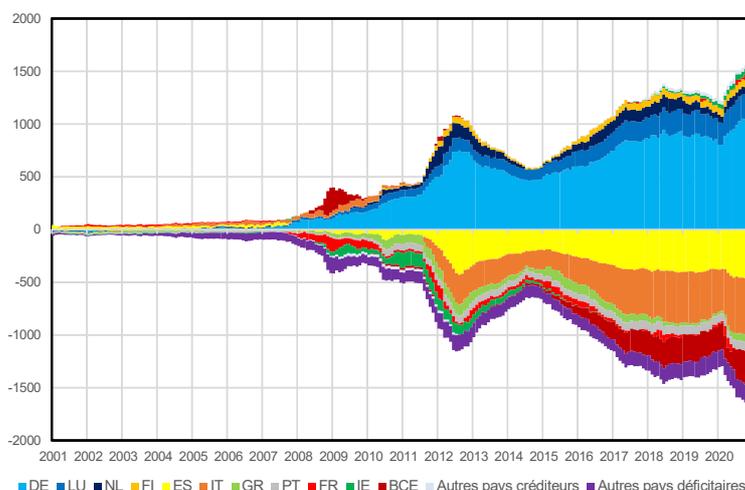


Les déséquilibres TARGET2 en zone euro

Colette DEBEVER, Nicolas TOULEMONDE

- Le système de règlement en temps réel de l'Eurosystème, autrement connu sous le nom TARGET2 (pour *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system* en anglais) permet le règlement de transactions financières entre banques commerciales situées dans des pays différents de la zone euro *via* un système de compensation entre les banques centrales nationales (BCN) et la Banque centrale européenne (BCE). L'ensemble de ces transactions s'accumulent en termes nets sous la forme de soldes qui figurent à l'actif ou au passif de chaque BCN.
- Les soldes TARGET2 sont donc le reflet comptable des relations économiques et financières transfrontières impliquées par la liberté de circulation des capitaux en zone euro. Au-delà des échanges de biens et services, ou des investissements de portefeuille, ces soldes reflètent des flux de liquidité de nature très variée : échanges de liquidité au sein d'un même groupe bancaire dont les filiales ou succursales participent à TARGET2 *via* des BCN différentes, flux découlant des mesures de politique monétaire non-conventionnelle, ou encore flux « techniques » liés à la localisation des comptes pour les opérations de règlement-livraison de titres.
- L'évolution des soldes TARGET2 a connu plusieurs phases bien distinctes depuis la création de l'euro. Avant 2008, ceux-ci étaient quasiment nuls : les déséquilibres courants entre pays de la zone euro étaient compensés par des transferts de liquidité sur le marché interbancaire. À la suite de la crise financière de 2008 et de la crise des dettes souveraines en 2012, les soldes TARGET2 ont fortement augmenté sous l'effet des tensions sur le marché interbancaire et de la fuite de dépôts de pays « périphériques » (Italie, Grèce, Espagne, Portugal, Irlande) vers des pays « cœur » (Allemagne, Pays Bas, Luxembourg), avant de redescendre progressivement. Depuis 2015, les soldes s'accroissent de nouveau avec la conduite des programmes d'achats de la BCE. Ils reflètent aujourd'hui bien davantage les différences de taille des places financières européennes que des tensions sur les marchés, une fragmentation du marché interbancaire ou des fuites de capitaux.
- Ces soldes devraient se résorber avec la fin progressive des programmes d'achats de la BCE et, plus généralement, au fur et à mesure des progrès de l'Union bancaire et l'Union des marchés de capitaux.

Évolution des soldes TARGET2 (en Md€)



Source : BCE.

1. Un système de paiement consubstantiel à une zone monétaire décentralisée

1.1 Le système TARGET

TARGET est un système de paiement développé et géré par l'Eurosystème¹, permettant le règlement brut et en temps réel de transactions domestiques ou transfrontières en euros de montants élevés. Une première version a été mise en place en janvier 1999 avec l'introduction de l'euro. Elle a été remplacée par TARGET2 en mai 2008. Le règlement des opérations est dit brut car il est réalisé transaction par transaction, sans compensation entre les paiements. Ce règlement est également dit « en temps réel » car les transactions sont traitées immédiatement (par exemple, le 30 septembre 2019, plus de 90 % des transactions ont été réglées en moins de 40 secondes²).

