

Les raisons à l'origine des déséquilibres de TARGET2

Clemente De Lucia

Le consensus est désormais général : la crise qui ébranle la zone euro n'est pas une « simple » crise de la dette. Faiblesses structurelles, absence de compétitivité, déséquilibres internes et externes et absence de mécanisme *ad hoc* capable de déceler et de corriger ces déséquilibres sont autant de facteurs qui contribuent à expliquer la crise profonde que traverse la zone euro. Pendant la crise, plusieurs pays membres de la zone euro ont été coupés des marchés, les acteurs privés s'interrogeant sur leur capacité à honorer leurs engagements. Par le biais de ses mécanismes de stabilisation, l'UE a injecté des liquidités considérables, accompagnant ces économies dans leur processus d'ajustement douloureux mais nécessaire. Outre ce type d'aide publique, les pays périphériques ont également reçu une sorte d'aide indirecte sans l'approbation d'aucun parlement national : à savoir les liquidités BCE à l'origine des déséquilibres de TARGET2 tels qu'ils ressortent des bilans des banques centrales nationales.

Les déséquilibres de TARGET2 soulèvent un certain nombre de questions quant à leurs causes, leur soutenabilité et les risques qu'ils font peser sur l'appartenance à la zone euro (cf., notamment, H. W. Sinn, 2012). Nous tâcherons, dans la deuxième partie de cet article, de répondre à ces questions. Il apparaît que les déséquilibres de TARGET2 reflètent la perte de confiance des agents privés à l'égard des pays dont la balance commerciale est déficitaire. Les sommes colossales fournies par la BCE et le mécanisme de stabilisation ont permis de lisser le processus d'ajustement que ces économies ont engagé. Cependant, pour autant qu'elles apportent un soulagement, les injections de liquidités ne permettent pas de résoudre les problèmes structurels. La restauration de la confiance est le principal facteur susceptible d'entraîner un rétablissement des flux de capitaux vers les pays périphériques et de réduire en conséquence les déséquilibres de TARGET2. Mais la confiance n'est pas quelque chose que l'on peut restaurer du jour au lendemain.

Qu'est-ce que le système TARGET2 ?

TARGET2 (système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel) repose sur une plate-forme intégrée qui enregistre et gère tous les transferts transfrontaliers de monnaie banque centrale entre les pays de la zone euro. Il gère, en particulier, les opérations lancées par des banques commerciales et/ou par des clients des banques dans le cadre de transactions commerciales ou de flux de capitaux transfrontaliers (investissements de portefeuille, investissements directs, dépôts). Lorsque le client d'une banque décide de transférer des dépôts d'un pays "A" vers un pays "B", les banques commerciales règlent ces transactions moyennant un transfert de réserves détenues sur leur compte auprès de leur Banque centrale nationale (BCN). Ces comptes courants sont inscrits au passif du bilan des BCN. Pour compenser la variation des réserves, une créance TARGET2 est automatiquement générée au bilan de la BCN du pays "B" (celui qui reçoit le flux de capital), alors qu'une dette TARGET2 apparaît au bilan de la BCN du pays "A" (celui à l'origine des paiements en cours, voir annexe pour plus de détails)¹. A noter que le bilan de la banque commerciale du pays "B" s'équilibre. La banque reçoit, en effet, un transfert de dépôts (comptabilisé au passif), mais elle enregistre en même temps une augmentation des réserves sur le compte courant qu'elle détient auprès de sa BCN, qui constitue un actif pour la banque commerciale. Et le phénomène inverse se produit pour la banque commerciale du pays "A". A ce stade, cependant, le pays ayant reçu le paiement enregistre un excédent de liquidités. En particulier, la banque commerciale détient trop de liquidités par rapport à ses réserves obligatoires (même si ces dernières sont en légère hausse après l'augmentation des dépôts). Dès lors, elle peut, dans un certain sens, "détruire" des réserves, en diminuant le montant des

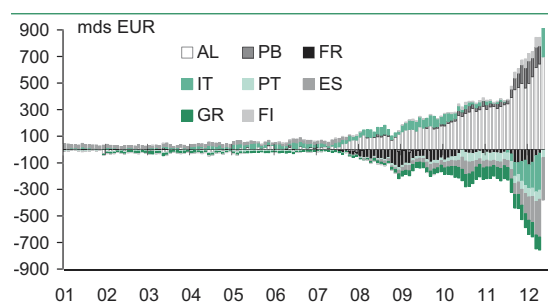
liquidités demandées lors des opérations d'« open market » de la BCE (voir annexe). L'autre pays connaît une situation inverse : sa banque commerciale doit accroître ses opérations de refinancement pour respecter son coefficient de réserves obligatoires. De sorte que l'on aboutit à une simple réallocation des liquidités banque centrale, alors que le montant total demeure inchangé. A noter qu'il s'agit là d'une caractéristique propre à TARGET2 ; ce système permet de mettre en œuvre une politique monétaire unique dans un environnement décentralisé, en facilitant les processus de paiement au sein de la zone.

