve de cette banque
- la banque grecque demande à la Banque Centrale Nationale de la Grèce (la Banque de Grèce) de transférer cette liquidité à la banque allemande, pour créditer le compte de dépôt du client dans cette banque.
- La Banque Centrale Nationale de Grèce a donc besoin de réserves auprès de la Banque Centrale Nationale d'Allemagne, pour les transférer à la banque allemande. La Banque Centrale Nationale Grèce emprunte ces réserves à la Banque Centrale Nationale d'Allemagne. La Banque Centrale Nationale d'Allemagne crédite donc le compte journalier temporaire de la Banque Centrale Nationale de Grèce (la Banque de Grèce). En contrepartie la Banque Centrale Nationale de Grèce (la Banque de Grèce) crédite le compte journalier de la Banque centrale nationale d'Allemagne (la Bundesbank) pour indiquer qu'elle lui doit cet emprunt.
- La banque Centrale Nationale de Grèce (la Banque de Grèce) débite le compte de réserve de la banque grecque qui débite le compte de dépôt du client.
- La Banque centrale nationale d'Allemagne débite le compte de la Banque Centrale Nationale de Grèce et crédite le compte de la banque allemande, qui crédite le compte de dépôt du client

Il en résulte une augmentation de la dette nette de la Banque Centrale Nationale de Grèce à l'égard de la Banque Centrale Nationale de d'Allemagne

Par exemple les graphiques suivants montrent le retournement du financement des banques grecques par les banques étrangères de la zone euro et du reste du monde.



Il y a également des fuites de dépôts hors des banques grecques, de la part des clients domestiques comme des clients étrangers



Une caractéristique essentielle d'une union monétaire est qu'un dépôt dans une banque d'un pays membre doit être perçu comme ayant la même valeur qu'un dépôt identique dans une banque d'un autre pays membre.

Les déséquilibres croissants des comptes TARGET2 montrent que les marchés ont perdu la confiance en l'égalité de la valeur future des dépôts dans les banques de différents pays de la zone. Il y a une préférence nette pour les dépôts bancaires dans certains pays et une défiance à l'égard des dépôts bancaires dans les pays de la périphérie. L'égalité entre des dépôts bancaires identiques dans les différents pays, et donc la capacité de transférer les dépôts d'un pays à l'autre sans perte de valeur, est bien sûr maintenue au moyen du mécanisme des prêts potentiellement illimités entre Banques Centrales Nationales, mais cela implique une croissance vertigineuse des prêts de grande ampleur de la Bundesbank au reste de l'Eurosystème.

Conséquence pour l'Allemagne

Pertes au cas où la zone euro éclatait

Au cas où la zone euro éclatait, la Bundesbank subirait des pertes gigantesques sur ses prêts à l'Eurosystème, liés à TARGET2. Dans un tel scénario, la Bundesbank devrait être recapitalisée par l'état allemand, aux frais du contribuable allemand.

Si les pays en détresse abandonnaient l'euro, leurs nouvelles monnaies nationales se déprécieraient rapidement comparativement à l'euro. Ils ne seraient pas en mesure de rembourser leurs dettes en euro accumulées auparavant dans le cadre de TARGET2, qui augmenteraient fortement une fois exprimées en nouvelle monnaie nationale. Les Banques Centrales Nationales des pays restés dans la zone euro subiraient de fortes pertes.

Au cas où les pays ayant abandonné l'euro essaieraient de convertir ces dettes liées à TARGET2 dans leurs nouvelles monnaies nationales, la dépréciation de ces monnaies causerait également de fortes pertes aux Centrales Nationales des pays restés dans la zone euro.

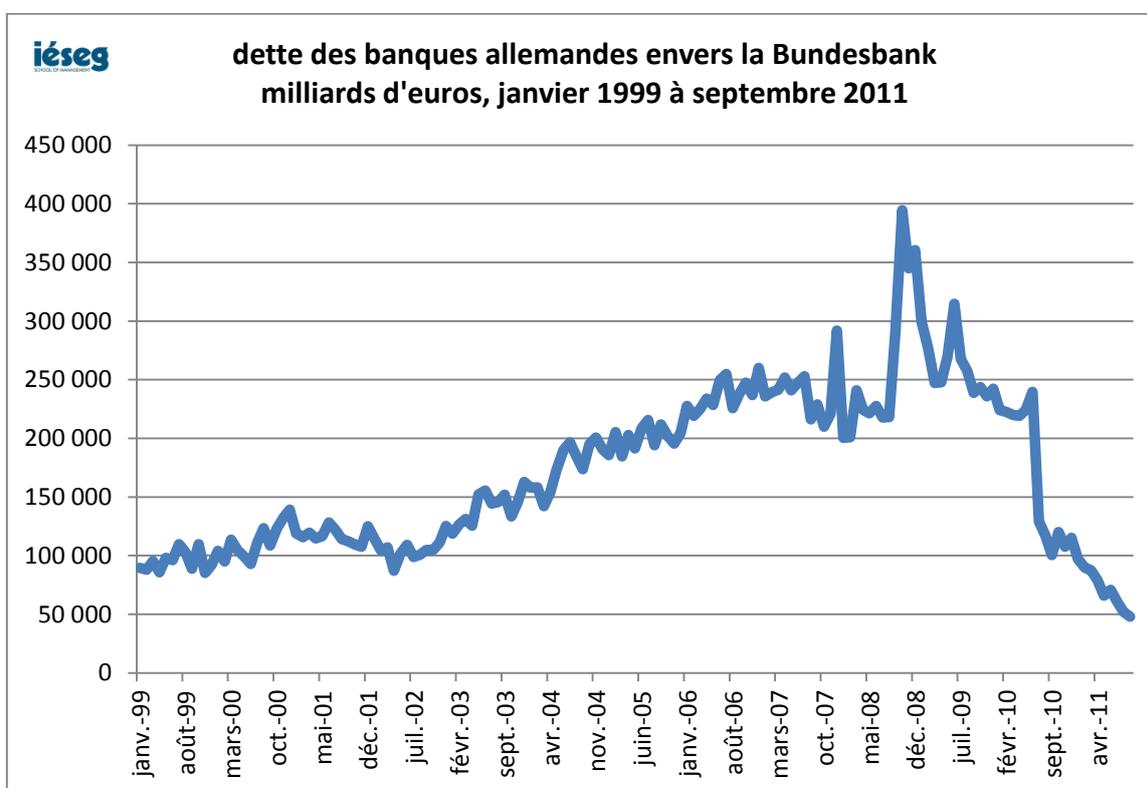
Pertes potentielles sur les opérations normales de refinancement de l'Eurosystème

