

### Pourquoi les déséquilibres de l'Eurosystème se sont-ils à nouveau accentués depuis le printemps 2015 ?

Le système de paiement transfrontalier « Target 2 » (acronyme anglais de *Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) est un système de paiement permettant aux banques de la zone euro de transférer des fonds en temps réel par delà les frontières. Ce système enregistre et gère les transferts transfrontaliers au sein de la zone euro. Par exemple, lorsqu'un résident espagnol achète auprès d'un vendeur allemand, sa banque commerciale espagnole demande à la banque centrale d'Espagne d'enregistrer un transfert vers la Bundesbank, qui crédite le compte de la banque commerciale du vendeur allemand. Cette transformation d'euro « espagnol » en euro « allemand » est enregistrée dans le « solde » du système, l'Espagne devenant débitrice et l'Allemagne créditrice. Les soldes par pays dits « soldes Target 2 » retracent ainsi les positions nettes en liquidité des banques centrales nationales auprès du système de paiement de l'Eurosystème.

#### Les déséquilibres des soldes « Target 2 » s'accroissent à nouveau depuis le deuxième trimestre 2015

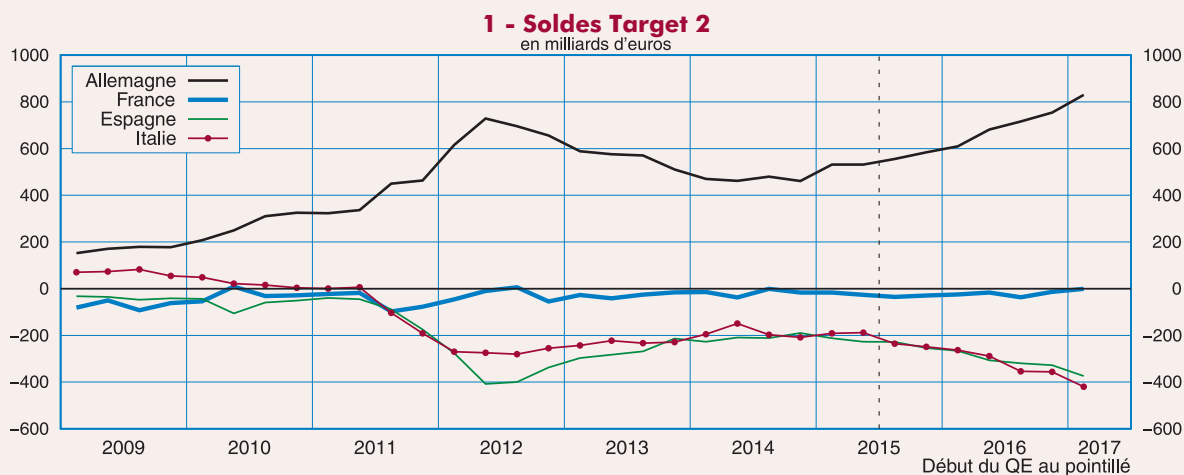
Avant la crise de 2008-2009, les soldes Target 2 étaient à l'équilibre, les flux internationaux dus aux déséquilibres des balances courantes étant globalement compensés par des flux financiers, car, schématiquement, les banques commerciales allemandes prêtaient aux banques des pays du sud de l'Union. Lors de la crise des dettes souveraines, surtout de mi-2011 à mi-2012, ces soldes se sont déséquilibrés et creusés (*graphique 1*) : l'Allemagne est devenue de plus en plus excédentaire pendant que l'Espagne et l'Italie devenaient déficitaires, témoignant des difficultés de leurs institutions financières à se refinancer auprès de leurs

équivalentes des pays les plus solides de la zone. Ensuite, les écarts se sont progressivement résorbés.

Cependant, entre le deuxième trimestre 2015 et le quatrième trimestre 2016, les déséquilibres entre banques centrales de l'Eurosystème se sont à nouveau creusés, le solde allemand atteignant même son plus haut niveau historique à la fin du premier trimestre 2017, les soldes espagnols et italiens se dégradant symétriquement.

#### L'accroissement des déséquilibres coïncide avec le Quantitative Easing de la BCE

Or cette recrudescence des déséquilibres coïncide avec le début de l'assouplissement quantitatif, ou *Quantitative Easing* (QE), de la Banque centrale européenne (BCE), c'est-à-dire avec la mise en œuvre du programme d'achats par l'Eurosystème de titres, en particulier souverains, au rythme de 80 milliards d'euros par mois jusqu'en mars 2017 (réduit ensuite à 60 milliards d'euros par mois). Selon la BCE, cette dégradation des soldes italiens et espagnols serait une conséquence technique et directe de ce programme d'achats, selon le mécanisme suivant : les banques centrales nationales italiennes et espagnoles achèteraient essentiellement auprès de détenteurs financiers non résidents, qui conservent majoritairement leurs avoirs dans leurs succursales allemandes, ce qui se traduit par une aggravation « mécanique » de leurs soldes Target 2 au profits des excédents allemands. De fait, entre avril 2015 et décembre 2016, la dégradation des soldes Target 2 italiens (pour 165 Md€) et espagnols (116 Md€) correspond à peu près aux achats de titres souverains italiens (202 Md€) et espagnols (145 Md€) par l'Eurosystème sur la période.