Comment le système fonctionnait-il avant 2008

Les positions TARGET2 engendrées par l'hypothèse de paiement ci-dessus peuvent s'inverser si le pays "B" (celui qui reçoit le flux de capital et qui détient un excédent de liquidités) a décidé d'investir, par exemple, dans le cadre d'un investissement de portefeuille dans le pays "A". Dans ce cas, les positions TARGET 2 de la banque centrale peuvent se compenser.

C'est ainsi que fonctionnait le système avant l'éclatement de la crise financière.

Positions TARGET2



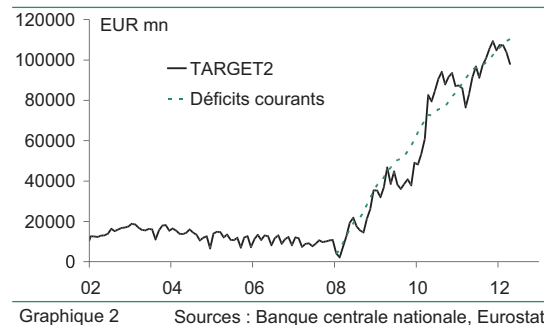
Comme le montre le graphique 1 les positions TARGET2 des Banques centrales nationales étaient très faibles jusqu'en 2008. Autrement dit, les pays qui accusaient des déficits des comptes courants à la fois importants et persistants (comme la Grèce, le Portugal, l'Espagne et, dans une moindre mesure, l'Italie) couvraient leurs déséquilibres commerciaux grâce aux afflux de capitaux en provenance des pays présentant un excédent des comptes courants (notamment

l'Allemagne, les Pays-Bas, etc.). Dès lors, le *canal du déséquilibre commercial*, qui crée des engagements TARGET2 pour les pays en déficit commercial et des créances TARGET2 pour les pays en excédent commercial, était compensé par le *canal des flux de capitaux* qui œuvrait en sens contraire, réduisant ou équilibrant les positions TARGET2 (voir annexe).

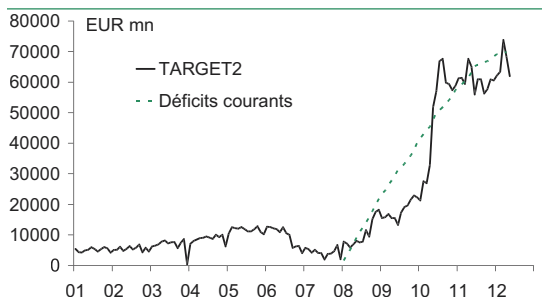
Après 2008

Depuis le début de 2008, la situation a radicalement changé : hausse notable des créances TARGET2 de l'Allemagne sur l'Eurosystème et envolée des engagements de la Grèce et du Portugal. Ainsi, la position créditrice TARGET2 de l'Allemagne s'établissait à EUR 700 milliards au 31 mai 2012 contre EUR 71 milliards en 2008. En revanche, la position débitrice de la Grèce, relativement faible au début de 2008 autour de EUR 10 milliards, est passée aux environs de EUR 100 milliards à la fin mai 2012. Le Portugal a également enregistré une nette augmentation (de EUR 2 milliards à plus de EUR 60 milliards au 31 mai 2012). Quelles sont les raisons d'un tel déséquilibre ? De nombreux pays ont été en fait confrontés à une sorte de crise de la balance des paiements « sudden stop ! ». A compter de début 2008, les pays périphériques ont eu du mal à financer le déficit des comptes courants au moyen d'afflux de capitaux privés (H. W. Sinn (2012), CE (2012)). C'est ce qui ressort nettement des graphiques 2 et 3 présentant les déficits cumulés des comptes courants de la Grèce et du Portugal ainsi que les stocks de dettes TARGET2. Depuis début 2008, le stock TARGET2 a compensé la dynamique des comptes courants ; en d'autres termes, les afflux de capitaux ont connu une baisse constante et se sont progressivement évaporés.

Balance courante (déficit, total cumulé) et TARGET2 - GRECE

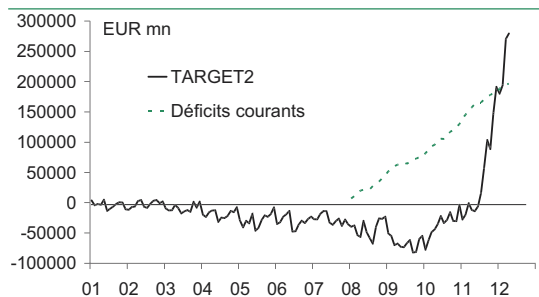


Balance courante (déficit, total cumulé) et TARGET2 - PORTUGAL



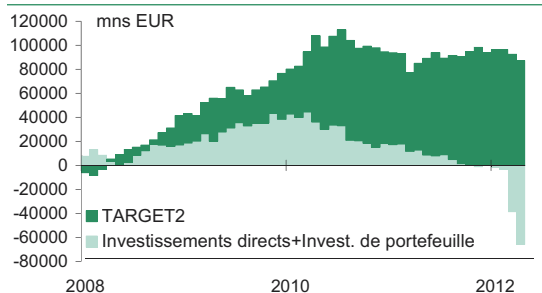
Graphique 3 Sources : Banque centrale nationale, Eurostat

