

Zone euro

Positions Target 2 : du mieux, mais...

- Les difficiles négociations entre la Grèce et ses créanciers internationaux posent de nouveau la question de la stabilité du pays et du risque de contagion aux autres États dits « périphériques ».
- Aussi les positions Target 2 reviennent-elles sous le feu des projecteurs.
- Les mesures prises ont permis de stabiliser et même de légèrement réduire les déséquilibres de Target 2 par rapport aux sommets atteints au milieu de l'année 2012, mais les positions actuelles restent bien supérieures aux niveaux d'avant la crise.

Les tensions actuelles entre la Grèce et ses créanciers internationaux replacent au cœur du débat la question de la stabilité financière du pays et des éventuelles conséquences sur les autres États dits « périphériques ». Les marchés financiers examinent de nouveau de près les positions Target 2 des banques centrales, craignant que l'élargissement des soldes correspondants soit une menace pour la stabilité de la zone. Phénomène parfaitement décrit par certains de nos confrères¹, la crise financière et la crise de la dette ont aussi été une crise de la balance des paiements, au cours de laquelle certains pays n'ont réussi à couvrir leurs déséquilibres commerciaux que grâce aux flux de capitaux officiels, mesurés par les positions Target 2, les flux privés s'étant taris.

Eléments de définition

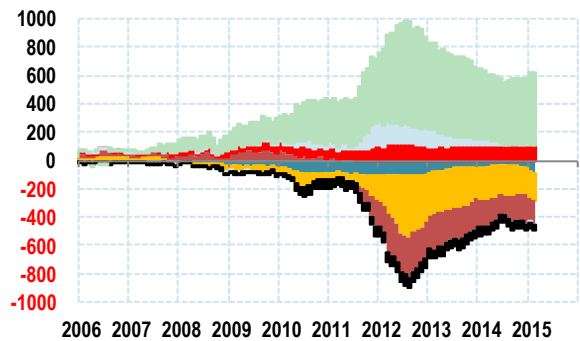
Au sein de la zone euro, le système Target 2 est une plate-forme intégrée qui enregistre et gère les transferts transfrontaliers de monnaie banque centrale. Il gère, en particulier, les opérations lancées par des banques commerciales et/ou des clients des banques dans le cadre de transactions commerciales ou de flux de capitaux transfrontaliers (investissements de portefeuille, investissements directs, transfert de 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 Target 2 est automatiquement générée au bilan de la BCN du pays « B » (celui qui reçoit le flux de capital), alors qu'une dette Target 2 apparaît au bilan de la BCN du pays « A » (celui à l'origine des paiements en cours – pour une analyse plus détaillée sur le système Target 2, voir « [Les raisons à l'origine des déséquilibres de Target 2](#) », Conjoncture BNP Paribas, septembre 2012).

¹ Voir entre autres Merler, Pisany-Ferry J. (2012) "Sudden Stops in the Euro Area" Bruegel Policy Contribution n°6, mars

Positions Target 2

(EUR mds)

— DE ; — PT ; --- LU — ES ; — IT — GR — NL



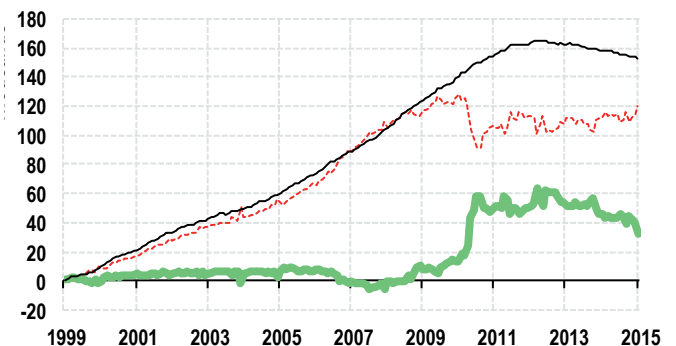
Graphique 1

Sources : Banques centrales nationales

Portugal : Flux de capitaux

Flux cumulés depuis 1999 (EUR mds)

— Solde du compte financier — Target 2 ; --- Flux de capitaux privés



Graphique 2

Sources : Datastream, BCN, BNP Paribas

Les flux de capitaux privés sont la différence entre le solde du compte financier cumulé et le solde Target 2. Les données positives (respectivement négatives) sont des positions débitrices nettes (respectivement créditrices), qui correspondent à des entrées (respectivement sorties) de capitaux.