Comme cela a été montré, les créances croissantes de la Bundesbank et quelques autres Banques Centrales Nationales sur l'Eurosystème sont accompagnées de prêts croissants des Banques Centrales Nationales des pays en détresse à leurs banques commerciales. Au vu de la fragilité de ces banques et de leur manque d'actifs de bonne qualité à offrir en collatéral, les risques sur ces prêts ont fortement augmenté pour l'Eurosystème. La BCE a même été obligée de réduire ses exigences de qualité pour les actifs que les banques des pays en détresse apportent en collatéral aux opérations de refinancement de l'Eurosystème. Les pertes sur les opérations normales de refinancement sont supportées par tout l'Eurosystème, indépendamment de quelle Banque Centrale Nationale a effectué les prêts concernés. De

telles pertes resteraient normalement partagées entre les différentes Banques Centrales Nationales de l'Eurosystème, en fonction de leur fraction dans la part du capital de la BCE qui est détenue par les pays de l'UEM. La Bundesbank supporterait donc 30% des pertes, et devrait être recapitalisée par l'état allemand.

La politique monétaire va être perturbée

A cause du flux de liquidités arrivant en Allemagne en provenance du reste de la zone euro, et de la diminution de leurs prêts vers la périphérie, les banques allemandes n'ont plus besoin d'emprunter des liquidités à la Bundesbank. Pour utiliser les liquidités excédentaires qui arrivent en Allemagne au moyen du mécanisme des prêts de la Bundesbank aux autres Banques Centrales Nationales dans le contexte de TARGET2, elles remboursent même leur dette nette envers la Bundesbank.



Les banques commerciales d'Allemagne, Luxembourg, Pays-Bas et Finlande seront bientôt en excédent structurel de liquidités, sous l'hypothèse que les déséquilibres actuels des comptes TARGET2 continuent. La politique monétaire de l'Eurosystème va donc devoir devenir asymétrique. Les Banques Centrales Nationales des pays « débiteurs » continueront à prêter de la liquidité aux banques de leurs pays, mais celles des pays « créditeurs » devront absorber de la liquidité.

Comment l'Allemagne se retrouve totalement piégée

Des prêts potentiellement illimités des Banques centrales Nationales les unes aux autres sont absolument nécessaires pour l'existence d'une union monétaire. Ces prêts potentiellement

illimités garantissent que des dépôts en euros dans les banques d'un pays de l'union peuvent être transformés en dépôts de même valeur en euro dans des banques d'un autre pays de l'union. A cause des fuites actuelles ces capitaux hors de la périphérie et de la rupture de confiance, la Bundesbank et quelques autres Banques Centrales Nationales sont contraintes mécaniquement à accorder des prêts croissants aux Banques Centrales Nationales de la périphérie de l'Eurosystème. Cela implique que les déséquilibres de balance des paiements des pays de la périphérie bénéficient d'un financement monétaire de la Bundesbank.

Références

Abad, J., A. Löffler and H. Zemanek, 2011, TARGET2 Unlimited: Monetary Policy Implications of Asymmetric Liquidity Management within the Euro Area, July.

Bindseil, U. and P. Johann König, 2011, The economics of TARGET2 balances, Humboldt-Universität zu Berlin, Discussion Paper 35.

Buiter, Rahbari and Michels, 2011, The implications of intra-euro area imbalances in credit flows, Citigroup and CEPR, 57.

Bundesbank, 2011, The dynamics of the Bundesbank's TARGET2 balance, Monthly Bulletin, March, p 34-35.

Garber, P., 2010, The Mechanics of Intra Euro Capital Flight, Special report, Deutsche Bank Global Market Research.

Sinn, H. W. and T. Wollmershäuser, 2011, Target Loans, Current Account Balances and the ECB's Rescue Facility, CESifo Working Paper.

Whittaker, J., 2011, Intra-eurosystem debts, working paper, Lancaster University Management School, March.