Balance courante (déficit, total cumulé) et TARGET2 - ITALIE



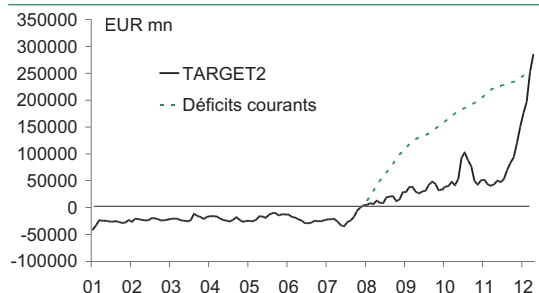
Graphique 5 Sources : Banque centrale nationale, Eurostat

Processus de désinvestissement en Grèce, cumulé depuis 2008



Graphique 4 Source : Banque centrale grecque

Balance courante (déficit, total cumulé) et TARGET2 - ESPAGNE



Graphique 6 Sources : Banque centrale nationale, Eurostat

En Grèce, par exemple, entre 2008 et 2010, les afflux de capitaux générés par les investissements directs et de portefeuille ont très légèrement progressé pour diminuer par la suite, tandis que les afflux de capitaux liés aux positions TARGET2 ont augmenté pour se stabiliser à des niveaux élevés (voir graphique 4). L'Italie et l'Espagne ont connu une évolution similaire, sachant que leurs problèmes en termes de balance des paiements ont commencé probablement en juillet et en août 2011, période au cours de laquelle les marchés sont devenus extrêmement nerveux, doutant de l'aptitude de ces deux économies à honorer leurs obligations au titre de la dette souveraine. La perte de confiance a entraîné un arrêt brutal des afflux privés de capitaux, comme l'illustrent les graphiques 5 et 6, et une hausse rapide des positions débitrices TARGET2 pour les deux pays.

En Italie, par exemple, la position débitrice TARGET2 est passée d'environ EUR 36 milliards, au début de 2008, à EUR 275 milliards au 31 mai 2012. L'envolée des dettes TARGET2 est encore plus importante en Espagne : d'environ EUR 5 milliards au début de 2008 à près de EUR 320 milliards au 31 mai 2012.

Le système TARGET2 : un instrument de lissage du processus d'ajustement

Ainsi qu'il ressort d'une étude de référence, dans un régime de change fixe, lorsque les comptes courants d'un pays sont déficitaires, les tensions sur le taux de change ont tendance à se renforcer. La banque centrale réagit alors en durcissant la politique monétaire, entraînant un repli de la demande intérieure et une modération des prix. On observe le phénomène inverse dans les pays en situation d'excédent. Ce mécanisme est destiné à corriger les déséquilibres. Si, toutefois, un pays connaît un arrêt brutal des afflux de capitaux, les mesures d'ajustement peuvent s'avérer douloureuses et la banque centrale risque de ne pas avoir assez de réserves de changes pour défendre sa monnaie, de sorte que ce pays n'a d'autre alternative que de briser le système, avec des conséquences significatives en termes d'activité et de chômage.

Le système TARGET2 de la zone euro permet aux pays confrontés à de sérieux déséquilibres de les ajuster et de les corriger sans heurts (Merler, Pisani-Ferry 2012)². Un processus toujours en cours et qui prendra du temps. Comme nous l'avons expliqué plus haut, le canal des déséquilibres commerciaux à l'origine des dettes TARGET2 pour les pays dont les comptes courants sont déficitaires n'a pas été compensé par le canal des flux de capitaux. De plus, les pays excédentaires ne pouvaient plus "détruire" l'excédent de réserves dans la mesure où leur demande lors des opérations d'apport de liquidité par la BCE avait déjà sensiblement baissé. Ces deux facteurs ont contribué à accroître les déséquilibres de TARGET2.

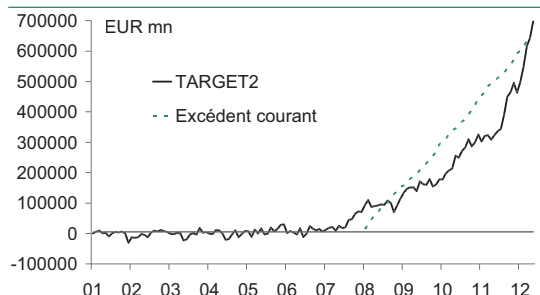
A observer l'évolution de la position allemande, on comprend mieux ce qui se passe au sein de la zone euro. Depuis 2008, les afflux de capitaux ont augmenté en Allemagne et se sont accélérés avec l'aggravation de la crise de la dette (notamment l'été dernier et au cours du premier semestre 2012). Outre les afflux de fonds liés à des raisons commerciales, l'Allemagne a bénéficié de son statut de pays refuge pour les investissements pendant la crise de la dette dans la zone euro, ce qui n'a fait qu'accroître les afflux de capitaux.