Il s'agit d'un maillon essentiel de la bonne circulation de la liquidité au sein du système bancaire européen et donc de l'intégration financière au sein de l'UE. En 2021, 25 banques centrales et leurs communautés nationales d'utilisateurs participent à TARGET2 : la BCE, les 19 banques centrales nationales (BCN) de la zone euro, ainsi que 5 BCN de pays de l'UE hors zone euro. Selon la BCE, plus de 1 700 banques commerciales utilisent TARGET2 pour effectuer des opérations en euros. Si l'on tient compte des filiales et succursales, ce sont plus de 55 000 banques (et l'ensemble de leurs clients) qui utilisent TARGET2. Aujourd'hui la majorité des paiements réglés sur cette plateforme sont liés à la politique monétaire, au marché interbancaire, ou au déversement des soldes résultant des activités des infrastructures de marché (systèmes de titres, systèmes de paiement en euros et chambres de compensation).

1.2 Le fonctionnement de TARGET2

Les BCN étant les « banques des banques », elles recueillent les « dépôts », appelés réserves, des banques commerciales participant à TARGET2. Ces

réserves permettent les flux de paiements entre banques commerciales. Au sein d'un même pays, la BCN transfère simplement les liquidités correspondantes du compte de la banque A vers le compte de la banque B (cf. Graphique 1a). Cette opération est sans effet sur le total des réserves bancaires du pays, qui constituent l'essentiel de la base monétaire (encore appelée M0)³.

Lorsque les banques A et B sont situées dans deux pays différents de la zone euro, le paiement transfrontière transite par leurs BCN respectives. Plus précisément, la BCN de A transfère des réserves bancaires (de la base monétaire) vers la BCN B. En contrepartie, la BCN de A contracte une « dette TARGET2 », tandis que la BCN de B acquiert une « créance TARGET2 » (cf. Graphique 1b). Les soldes TARGET2 inscrits à l'actif ou au et passif des BCN résultent du cumul de toutes ces transactions en termes nets. Ils correspondent à des créances ou des dettes sans maturité des BCN envers la BCE, laquelle compense l'ensemble du système : une banque centrale n'est ainsi pas endettée envers une autre mais envers la BCE.

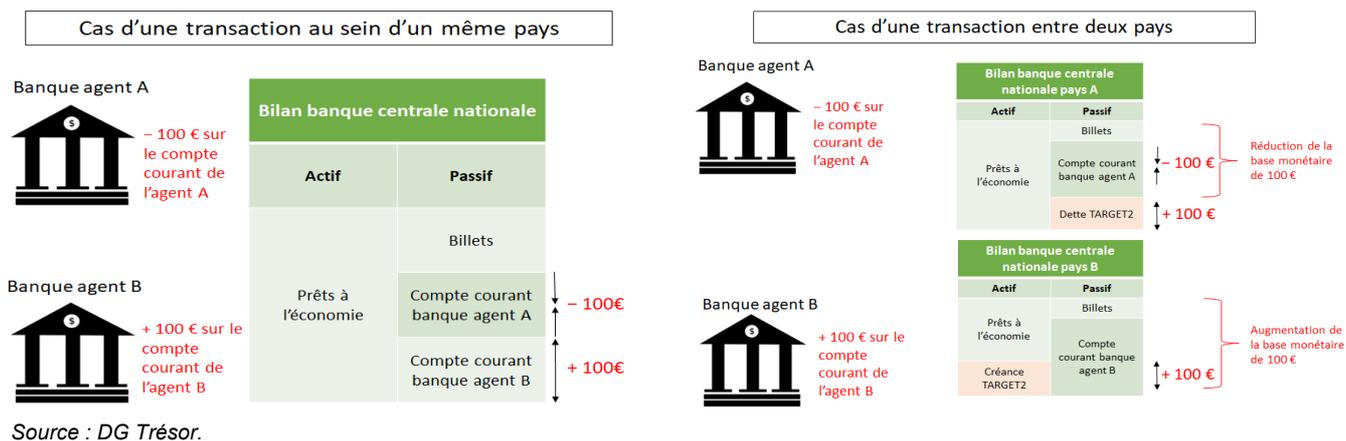
Un système de compensation, tel TARGET2, est un élément central d'une union monétaire décentralisée (i.e. dont les banques centrales constitutives gardent des bilans séparés) qui permet de conserver l'unicité de la monnaie, c'est-à-dire que l'euro conserve la même valeur dans l'ensemble des pays de la zone euro. Si les banques centrales nationales n'existaient pas ou si deux banques centrales nationales fusionnaient, les échanges entre elles seraient directement compensés au sein de la banque centrale supranationale et il n'y aurait pas de soldes TARGET2, comme au sein d'un pays. Le système est donc avant tout le reflet de la liberté de circulation des capitaux en zone euro et de l'unicité de la monnaie.