Comme il s'agit de transactions entre pays, les mouvements Target 2 sont aussi enregistrés dans la balance des paiements et, en particulier, dans le solde du compte financier (sous le poste « autres investissements » de la rubrique « politique monétaire »). Dans l'approche balance des paiements, les positions nettes Target 2 indiquent dans quelle mesure les déséquilibres des comptes courants sont couverts par les flux officiels plutôt que par les flux de capitaux privés². Dans le reste de l'article et dans un souci de

² La balance des paiements est toujours à l'équilibre. Si l'on fait abstraction, dans un souci de simplification, du compte des mouvements de capitaux ainsi que des erreurs et omissions, l'équation suivante se vérifie dans tous les cas : $CA + FAP + T2 = 0$, où CA

simplicité, nous définissons les flux de capitaux privés comme la différence entre le solde cumulé du compte financier et les positions Target 2 (voir par exemple, au graphique 2, le cas du Portugal). Enfin, il convient de rappeler que, une fois le flux de capital inscrit au passif, il représente un flux entrant de capital pour le pays concerné (et donc un montant assorti d'un signe positif – voir de nouveau le graphique 2) alors que s'il est inscrit à l'actif, il représente une sortie de capitaux pour le pays en question.

Positions Target 2 avant et pendant la crise

Avant la crise, les positions nettes Target 2 étaient quasiment équilibrées (voir graphique 1). Dans la plupart des cas, un paiement transfrontalier lié à une transaction commerciale était suivi d'un flux de capital dans l'autre direction qui compensait la position Target 2. En d'autres termes, les déséquilibres des comptes courants étaient compensés par des flux de capitaux privés.

Depuis l'éclatement de la crise, les positions débitrices Target 2 des pays dits « périphériques » ont nettement augmenté. Ces pays, qui accusaient des déficits courants considérables et en augmentation, avaient besoin d'importants flux de capitaux officiels pour compenser des financements privés insuffisants ; ils ont en effet dû faire face à un arrêt brutal (« *sudden stop* ») des flux de capitaux privés. De même, la défiance à leur égard a amené les investisseurs des pays du noyau dur à réduire leur exposition extérieure. La position créditrice nette du compte financier des pays du noyau dur a diminué (voir graphique 3 pour le cas de l'Allemagne), indiquant une baisse des sorties de capitaux privés de ces pays. En revanche, la position créditrice nette Target 2 a considérablement augmenté (hausse des sorties de capitaux officiels).

Quelle est la situation à présent ?

Les mesures prises par les gouvernements pour remédier à leurs déséquilibres internes et externes conjuguées aux actions visant à améliorer la gouvernance de la zone euro ont permis de remédier à la situation. Les mesures mises en œuvre par la BCE ont à cet égard joué un rôle décisif. La Banque centrale européenne a en effet fourni d'importantes liquidités aux pays dits « périphériques » dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme (LTRO à 3 ans) à un moment où la pénurie de financements privés et le gel du marché monétaire menaçaient leur stabilité financière. De plus, l'annonce du programme OMT de rachat de titres a mis fin aux spéculations sur la réversibilité de l'euro, contribuant ainsi à restaurer la confiance des investisseurs. Ces mesures ont réussi dans une large mesure à enrayer les sorties de capitaux privés des pays périphériques.

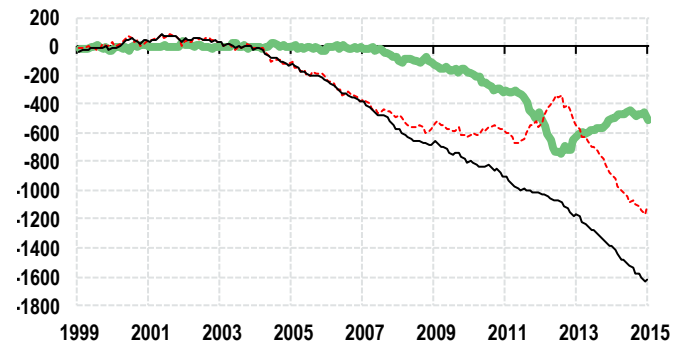
Cependant, si l'hémorragie a été stoppée, la zone euro ne s'est pas, pour autant, complètement remise. Au Portugal, par exemple, les flux entrants cumulés de capitaux privés, qui ont connu un effondrement brutal en 2010, se sont à peine stabilisés sans