En principe, cela ne devrait pas poser de problème grave dès lors que les résidents allemands (ménages, entreprises, IFM) augmentent leur position extérieure (autrement dit, dès lors qu'ils investissent à l'étranger). Grâce à l'afflux de capitaux, les banques allemandes ont des réserves excédentaires. Conséquence, elles ont sensiblement réduit le montant des liquidités demandées à la BCE. Depuis le début de 2008, le stock de liquidités fournies aux banques allemandes dans le cadre des opérations d'« open market » a diminué d'environ EUR 190 milliards. En revanche, l'excédent de réserves qu'elles ont transféré à la facilité de dépôt et aux dépôts à terme a grimpé de près de EUR 400 milliards. Comme on pouvait s'y attendre, l'augmentation des réserves excédentaires plus la "destruction" de réserves due à une moindre demande de liquidités lors des opérations de refinancement de la BCE compensent la position nette TARGET2 de la Bundesbank sur la même période.

Cette situation résulte du manque de confiance des pays en excédent commercial (l'Allemagne en particulier) à l'égard des pays périphériques. Les graphiques 7 et 8 montrent qu'à partir de 2008 la situation d'excédent courant de l'Allemagne a été progressivement compensée par sa position créditrice nette dans le système TARGET2 (soit une créance de la

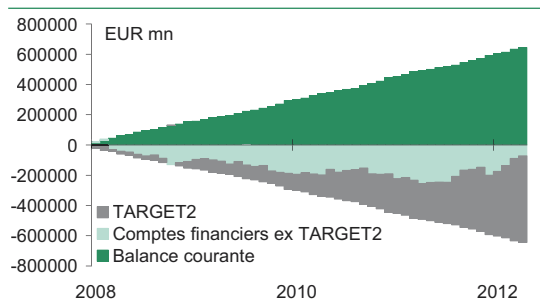
Bundesbank sur l'Eurosystème, mais qui correspond à des sorties de capitaux) plutôt que par des sorties « privées » de capitaux³.

Balance courante (excédent, total cumulé) et TARGET2 - ALLEMAGNE



Graphique 7 Sources : Banque centrale nationale, Eurostat

Balance courante et comptes financiers (total cumulé) - ALLEMAGNE



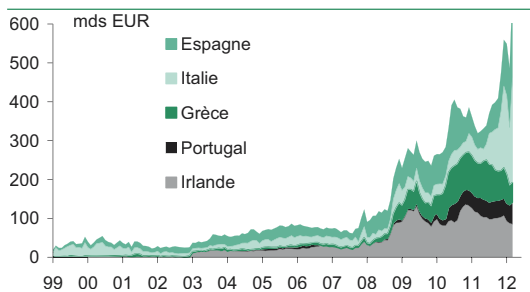
Graphique 8 Sources : Banques centrales nationales

Interventions de la BCE

Le climat de défiance ayant entraîné une quasi-paralysie du marché monétaire, de nombreuses banques des pays périphériques n'ont eu d'autres recours que de s'adresser à la BCE pour couvrir leurs besoins de liquidité. La BCE a pleinement joué son rôle de prêteur en dernier ressort, compensant les afflux insuffisants de capitaux privés dans les pays périphériques. Comme le montrent les graphiques 9 et 10, la demande de liquidités BCE a nettement augmenté dans les pays périphériques et elle s'est repliée dans les pays du noyau dur.

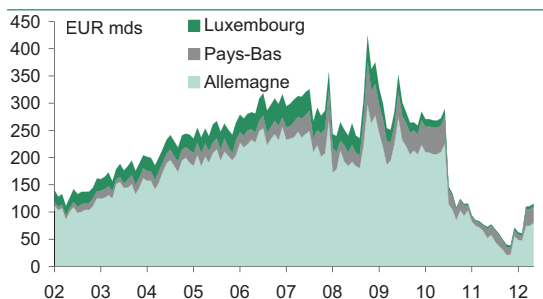
Comme de nombreuses banques ne répondaient pas aux critères d'éligibilité pour participer aux opérations de refinancement de la BCE, plusieurs banques centrales (notamment celles de l'Irlande et de la Grèce) ont activé le programme de fourniture de liquidités d'urgence (FLU)⁴, aux termes duquel elles

Liquidités accordées par la BCE aux pays périphériques



Graphique 9 Sources : Banques centrales nationales, Eurostat

Liquidités accordées par la BCE à certains pays du noyau dur



Graphique 10 Sources : Banques centrales nationales

continuent de fournir des liquidités à des conditions plus accommodantes (principalement en termes de garanties exigibles) que celles fixées par la BCE.