(1) L'Eurosystème est constituée de la Banque centrale européenne (BCE) et de l'ensemble des banques centrales nationales (BCN) ayant adopté l'euro comme monnaie. Il est chargé de définir et mettre en œuvre la politique monétaire unique de tous les pays de la zone euro.

(2) BCE (2020) TARGET2 Annual Report 2019.

(3) Le reste de la base monétaire est constitué des billets en circulation.

Graphique 1 : Deux exemples de paiement interbancaire



2. Des soldes faibles et stables dans la phase initiale d'utilisation

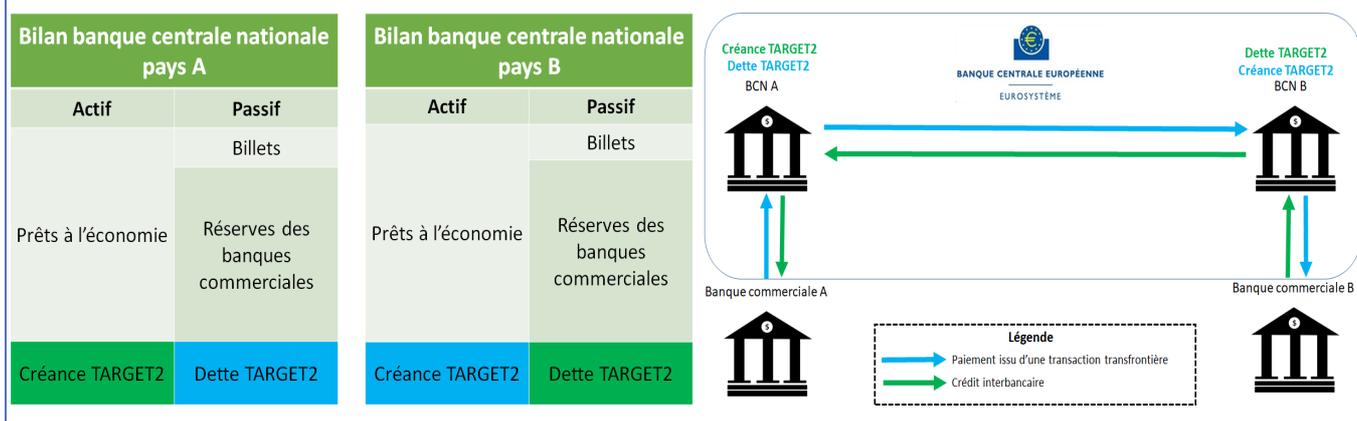
Avant 2008, les soldes TARGET2 étaient quasiment nuls, dans un contexte où le marché interbancaire privé permettait aux banques d'équilibrer directement l'offre et la demande de liquidité et où le refinancement auprès de la BCE s'effectuait par un système d'enchères : la liquidité fournie par la BCE pouvait alors présenter un surcoût par rapport à la liquidité de marché, ce qui limitait son recours par les banques. Durant cette période, les déséquilibres courants entre pays de la zone euro étaient compensés par des transferts de liquidité entre banques qui équilibraient les soldes TARGET2. À titre d'exemple, les excédents de liquidité des banques allemandes provenant de

l'excédent courant allemand pouvaient être prêtés aux banques italiennes ou espagnoles en besoin de liquidité. Ces flux contraires permettaient d'équilibrer ainsi les soldes TARGET2 malgré des déséquilibres extérieurs importants. Par exemple, la banque d'un importateur espagnol réalisait un paiement pour son client à destination de la banque d'un fournisseur allemand, mais la banque allemande ne conservait pas la liquidité en réserve à la Bundesbank : elle la prêtait à des banques espagnoles sur le marché interbancaire. À niveau des banques centrales, la liquidité circulait dans les deux sens et les soldes TARGET2 étaient faibles.