### Les résidents ont plus revendu des titres souverains à l'Eurosystème que les non-résidents

Cependant, si ce mécanisme prédominait, la détention des titres publics par les non-résidents aurait baissé fortement au profit des banques centrales nationales résidentes (E. Dor, 2016). Or, d'après les données de balances des paiements, ce sont surtout des résidents qui ont vendu des titres publics à l'Eurosystème (tableau 1). Ainsi, la dette publique italienne a augmenté de 40 Md€ d'avril 2015 à décembre 2016, celle détenue par l'ensemble des résidents ayant augmenté de 79 Md€ sur cette période. Parmi ces résidents, la Banque d'Italie a racheté 202 Md€ de titres publics, cela indique que la dette détenue par les autres résidents italiens a baissé de 123 Md€, quand celle des non-résidents se réduisait de seulement 39 Md€. Autrement dit, dans ses achats de titres publics, la Banque d'Italie s'est plus substituée à des détenteurs résidents qu'à des détenteurs non résidents. Cette situation n'est pas propre à l'Italie et concerne également les autres grands pays de la zone.

### Depuis le printemps 2015, les capitaux privés sont sortis d'Italie à hauteur de 267 Md€

Les balances des paiements permettent de reconstituer les causes de la dégradation du solde Target 2 italien. Entre avril 2015 et décembre 2016, l'Italie a un solde des transactions courantes excédentaire de 102 Md€, ce qui correspond à une capacité de financement du pays, notamment du fait de sa balance commerciale. Comme dans le même

temps le solde Target 2 s'est dégradé de 165 Md€, cela signifie que les capitaux privés sont sortis d'Italie à hauteur de 267 Md€ (tableau 2)<sup>1</sup>. En comparaison, seuls 39 Md€ peuvent être imputés à l'effet direct des achats de la BCE via l'achat de dettes souveraines à des non-résidents.

La situation est semblable bien que moins prononcée en Espagne où une balance courante excédentaire sur la période d'étude (+58 Md€) coïncide avec une dégradation du solde Target 2 de 116 Md€ ; par solde les capitaux privés sont sortis d'Espagne à hauteur de 174 Md€. Les non-résidents n'ayant pas vendu de titre de dette publique espagnole, ce sont bien les résidents qui semblent avoir utilisé les liquidités issues des achats de la BCE pour acheter des titres à l'étranger.

La France est dans la position des États membres avant la crise : son solde Target 2 est quasiment stable et équilibré car son déficit de balance courante reste financé par des entrées de capitaux privés. À l'inverse, la balance courante allemande est très excédentaire (+436 Md€) mais les résidents allemands n'utilisent que partiellement cette manne pour investir à l'étranger (214 Md€), d'où la hausse du solde Target 2 allemand (+223 Md€ d'avril 2015 à décembre 2016).

1. Le solde Target 2 est dans le compte financier de la balance des paiements et il représente la majeure partie des flux de capitaux non privés ; ainsi, en suivant les travaux de C. De Lucia (2012 ; 2015), le solde du compte financier au titre des seuls flux de capitaux privés est obtenu en déduisant le solde Target 2 du compte financier de la balance des paiements.

**Tableau 1 - Variation de dette souveraine selon le type de détenteur, entre le deuxième trimestre 2015 et le quatrième trimestre 2016**

En milliards d'euros

	Non-résidents (1)	Résidents (2)	Total (3) = (1) + (2)	Achats de titres publics par la banque centrale dans le cadre de QE (4)	Résidents autres que la banque centrale (5) = (2) - (4)
Italie	-39	79	40	202	-123
Espagne	31	48	78	145	-97
Allemagne	-209	-29	-239	293	-322
France	-50	108	58	232	-124

Sources : Banques centrales nationales ((1), (2), (3)), Banque centrale européenne (4), calculs Insee (5)

**Tableau 2 - Compte financier de la balance des paiements, variation du solde Target 2 et flux nets de capitaux privés**

En milliards d'euros, variation entre le deuxième trimestre 2015 et le quatrième trimestre 2016

	Compte financier de la balance des paiements (1)	Variation du solde Target 2 (2)	Entrées nettes des sorties de capitaux privés (3) = (2) - (1)
Italie	+102	-165	-267
Espagne	+58	-116	-174
Allemagne	+436	+223	-214
France	-21	+3	+24

Sources : balances des paiements (1), BCE (2), calculs Insee (3)

