

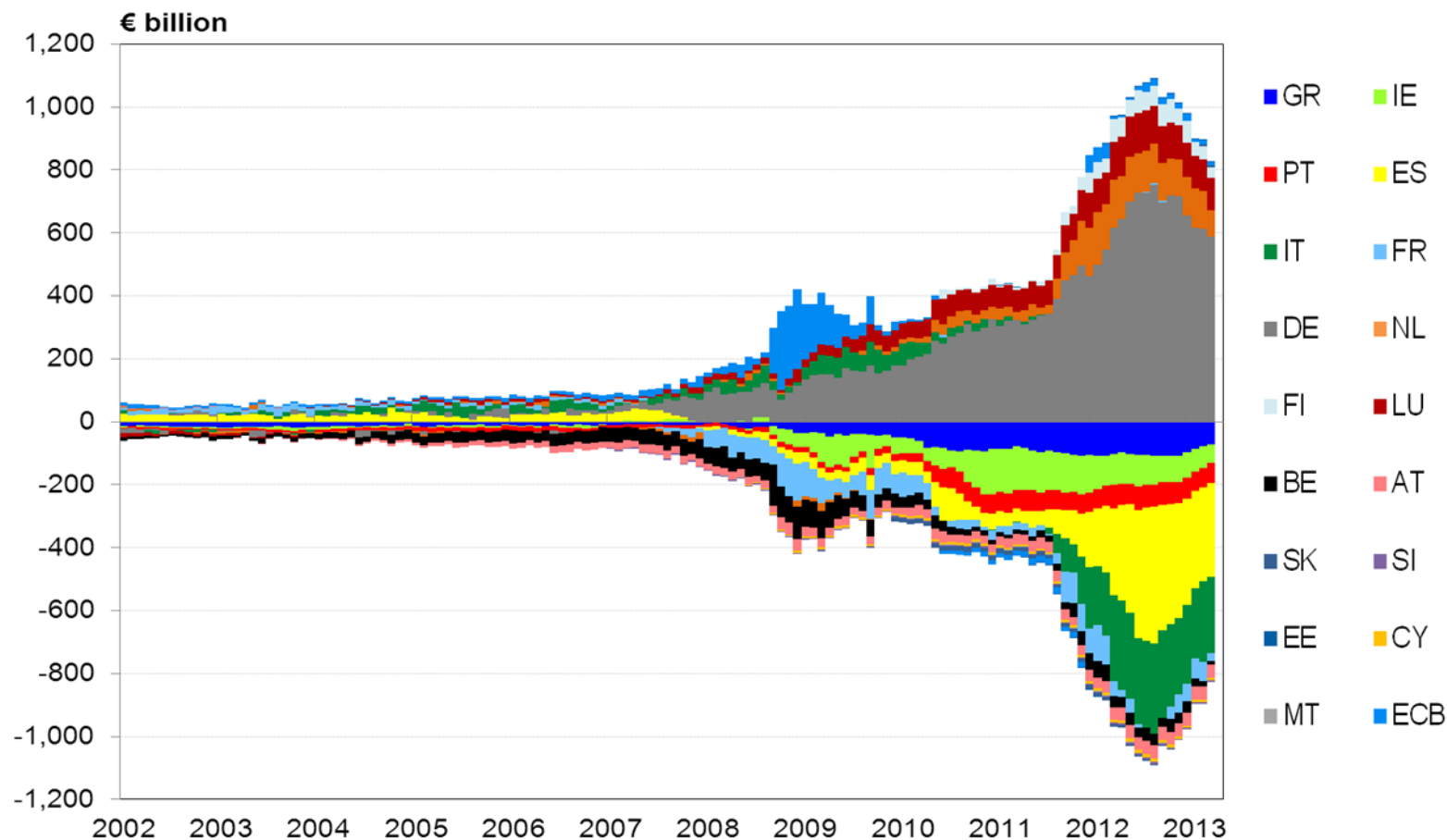
Les soldes Target et la crise en zone euro

Philippine Cour-Thimann

Club du CEPII, 27 juin 2013

Les opinions exprimées ici sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement celles de la BCE.

Les soldes TARGET au sein de l'Eurosystème



Sources : BCE, BCN, FMI et calculs de l'auteur (P. Cour-Thimann, Target balances and the crisis in the euro area, CESifo Forum 14, numéro spécial, avril 2013).

Notes : il s'agit de soldes vis-à-vis de la BCE, dont la somme est égale à zéro. Dernière observation : fin mars 2013.