Encadré 1 : Les soldes TARGET2 avant 2008

Avant 2008, les flux de paiements transfrontiers (flèches bleues) étaient compensés par des flux de crédit interbancaire de sens inverse (flèches vertes). Par exemple, les soldes TARGET2 étaient proches de l'équilibre car les déséquilibres courants au sein de la zone euro étaient compensés par une réallocation de l'excédent de liquidité pour répondre aux besoins de refinancement sur le marché interbancaire de la zone euro.

Schéma simplifié à deux pays du système TARGET2 avant la crise de 2008



3. Une forte augmentation des soldes après la crise financière de 2008 et la crise des dettes souveraines en 2012

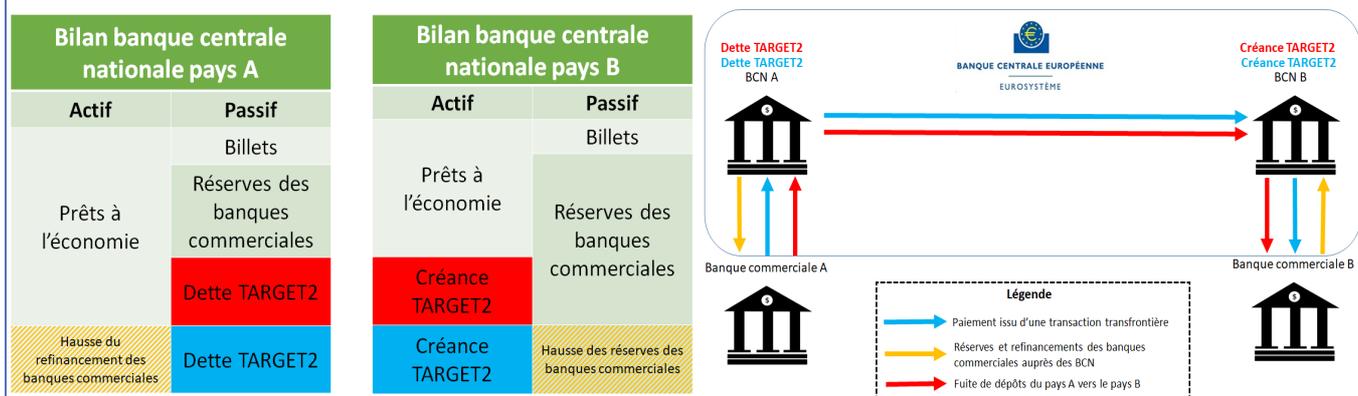
À la suite de la crise financière de 2008 et de la crise des dettes souveraines en 2012, les soldes TARGET2 ont fortement augmenté sous l'effet de tensions sur le marché interbancaire et de la fuite de dépôts de pays « périphériques » (Italie, Grèce, Espagne, Portugal, Irlande) vers des pays « cœur » (Allemagne, Pays Bas, Luxembourg)⁴, avant de redescendre progressivement. La somme des excédents TARGET2 nationaux a atteint 1 100 Md€ mi-2012 pour redescendre ensuite lentement et se stabiliser autour de 600 Md€ fin 2014. L'assèchement des transactions sur le marché interbancaire non-sécurisé après la crise de 2008 (cf. Graphique 3) a conduit la BCE à offrir des refinancements illimités (mais collatéralisés), lesquels se sont substitués aux transactions interbancaires transfrontières qui permettaient jusqu'alors d'équilibrer les soldes TARGET2. Le phénomène s'est aggravé

dans certains pays après la crise des dettes souveraines de 2011 et la perte de confiance dans certains systèmes bancaires. Dans certains pays du sud de l'Europe (Italie, Espagne, Grèce), les banques ont subi une fuite des dépôts à destination de pays jugés comme sûrs comme l'Allemagne, creusant ainsi leurs déficits TARGET2. Il faut souligner que le système TARGET2, indispensable au fonctionnement de la zone euro dans son architecture décentralisée, a joué un rôle stabilisateur crucial lors de ces différentes crises, permettant aux banques solvables de pays faisant face à de fortes tensions financières de couvrir leurs besoins de liquidités. Depuis 2013, certains pays du Sud ont retrouvé une balance courante excédentaire, permettant aux soldes TARGET2 de se résorber partiellement.