## Développements internationaux

### Les résidents italiens ont réalloué leur portefeuille pour davantage investir dans le reste de l'union monétaire, essentiellement dans des fonds d'investissement

Les données de la balance des paiements permettent de préciser la nature des flux de capitaux privés sortants<sup>2</sup>. Les données de la Banque d'Italie indiquent ainsi que dans la sortie de flux privés de 267 Md€ entre avril 2015 et décembre 2016, 133 Md€ ont été utilisés pour des achats de portefeuille à l'étranger, dont 85 Md€ en parts de fonds d'investissement et 44 Md€ en titres de créance. Dans le même temps, les titres de créance détenus par les étrangers en Italie ont reflué de 125 Md€. Dans

2. Le compte financier de la balance des paiements retrace tous les flux financiers entre un pays et l'étranger, plus précisément entre les résidents et les non-résidents. Ces flux financiers recouvrent : les investissements directs ; les investissements de portefeuille ; les « autres investissements » – sous la forme de prêts et emprunts courants, catégorie dans lesquels les soldes Target 2 des banques centrales sont enregistrés ; les flux liés aux instruments financiers dérivés ; les acquisitions ou cessions d'avoires de réserve. L'ensemble de ces flux équilibrent le solde des transactions courantes, aux « erreurs et omissions » près.

son rapport de novembre 2016 sur la stabilité financière, la Banque d'Italie confirme que les résidents ont nettement réalloué leur portefeuille au détriment des titres italiens. Néanmoins, si ces mouvements peuvent sembler massifs, ils ne touchent que les titres de portefeuille : les dépôts et les placements sur livret, qui représentent un tiers du patrimoine financier des ménages, ne baissent quasiment pas depuis mi-2015.

En Espagne, la sortie de capitaux privés (174 Md€) est de nature un peu différente : elle provient d'abord d'importants achats de portefeuille à l'étranger (81 Md€). Elle résulte également d'une recrudescence des investissements directs à l'étranger depuis l'Espagne (91 Md€), qui ne sont que partiellement compensés par des investissements directs dans le sens opposé (45 Md€).

Finalement le creusement des déséquilibres de l'Eurosystème depuis le printemps 2015 n'est qu'en partie imputable aux effets directs du QE. S'est ajouté un comportement spécifique des investisseurs italiens et espagnols qui ont réalloué leur portefeuille pour accroître leurs investissements à l'étranger. ■

### Bibliographie

**Banca d'Italia** (2016), *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n° 2, novembre.

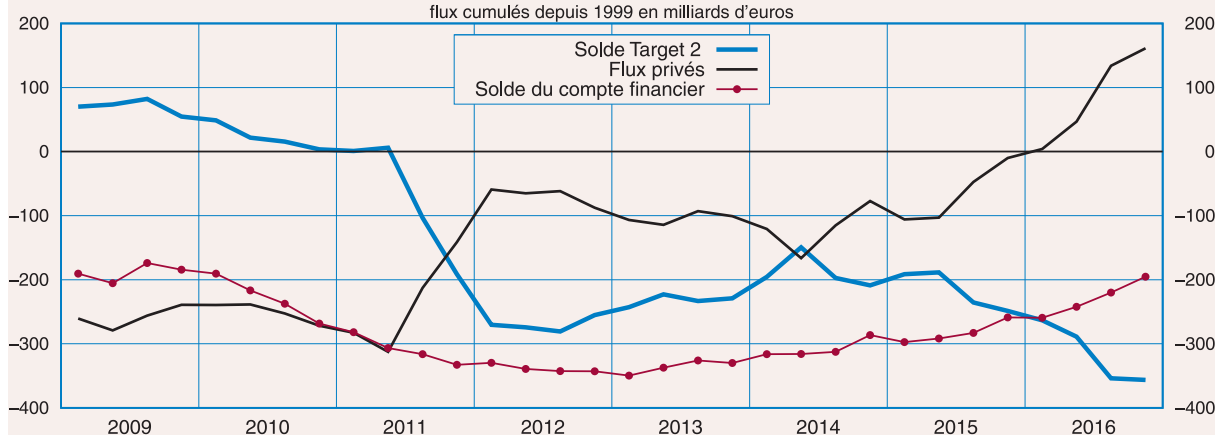
**De Lucia C.** (2012), « Les raisons à l'origine des déséquilibres de Target 2 », *Conjoncture BNP Paribas*, septembre.

**De Lucia C.** (2015), « Positions Target 2 : du mieux, mais... », *EcoWeek*, BNP Paribas, 10 avril.

**Dor É.** (2016), *Explaining the surge of TARGET2 liabilities in Italy: Less simple than the ECB's narrative*, IESEG School of Management, octobre. ■

### 2 - Flux de capitaux italiens

flux cumulés depuis 1999 en milliards d'euros



Sources : BCE, Banque d'Italie, calculs Insee