correspond à la balance des opérations courantes, FAP au solde du compte financier au titre des seuls flux de capitaux privés, et T2 aux soldes Target2, qui représentent la majeure partie des flux officiels. Les autres flux officiels sont enregistrés sous le poste « autres investissements » de la rubrique « administrations publiques ». Cette catégorie regroupe essentiellement les flux de capitaux officiels liés aux programmes-pays. Pour plus de clarté, ils n'ont pas été pris en compte dans notre analyse. Le solde du compte financier (FAP) est obtenu en déduisant le solde Target2 du solde du compte financier.

Allemagne : Flux de capitaux

Flux cumulés depuis 1999 (EUR mds)

— Solde du compte financier — Target2 ; --- Flux de capitaux privés



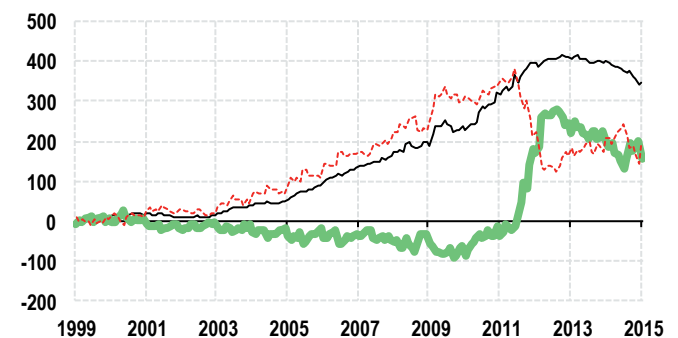
Graphique 3

Sources : Datastream, BCN, BNP Paribas

Italie : Flux de capitaux

Flux cumulés depuis 1999 (EUR mds)

— Solde du compte financier — Target2 ; --- Flux de capitaux privés



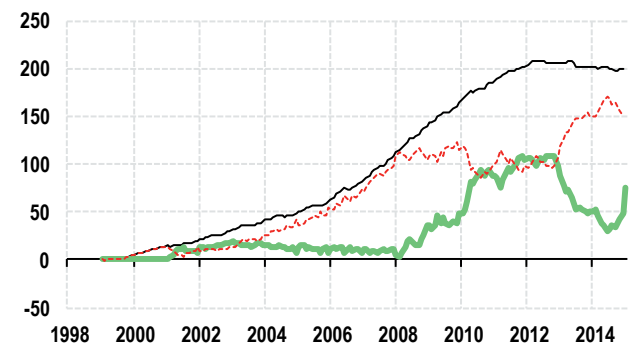
Graphique 4

Sources : Datastream, BCN, BNP Paribas

Grèce : Flux de capitaux

Flux cumulés depuis 1999 (EUR mds)

— Solde du compte financier — Target2 ; --- Flux de capitaux privés



Graphique 5

Sources : Datastream, BCN, BNP Paribas

toutefois revenir aux niveaux antérieurs à la crise (graphique 2). Certes, des progrès ont été observés au cours des derniers mois, mais il est encore trop tôt pour conclure à un retour de ces capitaux. En Italie, après l'arrêt brutal des afflux de capitaux privés à la fin de 2011, les conditions se sont améliorées comme en témoignent l'accroissement des flux entrants de capitaux privés et la diminution de la position débitrice Target 2 (voir graphique 4). Cependant, au cours des derniers mois, cette évolution favorable semble s'être arrêtée, voire inversée.