Encadré 2 : Impact des crises et de la réponse de la BCE sur les soldes TARGET2

Après la crise de 2008, pour faire face à l'assèchement des liquidités sur le marché interbancaire de la zone euro, la BCE a modifié l'accès à son refinancement qui devient illimité à taux fixe (sous réserve de collatéral suffisant). Les flux de crédit interbancaire qui permettaient jusqu'alors de compenser les flux de paiements transfrontières liés à une transaction de biens et services entre différents pays disparaissent alors (disparition des flèches vertes), les besoins de liquidité étant désormais comblés par du refinancement auprès des BCN (apparition des flèches jaunes). À cela s'ajoute un phénomène de fuite de dépôts des pays « périphériques » vers les pays du « cœur » qui se matérialise comme un transfert à sens unique sur les soldes TARGET2 (apparition des flèches rouges). Ces deux phénomènes participent à un accroissement des soldes TARGET2.

Schéma simplifié à deux pays du système TARGET2 après la crise de 2008

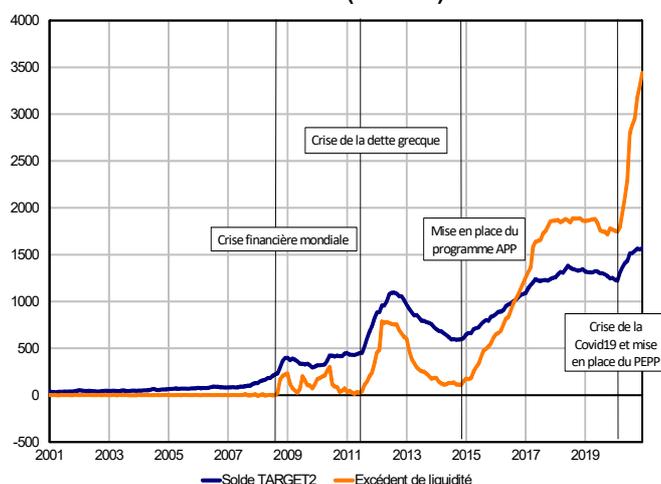


(4) Auer R. A. (2014), "What drives TARGET2 balances? Evidence from a panel analysis", *Economic Policy*, 29(77), 139-197.

4. Une nouvelle augmentation des soldes sous l'effet des politiques non-conventionnelles de la BCE

Si le rôle accru d'intermédiation de la BCE pour pallier la fragmentation financière de la zone euro se reflète mécaniquement dans les déséquilibres TARGET2, ils traduisent aussi les importantes injections de liquidité dans l'Eurosystème (cf. Graphique 2), après la mise en place des programmes d'achats d'actifs de la BCE à partir de 2015⁵. L'Eurosystème a connu plusieurs phases d'augmentation de l'excédent de liquidité⁶ depuis 2008, qui correspondent aux phases d'augmentation des déséquilibres TARGET2.

Graphique 2 : Excédent de liquidité et solde TARGET2 en zone euro (en Md€)



Source : Reuters, BCE.

Note de lecture : Le solde TARGET2 correspond à la somme des soldes positifs.

4.1 L'impact des programmes d'achats d'actifs sur l'évolution des soldes TARGET2

Depuis 2015, la forte hausse des soldes TARGET2 s'explique essentiellement par le déploiement du programme d'achats d'actifs de la BCE (l'*Asset purchase programme* ou APP) dans une zone monétaire dont les différentes places financières sont de taille très inégale, alors que les déficits extérieurs ont quasiment disparu dans les pays de la zone euro. Les soldes TARGET2 s'élevaient ainsi à plus de 1 600 Md€ fin décembre 2020. En raison du caractère décentralisé de l'Eurosystème et des caractéristiques des programmes d'achats d'actifs, les banques centrales

nationales sont chargées d'effectuer les achats de titres émis par les entités de leur juridiction.

Lorsque la BCN d'un pays A achète un titre financier à une banque commerciale de sa juridiction, elle met le titre à son actif et augmente du même montant les réserves de la banque, qui figurent au passif de la BCN. L'opération est sans effet sur le solde TARGET2 de la BCN.