Quels sont les risques liés à l'aggravation des déséquilibres de TARGET2 ?

La distribution inégale de liquidités en période de crise financière explique les déséquilibres de TARGET2, déséquilibres que les opérations de liquidité de la BCE ne font qu'aggraver (voir annexe). Cependant, comme nous l'avons expliqué plus haut, l'octroi par la BCE de liquidités aux pays déficitaires contribue à lisser les processus d'ajustement qui seraient autrement bien plus pénibles.

L'aggravation des déséquilibres de TARGET2 pose la question de la viabilité du système et des risques que ces déséquilibres peuvent entraîner. En théorie, les soldes de TARGET2 ne sont pas plafonnés

dans la mesure où la valeur des flux de paiement dans la zone euro n'est soumise à aucune limite (BCE 2011).

Dans un système de change fixe, la valeur de la monnaie est classiquement adossée à un large matelas de réserves officielles. En zone euro, c'est bel et bien TARGET2 – un système d'engagements - crédits théoriquement illimités entre BCN de l'Eurosystème qui est le garant de la fixité des parités

L'Eurosystème dans son ensemble (c'est-à-dire la BCE plus les Banques centrales nationales) est manifestement confronté à certains risques de mise en œuvre de la politique monétaire unique. Ces risques sont, néanmoins, atténués grâce au cadre de gestion des risques de l'Eurosystème (fourniture de liquidité en échange de garanties comptabilisées à leur valeur de marché). Les risques liés aux déséquilibres de TARGET2, qui reflètent une distribution inégale des liquidités au sein de la zone, sont clairement associés à la mise en œuvre de la politique monétaire unique. Cependant, ces risques concernent l'ensemble de l'Eurosystème et pas seulement une Banque centrale nationale. Si l'Eurosystème dans son ensemble accuse des pertes, celles-ci seront partagées par les différentes banques centrales à concurrence de leur participation au capital de la BCE. Une seule exception toutefois : le programme de fourniture de liquidités d'urgence. Dans ce cas, la Banque centrale nationale qui aura décidé de mettre en œuvre le programme FLU devra assumer tous les risques liés à cette opération.

La solution ?

Comme le montre notre analyse, les déséquilibres de TARGET2 tiennent à la crise de la balance des paiements à laquelle sont confrontés nombre de pays de la zone euro. Du fait d'un climat de défiance et d'un sentiment d'aggravation du risque pays, plusieurs Etats de la périphérie de la zone euro n'ont pu financer leur position de déficit commercial.

Face à cette situation, il faut encourager le retour des flux de capitaux vers les pays en déficit commercial, ce qui passe par la restauration de la confiance. Or, pour ce faire, les marchés doivent au préalable être convaincus de la solvabilité de ces économies, autrement dit de la viabilité de leur position aux plans interne et externe.

Plusieurs actions ont déjà été entreprises dans ce but. Certains pays en déficit commercial ont, notamment, lancé des politiques d'encouragement de la compétitivité en vue de rééquilibrer leur position extérieure. Cependant, ce rééquilibrage doit également venir des pays en situation d'excédent. L'Allemagne a récemment assoupli sa position sur ce point. Le ministre des Finances allemand et la Bundesbank ont déclaré que le taux d'inflation en Allemagne pourrait être pendant un certain temps supérieur à la moyenne de la zone euro. Autrement dit, les autorités allemandes pourraient accepter des hausses salariales, qui, tout en stimulant la demande intérieure, auraient pour effet de réduire la compétitivité sur les prix des entreprises locales par rapport aux partenaires commerciaux européens de ce pays.

L'UE n'est pas en reste qui a elle aussi engagé des mesures de correction de ses déséquilibres. Le Semestre européen de cette année (mécanisme de coordination des politiques de l'UE, introduit en 2011) comprendra pour la première fois la procédure de déséquilibre macroéconomique (*Macroeconomic Imbalance Procedure* ou MIP). Cette procédure a été lancée dans le cadre du « Six Pack », paquet de six mesures législatives visant à renforcer la gouvernance et la surveillance économiques au sein de la zone euro afin d'éviter la mise en œuvre par des Etats membres de politiques susceptibles de créer des déséquilibres nuisibles pour la stabilité de la zone et de corriger ces déséquilibres⁵.

L'UE a, par ailleurs, pris des mesures destinées à restaurer la confiance dans le secteur bancaire. Lors du sommet de l'UE des 28 et 29 juin, le Conseil européen a décidé d'autoriser le mécanisme de stabilisation de l'UE à injecter des capitaux directement dans le secteur bancaire, au lieu de prêter des fonds aux Etats pour que ces derniers les reversent ensuite aux banques, le but étant de briser ainsi le cercle vicieux entre crise du secteur bancaire et crise de la dette. Les premiers pas ont, en outre, été franchis vers la création d'une union bancaire, avec l'accord donné par les responsables de l'UE à la mise en place d'une autorité européenne de supervision bancaire⁶. Aussi bienvenues soient-elles, ces mesures n'en présentent pas moins certains inconvénients. Ainsi, la taille du mécanisme de stabilisation reste limitée, et des tensions pourraient apparaître si le marché s'avisait de tester les capacités du Fonds. De plus, bien que les leaders de l'UE aient donné leur feu vert à une supervision du secteur bancaire, nous sommes encore loin d'une assurance commune des dépôts. Cependant, aussi timides soient-ils, ces premiers pas vont incontestablement dans la bonne direction.