Un intense débat public

Soldes TARGET

- **Renflouement masqué des emprunteurs souverains**
- **Un dispositif de soutien à la balance des paiements**
- **Un risque énorme pour le contribuable**
- **La BCE assure une intermédiation sur des marchés financiers segmentés, aux fins du maintien de la stabilité des prix**
- **Ce n'est pas une facilité autonome**
- **Aucun risque supplémentaire**

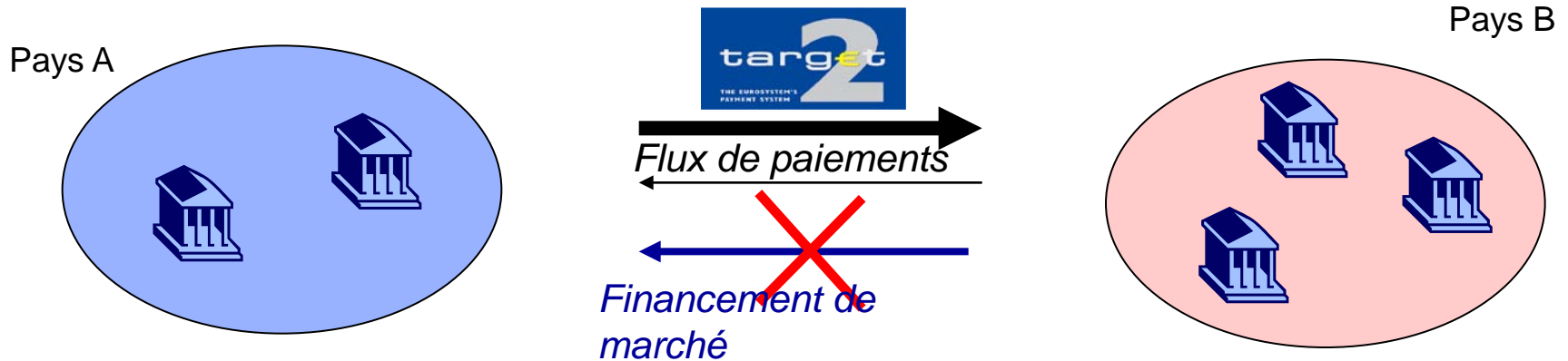
BCE

- **Devrait adopter le système de la Fed pour régler les soldes TARGET**
- **Les soldes TARGET découlent de « 1€ = 1€ » dans l'ensemble de la zone euro**
- **Contraindre ou dissuader ces soldes remettrait en question l'union monétaire**

p. ex. H.-W. Sinn et autres

Comment apparaissent les soldes TARGET ?

Les soldes TARGET découlent du déséquilibre entre les paiements bancaires transfrontières ...



Bilan de la BCN du pays A

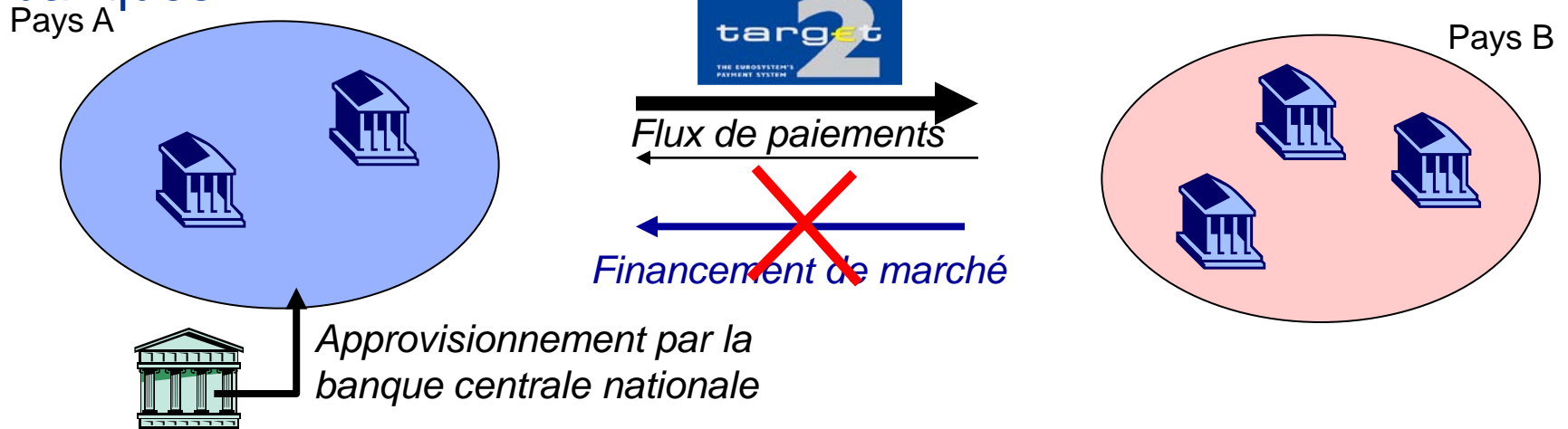
Opérations de prêt	Billets	↑ ↓
	Dépôts bancaires	
Engagement TARGET		
Autres		
Autres	Autres	

Bilan de la BCN du pays B

Opérations de prêt	Billets	↓ ↓ ↓ ↓ ↓
	Dépôts bancaires	
Autres	Autres	
Créance TARGET		

Comment apparaissent les soldes TARGET ?

... lorsque la banque centrale satisfait aux besoins de liquidités des banques



Bilan de la BCN du pays A

Opérations de prêt	Billets
	Dépôts bancaires
	Engagement TARGET
Autres	Autres

Bilan de la BCN du pays B

Opérations de prêt	Billets
	Dépôts bancaires
	Créance TARGET
Autres	Autres

Soldes TARGET, tensions sur les financements bancaires et mesures de la BCE

Pour maintenir la stabilité des prix, la **BCE a pris des mesures exceptionnelles** lors de la crise.

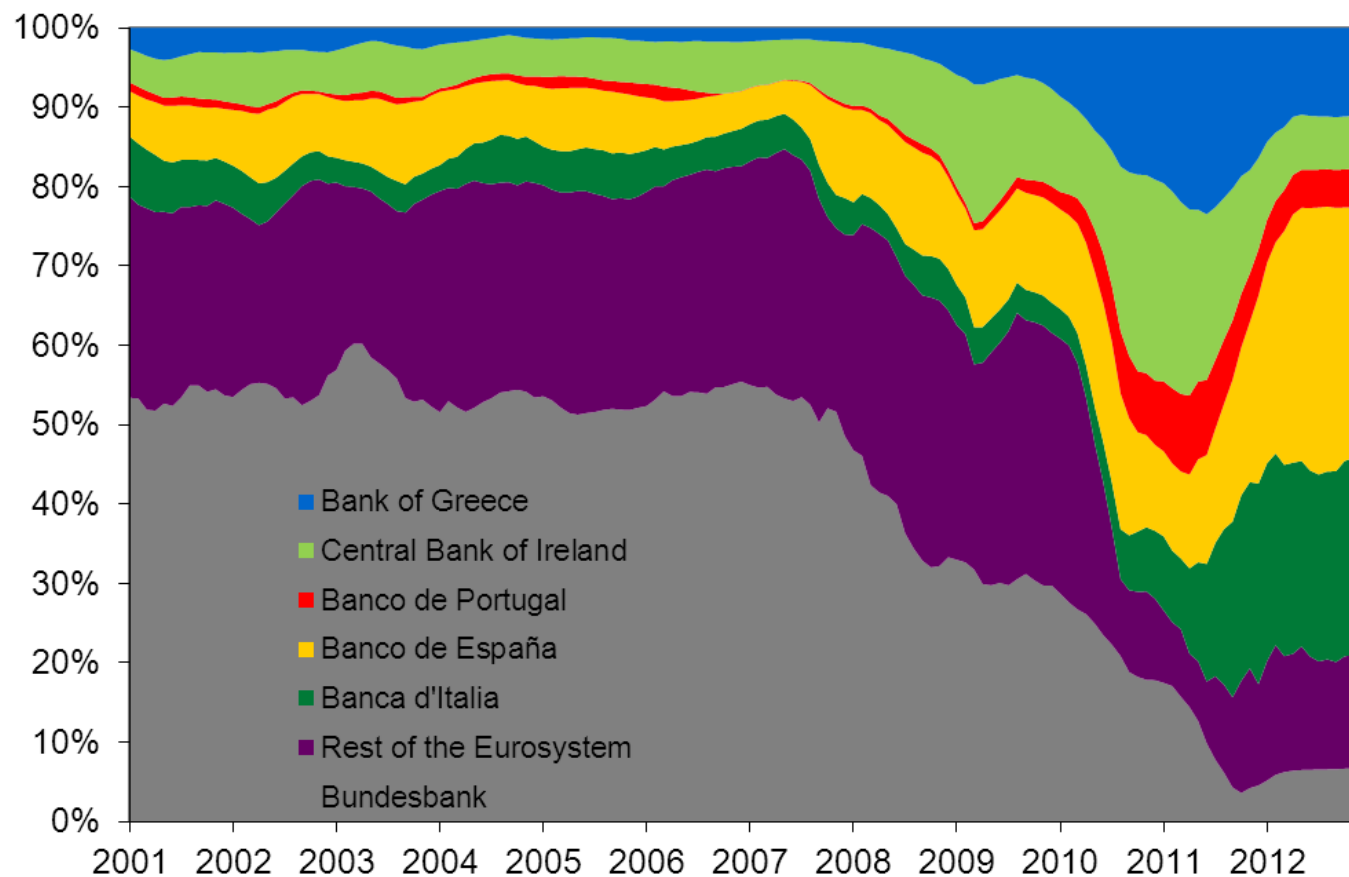
Les mesures non conventionnelles visent à soutenir la transmission des décisions en matière de taux d'intérêt à l'économie de la zone euro, dans un contexte de dysfonctionnement de certains compartiments du système financier.

Appels d'offres à taux fixe intégralement servis : l'Eurosystème satisfait aux besoins de liquidités des banques solvables contre des garanties appropriées.

Les **soldes TARGET reflètent ces mesures** dans un contexte de segmentation des marchés de financement bancaire.

Fourniture de liquidité dans le cadre des opérations de politique monétaire

Parts des Banques Centrales Nationales

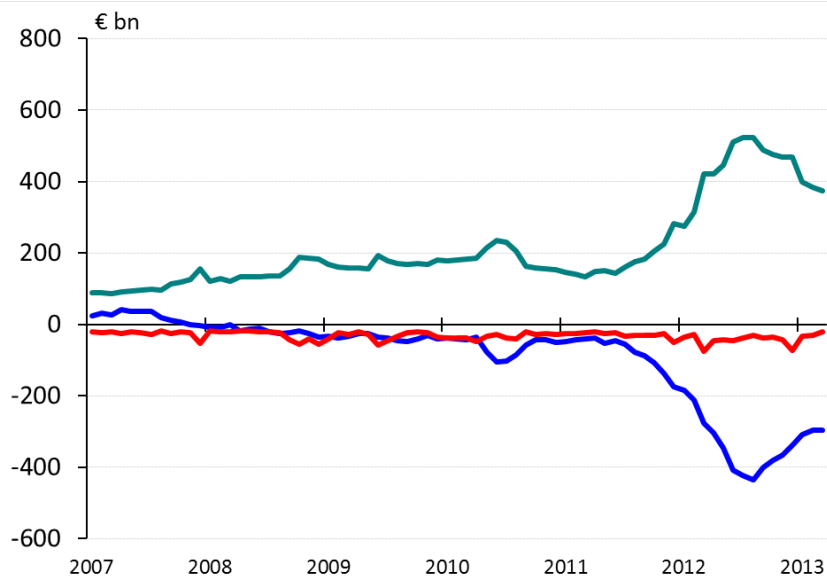


Source : données mises à jour, tirées de Bindseil, Cour-Thimann et König (2012).

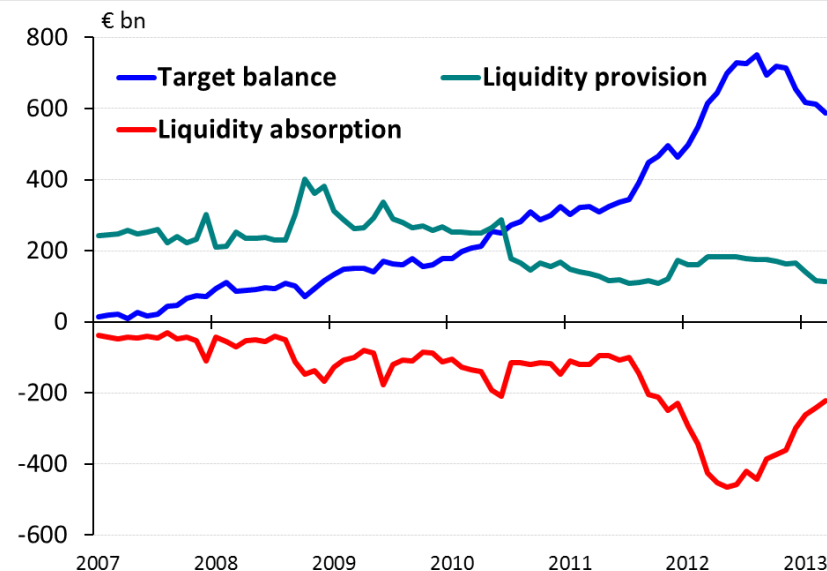
Note : dernière observation fin décembre 2012.; données lissées avec une moyenne centrée sur 5 mois.

Soldes TARGET et segmentation du financement bancaire

Banco de España



Deutsche Bundesbank



Source : BCN.

Note : dernière observation fin mars 2013. « Fourniture de liquidité », au-dessus de l'axe horizontal = « Prêts aux établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire libellés en euros » + « Créances en devises sur des résidents de la zone euro » + « Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro » + « Titres » + « Autres actifs ». « Absorption de liquidité », au-dessous de l'axe horizontal = Dépôts des IFM.

Les soldes TARGET comportent-ils un risque financier ?

Non, pas au-delà des risques inhérents aux opérations de l'Eurosystème

- **Ces risques sont atténués à travers les politiques en matière de garanties et les volants de sécurité financière**
- **Pas de risque spécifique pour une BCN créancière car partage de risque, sauf dans le cas théorique d'une dissolution de la zone euro**

Un incitant néfaste ?

- **L'octroi de liquidité à des conditions favorables est susceptible d'affaiblir les incitations, pour les gouvernements, à renforcer leur système bancaire national**
- **Argument en faveur du mécanisme de surveillance unique**

Un transfert de risques ?

- **Des investisseurs privés au système de banque centrale**
- **Mais une créance TARGET n'indique pas une exposition accrue au risque pour le pays concerné**

Illustration à travers la balance des paiements

Les soldes TARGET ne sont pas un dispositif de soutien à la balance des paiements

Ils peuvent toujours être analysés en rapport avec les soldes extérieurs

- **Compte courant + compte financier + compte de capital + erreurs = 0**

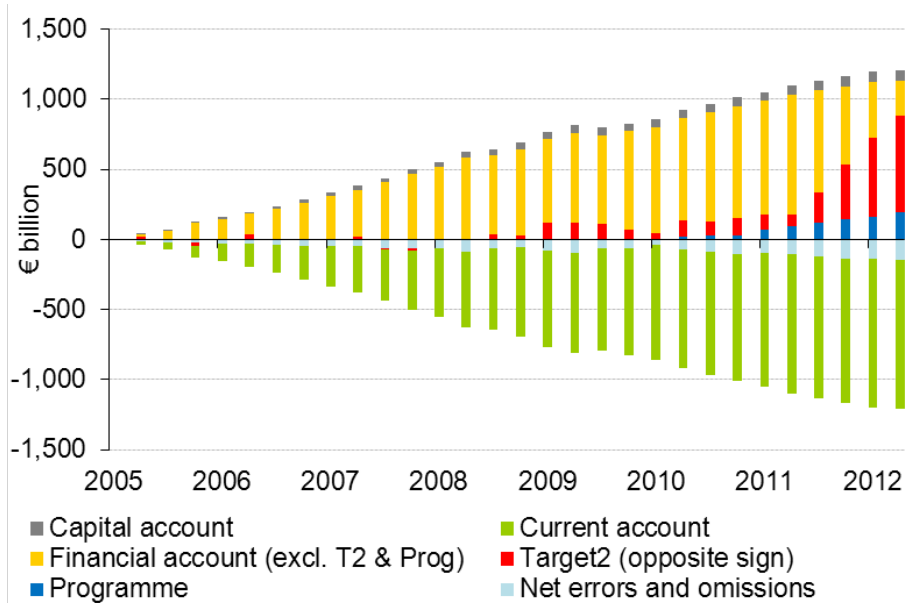
- Δsolde T2 + Autre compte financier

prêts de l'UE/du FMI + autres

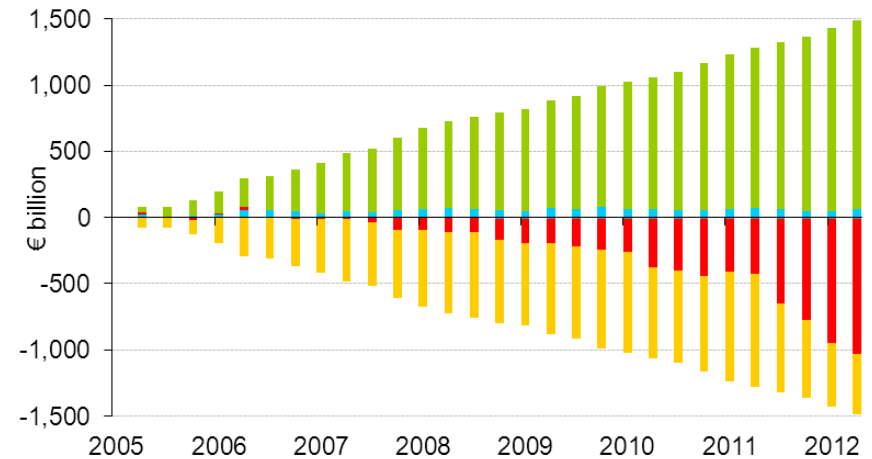
- **=> lien comptable entre les soldes TARGET2 et les déséquilibres accumulés au sein des balances de paiement**

Soldes TARGET et déséquilibres de la balance des paiements

Pays en déficit



Pays en excédent

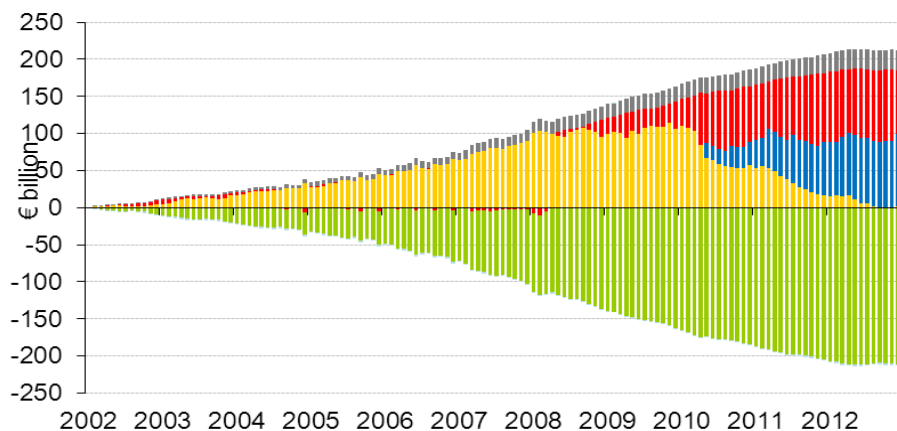


Sources : BCE, BCN, FMI et propres calculs.