Toutefois, environ 80 % des achats sont effectués avec des contreparties non-résidentes, et 50 % des achats totaux proviennent de contreparties hors zone euro, concentrées majoritairement au Royaume-Uni. La plupart de ces contreparties non-résidentes passent par des filiales implantées en Allemagne ou aux Pays-Bas pour accéder au système de transfert TARGET2, ce qui engendre des flux financiers transfrontaliers déséquilibrés au sein de la zone euro, qui se répercutent sur le compte central TARGET2 et les bilans des banques centrales⁷. Ainsi, lorsque la BCN du pays A achète un titre financier à une banque commerciale dans un pays B, elle ne peut pas augmenter les réserves de la banque qui n'est pas dans sa juridiction. Elle passe donc par la BCN du pays B, laquelle effectue pour elle le paiement à la banque commerciale vendeuse. La BCN du pays A récupère bien le titre à son actif, mais la contrepartie à son passif est une dette TARGET2 et non une augmentation des réserves bancaires.

Par ailleurs, le développement du marché interbancaire sécurisé et la mise en place des réglementations prudentielles de type Bâle III ont accentué la détention d'actifs sûrs de la part des banques, ce qui a gonflé encore les soldes TARGET2 : les banques commerciales ont acquis des titres dans les pays où se situent les plus grandes places financières, et leurs BCN ont en contrepartie accumulé des dettes TARGET2.

Ainsi, depuis le milieu des années 2010, les principaux pays en déficit (en Md€) sur TARGET2 sont la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie. Les pays en excédent important sont l'Allemagne, les Pays-Bas, la

(5) Grossmann-Wirth V. et B. Hallinger (2018), Billet n° 93 : Politique monétaire et concentration de la liquidité en zone euro, *Bloc-notes Eco*, Banque de France.

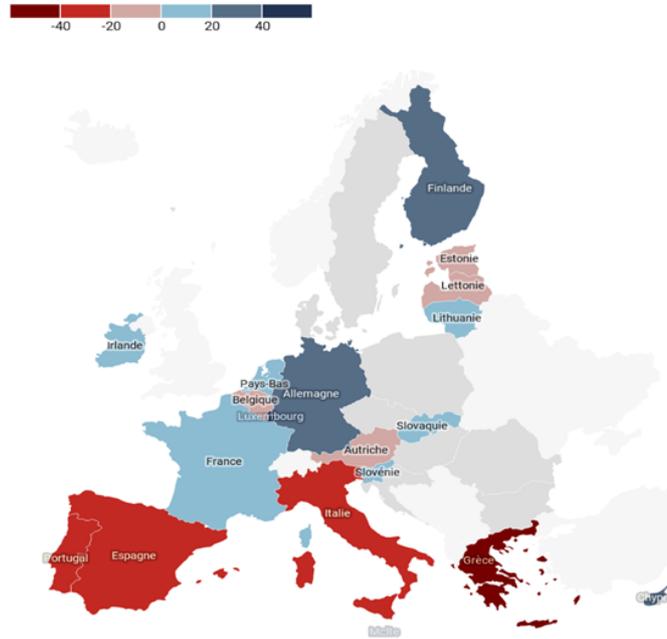
(6) On appelle excédent de liquidité le surcroît de réserves bancaires auprès de la banque centrale par rapport aux réserves obligatoires.

(7) Eisenschmidt J., Kedan D., Schmitz M., Adalid R. & P. Papsdorf (2017), "The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances", *ECB Occasional Paper* (196).

Finlande et le Luxembourg (cf. Graphique 3). La Banque d'Italie et la Banque d'Espagne sont débitrices pour des montants très importants, autour de 500 Md€ (ce qui représente environ 28 % du PIB italien et 40 %

du PIB espagnol). À l'inverse, la Bundesbank est créditrice, autour de 1 100 Md€ (soit environ 32 % du PIB allemand).

Graphique 3 : Balances TARGET2 en décembre 2020 par pays (en % du PIB)