A noter enfin que la confiance ne sera pas rétablie du jour au lendemain. Il faut du temps pour restaurer la compétitivité ou remettre de l'ordre dans les finances publiques. A défaut de pouvoir agir sur un instrument tel que les taux de change, l'ajustement risque d'être difficile à court terme. Quoi qu'il en soit, un ajustement obtenu grâce à des réformes structurelles ne peut que renforcer l'économie, et ses effets seront plus durables que ceux liés à une dévaluation du taux de change. La BCE continuera, espérons-le, à intervenir et à apporter les liquidités nécessaires en période d'ajustement, gommant ainsi les effets négatifs à court terme.

*Achevé de rédiger le 31 août 2012
clemente.delucia@bnpparibas.com*

Annexe : Comptabilité TARGET2

Dans la présente section, nous expliquons comment les paiements transfrontaliers sont comptabilisés au bilan de la banque centrale. Dans le corps du texte, nous étudions les bilans de deux pays théoriques, A et B, qui sont au début identiques (voir graphique 11). Dans cet exemple, les réserves détenues par les banques commerciales auprès de leur banque centrale nationale conformément aux obligations relatives au coefficient de réserve sont égales à 100 (montant inscrit au passif du bilan de la banque centrale). Pour se conformer au taux de réserves obligatoires applicable, les systèmes bancaires des deux pays empruntent un montant égal à 100 dans le cadre des opérations de refinancement auprès de leur banque centrale. Ces montants figurent à l'actif du bilan de la banque centrale concernée (poste « Refi » au graphique 11).

Dans le cadre de la phase 1, à des fins commerciales par exemple, le client d'une banque commerciale du pays A décide de procéder à un transfert de dépôts pour un montant égal à 100 au profit d'une banque commerciale du pays B. On suppose que le pays A accuse un déficit commercial et que le pays B est en situation d'excédent commercial. Les banques commerciales règlent ces opérations en transférant les réserves qu'elles détiennent auprès de leur banque centrale respective. En conséquence, les réserves figurant au bilan de la banque centrale du pays A sont diminuées de 100, tandis que celles du pays B sont augmentées d'autant. La banque commerciale du pays B affiche un bilan équilibré. Elle reçoit un transfert de dépôts (comptabilisé au passif), mais elle enregistre en même temps une augmentation des réserves sur son compte courant auprès de la Banque centrale nationale, un actif pour la banque commerciale concernée. La situation est exactement opposée pour la banque commerciale du pays A. Au niveau de la banque centrale, cependant, les comptes ne sont pas encore équilibrés. Pour compenser la variation des réserves, des créances et engagements TARGET2 sont automatiquement générés à hauteur du même montant de réserves. Un engagement Target 2 de 100 est généré pour le pays A, et une créance de 100 pour le pays B.

Dans le cadre de la phase 2, la banque commerciale du pays A doit accroître ses réserves pour s'acquitter de ses obligations en la matière. Elle augmente, par conséquent, sa demande de liquidités banque centrale (accroissement du poste « Refi » au bilan de la banque centrale). La situation inverse se produit dans le pays B où les banques commerciales affichent des réserves excédentaires et réduisent leur demande de liquidités banque centrale (diminution du poste « Refi » comme indiqué à la phase 2a du graphique 11).

Le déséquilibre TARGET2 généré à la phase 1 peut être compensé si le pays B décide d'investir dans le pays A. Les investissements de portefeuille ou tout autre type d'investissement vont augmenter les réserves de la banque commerciale dans le pays A, tandis qu'on observera une situation opposée dans le pays B. On a dans ce cas des créances TARGET2 dans le pays A et des engagements TARGET2 dans le pays B, qui compensent la position Target 2 engendrée par le canal des échanges commerciaux (ces flux apparaissent à la phase 2b du graphique 11).