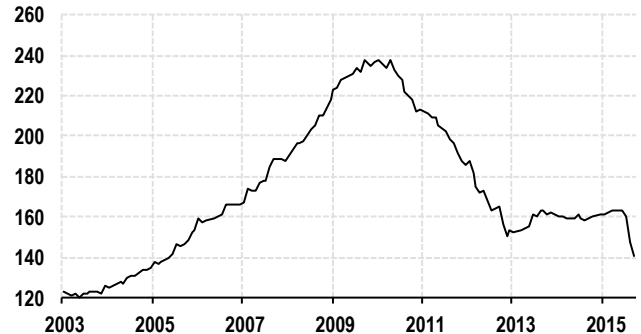
En Grèce, la situation est plus inquiétante encore. Après les sorties de capitaux privés observées entre 2010 et 2012, les conditions se sont améliorées au cours des deux années suivantes (graphique 5). Mais, depuis la fin de 2014, la situation s'est de nouveau retournée ; l'actuel bras de fer entre le gouvernement grec et ses créanciers internationaux suscite en effet de vives préoccupations. Entre février et décembre 2014, les dépôts grecs ont reculé d'environ EUR 23 mds (graphique 6). À défaut d'accord, la Grèce risque fort d'être à court de liquidités et de ne pas pouvoir régler les salaires de la fonction publique et les retraites, voire de ne pas honorer ses obligations.

Une exception à ce tableau existe : l'Espagne. Après le « sudden stop » des flux entrants de capitaux privés, on a observé une inversion de la tendance et une diminution de la position débitrice nette Target 2 (graphique 7). L'introduction rapide de réformes du marché du travail, ajoutée aux mesures en faveur de la consolidation du secteur bancaire, a contribué à rétablir la confiance sur les marchés financiers. Cette politique a manifestement contribué au redressement de l'économie espagnole. Bien sûr, les capacités excédentaires restent élevées avec un taux de chômage aux environs de 23 % et un PIB bien inférieur à son niveau d'avant la crise. Mais le rythme de la reprise n'en est pas moins impressionnant, notamment par rapport aux autres pays dits « périphériques ».

Les déséquilibres de Target 2 sont apparus suite à la crise de la balance des paiements à laquelle ont été confrontés plusieurs pays de la zone euro. Du fait d'un climat de défiance et d'un sentiment d'aggravation du risque pays, plusieurs États de la « périphérie » de la zone euro n'ont plus été en mesure de couvrir leurs besoins de financement externe par des flux de capitaux privés. Les actions engagées par les gouvernements en vue de remédier aux déséquilibres internes et externes ainsi que celles menées au niveau de la zone euro, principalement par la BCE, ont réussi à stabiliser les marchés et à éradiquer la perception d'un risque de réversibilité de l'euro. Ce faisant, les marchés ont retrouvé une certaine confiance et les flux de capitaux privés ont repris le chemin des pays dits

■ Grèce : Chute des dépôts

EUR mds - dépôts des ménages, SNF et sociétés financières et Institutions financières multilatérales (MFI)



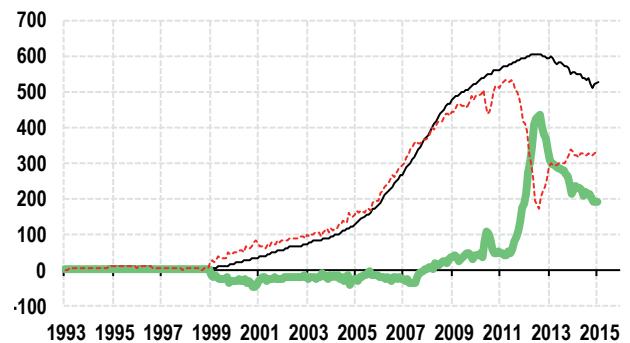
Graphique 6

Sources : BCE

■ Espagne : Flux de capitaux

Flux cumulés depuis 1999 (EUR mds)

— Solde du compte financier — Target2 ; --- Flux de capitaux privés



Graphique 7

Sources : Datastream, BCN, BNP Paribas

« périphériques ». Cependant, les conditions sont loin d'être revenues à la normale, les flux de capitaux officiels représentant toujours une part prépondérante dans la couverture des besoins de financement externe. On peut toutefois espérer que le processus de réformes en cours, conjugué aux effets bénéfiques à court terme d'une orientation de politique monétaire ultra-accommodante, contribuera à restaurer pleinement la confiance et à revenir à une situation dans laquelle les déficits ou les excédents des comptes courants sont essentiellement couverts par des flux de capitaux privés, les flux officiels restant l'exception et non la règle.