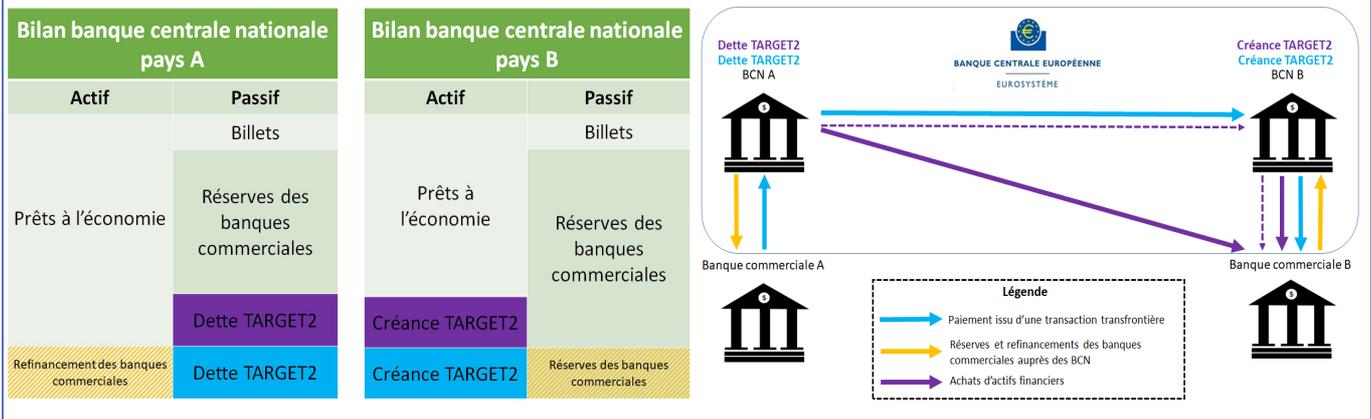
Créé avec Datawrapper

Source : BCE, Eurostat.

Encadré 3 : Impact des achats d'actifs sur les soldes TARGET2

Le déploiement des programmes d'achats d'actifs depuis 2015 a contribué à accentuer de nouveau les déséquilibres TARGET2. Du fait de la concentration d'acteurs financiers au sein des grandes places financières de la zone euro (en Allemagne, au Luxembourg ou encore aux Pays-Bas), qui agissent également comme des relais pour des contreparties situées hors zone euro, les BCN passent par le système TARGET2 pour acquérir des actifs financiers au titre des programmes d'achats d'actifs. Par exemple, si la BCN A souhaite acheter un titre à la banque commerciale située dans le pays B, elle passe par la BCN B qui procède au paiement pour elle, créant dans le même temps, une créance TARGET2 à l'actif de la BCN B et une dette au passif de la BCN A (apparition des flèches violettes).

Schéma simplifié à deux pays du système TARGET2 à partir de 2015

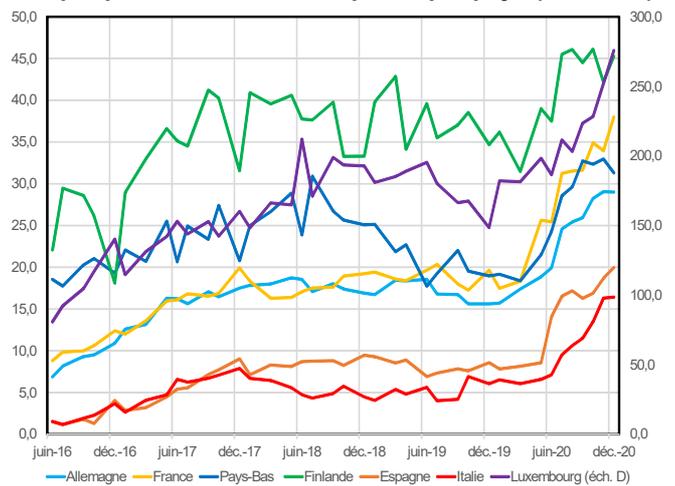


4.2 Un tarissement persistant du financement interbancaire transfrontalier en zone euro

Les données désagrégées par pays du bilan de l'Eurosystème témoignent du tarissement persistant du financement interbancaire transfrontalier en zone euro, qui confère un rôle central d'intermédiation à la BCE. Les opérations de refinancement de long terme (LTRO) et notamment les opérations ciblées de long terme (TLTRO) présentent des conditions attractives, dont les taux applicables, avant la crise de la COVID-19, pouvaient atteindre le taux de la facilité de dépôt (actuellement à $-0,5\%$), et offrent une source de refinancement plus intéressante que l'opération principale de refinancement (actuellement à $0,0\%$) de la BCE et que le marché interbancaire. Ainsi, certaines banques, davantage concentrées dans les pays du Sud (Espagne et Italie), continuent à se refinancer largement auprès de la BCE, notamment *via* ces instruments, la BCE ayant augmenté l'incitation de ces banques à emprunter auprès d'elle plutôt que sur le marché interbancaire. Parallèlement, la convergence du taux d'intérêt interbancaire (Eonia et son successeur) vers le taux de la facilité de dépôt (*cf.* Graphique 4) a éliminé l'incitation des banques en situation d'excédent de liquidité (essentiellement en France, Allemagne, Pays-Bas, Finlande et au Luxembourg ; *cf.* Graphique 5)⁸ à prêter sur le marché interbancaire. Ainsi, l'excédent de liquidité est resté concentré dans les pays « cœur » de la zone euro. En l'absence de ces opérations de refinancement de long terme, une partie de l'excédent de liquidité concentré dans les pays « cœur » financerait directement les besoins en refinancement des pays « périphériques » sur le marché interbancaire et résorberait une partie des déséquilibres TARGET2.