Lorsque la crise a éclaté, le mécanisme de compensation décrit à la phase 2b a cessé de fonctionner. Suite à l'effondrement de la confiance et au gel du marché monétaire, les pays périphériques (dans notre exemple, le pays A) ont cessé de recevoir les ressources nécessaires au financement de leur déficit commercial. Les réserves des pays du noyau dur ont commencé à augmenter sous l'effet conjugué de la réticence des résidents à investir à l'étranger mais aussi de la nette augmentation des afflux de capitaux (les pays du noyau dur étant considérés comme des havres de sécurité). La liquidité banque centrale dans les pays du noyau dur a ainsi considérablement diminué. Cependant, ce mécanisme d'ajustement est assorti d'une limite inférieure de sorte qu'il ne peut afficher un solde négatif. Pour empêcher l'éclatement du système et garantir un ajustement en douceur des déséquilibres, la BCE est intervenue en injectant un montant important de liquidités dans le cadre de ses opérations de refinancement. En l'absence de mécanisme correcteur, les déséquilibres TARGET2 ont continué à s'aggraver. On trouvera une description de cette situation au graphique 12. Les données de départ de cet exemple sont les mêmes qu'à la phase 2a du graphique 11. Là encore, pour les besoins des échanges commerciaux par exemple, les réserves augmentent dans le pays B et diminuent dans le pays A. Les variations des réserves s'accompagnent de mouvements équivalents des positions TARGET2. A l'étape suivante, le pays A accroît sa demande de liquidité banque centrale pour s'acquitter de ses obligations au titre du coefficient de réserve. Le pays B, en revanche, ne peut réduire davantage la liquidité banque centrale et, partant, ses réserves. De plus, comme indiqué ci-dessus, les résidents du pays B ne souhaitent plus investir à l'étranger. En conséquence, les réserves ne diminuent pas comme à la phase 2a du graphique 11. Répétées à l'infini, ces phases aboutissent aux déséquilibres actuels : augmentation des créances TARGET2 dans les pays du noyau dur et augmentation des engagements TARGET2 dans les pays en situation de déficit commercial, entraînant une distribution inégale des liquidités BCE, très concentrée dans les pays périphériques.

Fonctionnement du système Target2 avant la crise

Point de départ	Banque centrale (A)		Banque centrale (B)	
	Actif	Passif	Actif	Passif
	Refi 100	Réserves 100	Refi 100	Réserves 100
Canal commercial				
Etape 1	Refi 100	Réserves 0 ↓ Target2 100 ↑	Refi 100 Target2 100 ↑	Réserves 200 ↑
	Ajustement de la demande de liquidité			
Etape 2a	Refi 200 ↑	Réserves 100 ↑ Target2 100	Refi 0 ↓ Target2 100	Réserves 100 ↓
	Canal des flux de capitaux (compensation du canal commercial)			
Etape 2b	Refi 100 Target2 100 ↑	Réserves 100 ↑ Target2 100	Refi 100 Target2 100	Réserves 100 ↓ Target2 100 ↑

Graphique 11

Source: BNP Paribas

Fonctionnement du système Target2 après la crise

Point de départ= Etape 2a Grph. 11	Banque centrale (A)		Banque centrale (B)	
	Actif	Passif	Actif	Passif
	Refi 200	Réserves 100 Target2 100	Refi 0 Target2 100	Réserves 100
Etape 1 crise	Refi 200	Réserves 0 ↓ Target2 200 ↑	Refi 0 Target2 200 ↑	Réserves 200 ↑
	Etape 2 crise	Refi 300 ↑	Réserves 100 ↑ Target2 200	Refi 0 Target2 200

Graphique 12

Source: BNP Paribas

Références

- Cerisier F. (2012), “*Gouvernance européenne : l’histoire sans fin ?*” EcoWeek n° 12-12, BNP Paribas (Mars)
- Deutsche Bundesbank (2011), “*The dynamics of the Bundesbank’s TARGET2 balance*”, Rapport mensuel, Mars
- CE (2012), “*Capital flows into vulnerable countries: Official and private funding trends*”, Rapport trimestriel sur la zone euro, Vol. 11, n° 1
- BCE (2008), “*Financial Stability and Oversight*”, Bulletin mensuel (10^e anniversaire de la BCE), Juin
- BCE (2011), “*Les soldes TARGET2 des Banques centrales nationales de la zone euro*”, Encadré 4, Bulletin mensuel, Octobre
- IIF (2012), “*Special Feature III: A guide to TARGET2 Imbalances (Part 1)*”, Euro briefing, Juin
- JP Morgan Chase Bank (2012), “*Euro Area: another look at those TARGET2 Imbalances*”, Economic Research Note, Mars
- Mayer T. (2012), “*Why the Buba is right*” Research Briefing European Integration, Deutsche Bank (Avril)
- Merler S., Pisani-Ferry J. (2012), “*Sudden Stops in the Euro Area*”, Bruegel Policy Contribution n° 06, Mars
- Proutat J.L. (2012), “*Quelques réflexions après le sommet européen du 29 juin*”, EcoWeek n° 12-27, BNP Paribas (Juillet)
- Sinn H.-W., Wollmershaeuser T. (2011) “*TARGET loans, current-account balances and capital flows: the ECB’s rescue facility*”, document de travail NBER, n° 17626, Novembre
- Sinn H.-W. (ed) (2012), “*The European balance-of-payment crisis*”, Ceslfo Forum Vo. 13
- Stephan C. (2012). “*TARGET, ou l’envers des excédents allemands*”, EcoWeek n° 12-24, BNP Paribas (Juin)

NOTES

¹ Un paiement transfrontalier, correspondant au règlement d'une opération commerciale, à un prêt interbancaire ou à un investissement de portefeuille, génère des éléments d'actif et de passif TARGET2 au bilan des Banques centrales nationales (BCN). Lorsqu'une BCN est créancière, sa créance est inscrite à l'actif du bilan sous le poste "autres créances sur l'Eurosystème". De la même manière, la BCN du pays ayant généré le paiement enregistre une dette au bilan sous le poste "autres engagements envers l'Eurosystème". Les flux cumulés ont un impact sur la position d'investissement international sous le poste "autres investissements" (rubrique autorité monétaire, prêts/devise et dépôts). Les variations des stocks TARGET2 sont enregistrées dans le compte financier de la balance des paiements. Un engagement net envers l'Eurosystème est comptabilisé dans les afflux de capitaux. A l'inverse, les avoirs nets de l'Eurosystème correspondent à des sorties de capitaux.

² Mayer T. (2012) n'est pas de cet avis. Pour lui, le montant colossal des liquidités fournies par la BCE entraîne des distorsions : les pays en déficit sont moins pressés de prendre les mesures nécessaires tandis que la charge de l'ajustement augmente pour les pays excédentaires. Sinn H.W. (2012) a également mis en garde contre les distorsions que ce mécanisme peut engendrer en termes d'allocation de ressources mais aussi contre les risques encourus par les contribuables si un pays de la zone euro fait défaut.

³ Voir également sur ce point Stephan C. (2012).

⁴ Concernant la fourniture de liquidités d'urgence, voir, par exemple, BCE (2008).

⁵ Pour une description du paquet sur la gouvernance économique (« Six Pack ») et la procédure de déséquilibre macroéconomique, voir Cerisier F. (2012).

⁶ Voir sur ce point Proutat J.L. (2012).



DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

• **Philippe d'ARVISENET** +33.(0)1.43.16.95.58 philippe.darvisenet@bnpparibas.com
Chef Economiste

ECONOMIES OCDE

- **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Responsable
- **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com
Adjointe - Mondialisation - Etats-Unis, Canada
- **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com
France, Belgique, Luxembourg
- **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com
Finances publiques, institutions européennes
- **Clemente De LUCIA** +33.(0)1.42.98.27.62 clemente.delucia@bnpparibas.com
Zone euro, Italie - Questions monétaires, modélisation
- **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 thibault.mercier@bnpparibas.com
Espagne, Portugal, Grèce
- **Caroline NEWHOUSE** +33.(0)1.43.16.95.50 caroline.newhouse@bnpparibas.com
Royaume-Uni, Irlande, Pays nordiques - Supervision des publications
- **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com
Allemagne, Autriche, Suisse - Marché du travail
- **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Japon, Australie, Pays-Bas - Environnement - Retraite

ECONOMIE BANCAIRE

- **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 laurent.quignon@bnpparibas.com
Responsable
- **Delphine CAVALIER** +33.(0)1.43.16.95.41 delphine.cavalier@bnpparibas.com
- **Céline CHOLET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com
- **Laurent NAHMIA** +33.(0)1.42.98.44.24 laurent.nahmias@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

- **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com
Responsable
- **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com
Adjointe - Méthodologie, Chine, Vietnam
- **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com
Afrique francophone
- **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Amérique latine, Turquie - Méthodologie
- **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com
Moyen Orient - Scoring
- **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 anna.dorbec@bnpparibas.com
Russie et autres pays de la CEI
- **Hélène DROUOT** +33.(0)1.42.98.33.00 helene.drouot@bnpparibas.com
Asie
- **Jean-Loïc GUIEZE** +33.(0)1.42.98.43.86 jeanloic.guizeze@bnpparibas.com
Afrique anglophone et lusophone
- **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com
Asie - Flux de capitaux
- **Valérie PERRACINO-GUERIN** +33.(0)1.42.98.74.26 valerie.perracino@bnpparibas.com
Amérique Latine
- **Alexandre VINCENT** +33.(0)1.43.16.95.44 alexandre.vincent@bnpparibas.com
Europe centrale et orientale

• **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 michel.bernardini@bnpparibas.com
Contact Média





NOS PUBLICATIONS



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application iPad EcoNews.



<http://economic-research.bnpparibas.com>

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont, par ailleurs, susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments mentionnés dans le présent document. Toute référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible, notamment, de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché, et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des douze derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace économique européen :

Le présent document n'est destiné qu'à une clientèle d'investisseurs professionnels. Il n'est pas destiné à des clients relevant de la gestion privée et ne doit pas leur être communiqué. Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas SA, dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas SA Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine, à des investisseurs institutionnels américains de premier rang uniquement. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres Bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2012). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1 42 98 12 34 - Internet : www.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Baudouin Prot
Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA - Dépôt légal : Septembre 2012
ISSN 0338-9162 - Copyright BNP Paribas