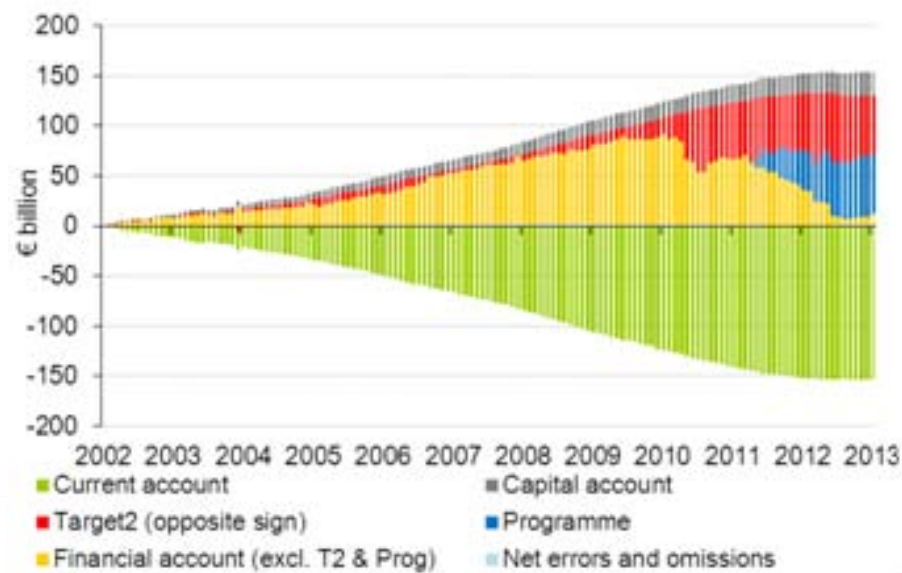
Notes : comptes cumulés depuis 2005. Les pays en déficit sont notamment la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie. Les pays en excédent sont entre autres l'Allemagne, les Pays-Bas, la Finlande et le Luxembourg. Dernière observation : 3^e trimestre 2012.

Soldes TARGET et déséquilibres de la balance des paiements

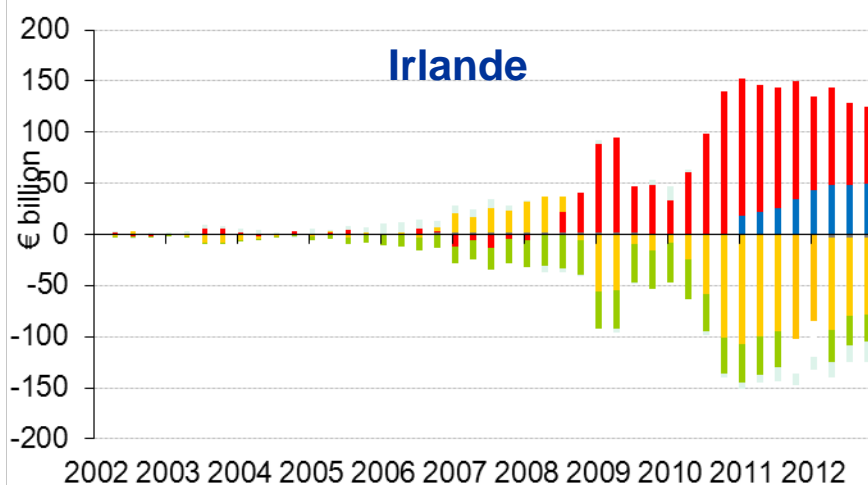
Grèce



Portugal



Irlande

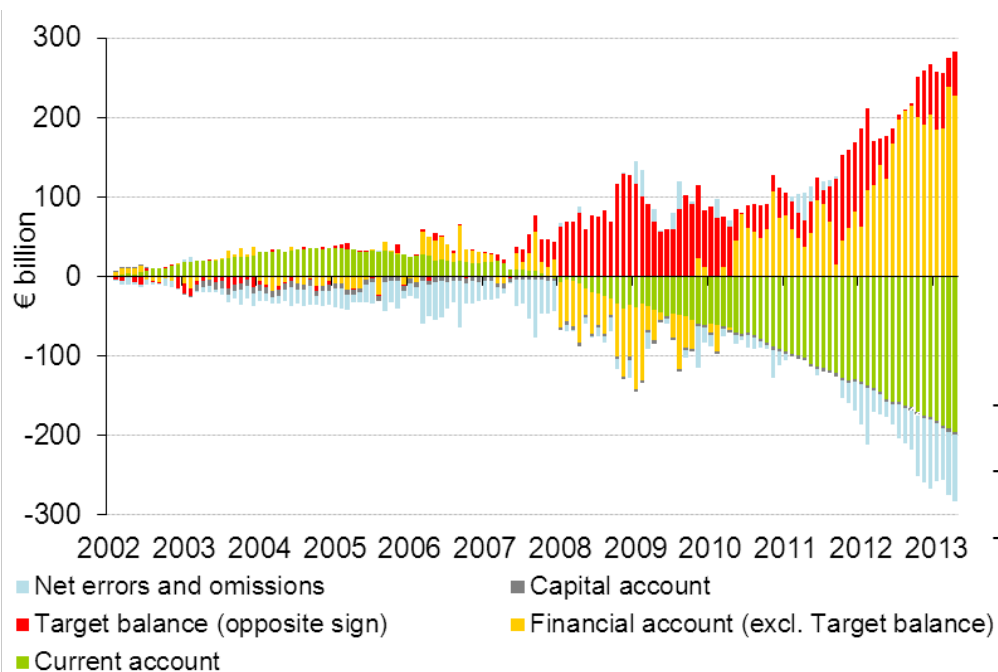


Sources : BCE, BCN, FMI et propres calculs.

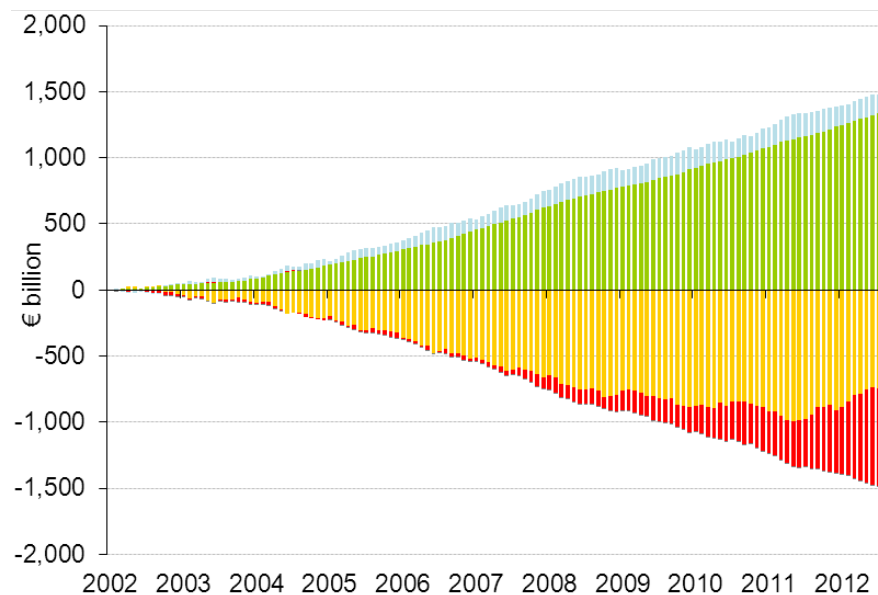
Note : comptes cumulés depuis 2002. Dernières observations relatives à la balance des paiements : fin décembre ou fin du 4^e trimestre 2012.

Soldes TARGET et déséquilibres de la balance des paiements

France



Allemagne



Sources : BCE, BCN, FMI et propres calculs.

Note : comptes cumulés depuis 2002. Dernières observations relatives à la balance des paiements fin avril 2013.

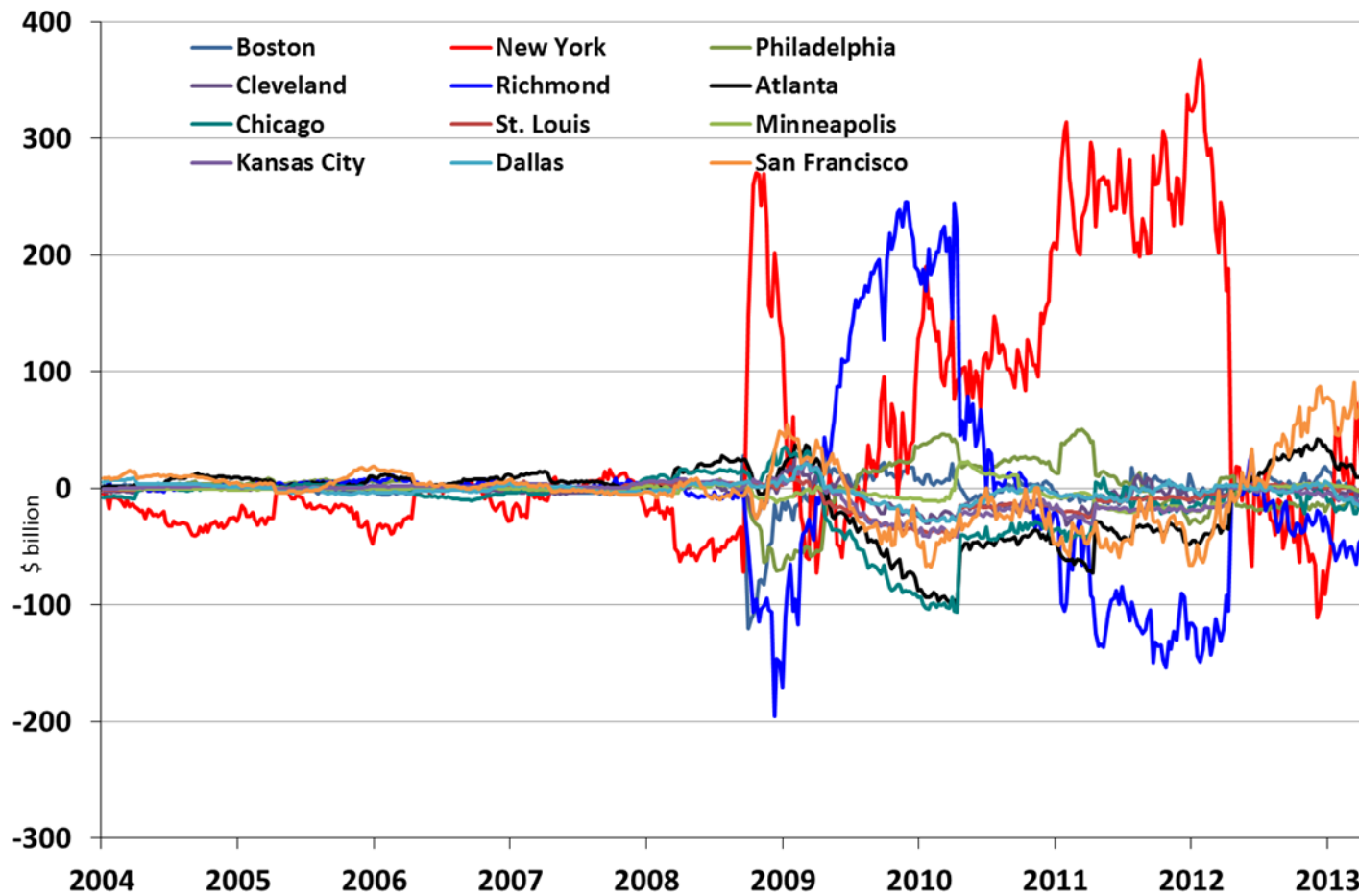
Les soldes TARGET sont-ils inévitables dans une union monétaire ?

Fondamentalement, les soldes TARGET résultent de la nécessité d'assurer que « **1€ = 1€** » dans toute la zone monétaire.

Toute zone monétaire a besoin d'un système tel que TARGET. Mais cela ne signifie pas que les banques centrales doivent fournir des crédits illimités !

Les soldes intra-système ne sont pas propres à l'Eurosystème

Système fédéral de réserve : comptes de règlement inter-districts



Source : Archival Federal Reserve Economic Data (données économiques, archives de la Réserve fédérale).

Note : dernière observation le 24 avril 2013.

Réserve fédérale : soldes dans l'hypothèse d'aucun règlement



Sources : *Archival Federal Reserve Economic Data (données économiques, archives de la Réserve fédérale), propres calculs.*

Note : dernière observation le 27 février 2013.

Conclusion : que sont les soldes TARGET ?

- **Résultent de l'unicité de la monnaie, 1€ = 1€ dans toute la zone euro**
 - **un symptôme de la perte de confiance dans certains systèmes bancaires**
 - **le reflet du soutien apporté par la BCE**
 - **agissent, *de facto*, comme un stabilisateur des soldes de paiement dans la zone euro**
- **Ne constituent pas un risque financier dans une union monétaire intégrée**
- **Un appel à traiter les causes profondes de la crise**

Références

- Cour-Thimann, P. (2013), « *TARGET balances and the crisis in the euro area* », CESifo Forum 14, numéro spécial, avril.
- Cour-Thimann, P. et Winkler, B. (2012), « *The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure* », Oxford Review of Economic Policy, vol. 28, n° 4, 765–803. Voir aussi le document de travail n° 1528 de la BCE.
- Bindseil, U., Cour-Thimann, P. et König, P. (2012), « *TARGET2 and Cross-border Interbank Payments during the Financial Crisis* », CESifo Forum 13 (numéro spécial, janvier), 83-92
- Banque centrale européenne (2013), « *Les soldes TARGET et les opérations de politique monétaire* », Bulletin mensuel, mai
- Sinn, H.-W. et Wollmershäuser, T. (2011) « *TARGET loans, current account balances and capital flows: The ECB's rescue facility* », CESifo Working Paper 3500, 21 juin, et document de travail n° 17626 du NBER, novembre.
- Sinn, H.-W. (2012) « *Die TARGET-Falle – Gefahren für unser Geld und unsere Kinder* », Hanser-Verlag, München.