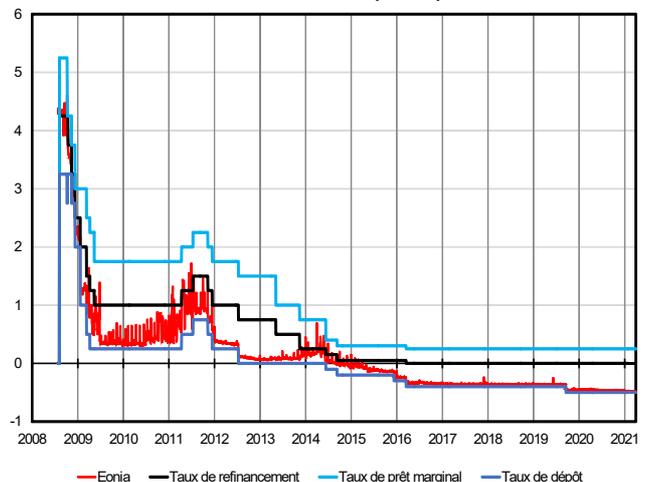
Plus récemment, la réponse de la BCE à la crise de la covid-19 a entraîné une nouvelle hausse des soldes TARGET2 avec notamment l'introduction du programme d'achats d'urgence pandémique (Pandemic emergency purchase programme ou PEPP), doté d'une enveloppe totale de 1 850 Md€ à utiliser jusqu'à mars 2022. Par ailleurs, l'assouplissement des conditions d'accès aux TLTRO a permis de répondre aux demandes de liquidité des banques mais a aussi dans le même temps renforcé le rôle d'intermédiation de la BCE.

Graphique 4 : Excédent de liquidité par pays (% du PIB)



Source : Reuters, BCE, Eurostat, calculs DG Trésor.

Graphique 5 : Taux directeurs de la BCE et taux interbancaire (en %)



Source : Reuters, BCE.

La hausse de ces déséquilibres au titre du système de paiement TARGET2 ne doit pas être considérée comme pathologique, mais au contraire comme une preuve de résilience dans une période de crise aiguë : après avoir aidé les pays périphériques européens à surmonter le tarissement de leurs financements au début des années 2010, elle est maintenant la conséquence mécanique de la politique monétaire ultra-expansionniste qui génère un excédent de liquidité particulièrement important *ex ante* dans certains pays du fait de leurs centres financiers. Ces déséquilibres ont vocation à se résorber, à terme, avec

(8) L'excédent de liquidité atteint près de 277 % du PIB au Luxembourg fin 2020. La France et l'Allemagne présentaient sensiblement le même niveau d'excédent de liquidité jusqu'à début 2020.

la normalisation de la politique monétaire de la BCE, et l'harmonisation des secteurs bancaire et financier de la zone euro afin de stimuler les échanges interbancaires transfrontaliers, qui permettra à la BCE de se réduire progressivement son rôle d'intermédiation du secteur

bancaire. Ceci nécessitera cependant l'approfondissement de l'Union économique et monétaire, notamment *via* l'Union bancaire et l'Union des marchés de capitaux.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances
et de la Relance
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Agnès Bénassy-Quéré

Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Avril 2021

N° 283 Les usagers de la route paient-ils le juste prix de leurs circulations ?

Antoine Bergerot, Gabriel Comolet, Thomas Salez

N° 282 L'impact de la pandémie de Covid-19 sur les entreprises françaises

Benjamin Hadjibeyli, Guillaume Roulleau, Arthur Bauer

Mars 2021

N° 281 Perspectives mondiales au printemps 2021 : une reprise inégale à l'horizon

Maël Blanchet, Antoine Boiron, Xavier Coeln, Célia Colin, Benjamin Conigrave, Estelle de Beaucé,
Charles Dennery, Per Yann Le Floc'h, Matthias Loise, Chloé Ramet

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTrésor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance.