

FLASH MARCHÉS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

8 juin 2012 – N° 408

Les comptes Target 2 : l'équivalent d'interventions de change, un très bon indicateur du risque d'éclatement de l'euro

Lorsque le compte Target 2 (positif) de la Bundesbank (de l'Allemagne) augmente et que parallèlement le compte Target 2 d'un autre pays de la zone euro devient davantage négatif, cette opération est exactement équivalente à une intervention de change de l'Allemagne visant à stabiliser le taux de change entre l'Allemagne et cet autre pays, donc à éviter l'explosion de l'euro. De manière totalement similaire, quand la Chine accumule des réserves de change en dollars pour éviter l'appréciation du RMB, la Banque Centrale de Chine accumule un actif et les Etats-Unis un passif, et il y a création monétaire (de RMB). La taille des comptes Target 2 des Banques Centrales nationales de la zone euro correspond donc à la taille des réserves de change qu'il est nécessaire d'accumuler dans les pays de la zone euro "à monnaie forte" pour éviter l'éclatement de l'euro ; c'est donc un très bon indicateur de ce risque d'éclatement.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

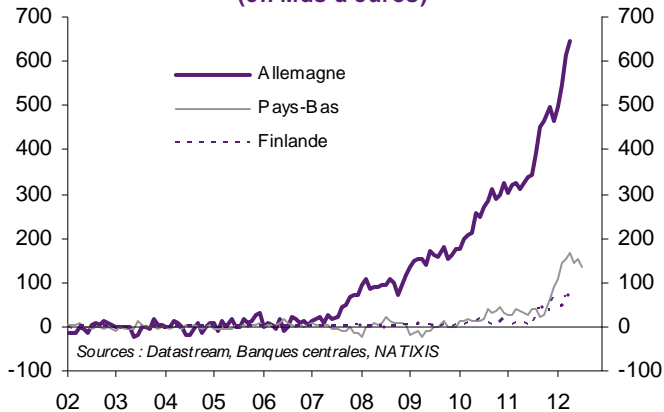
Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

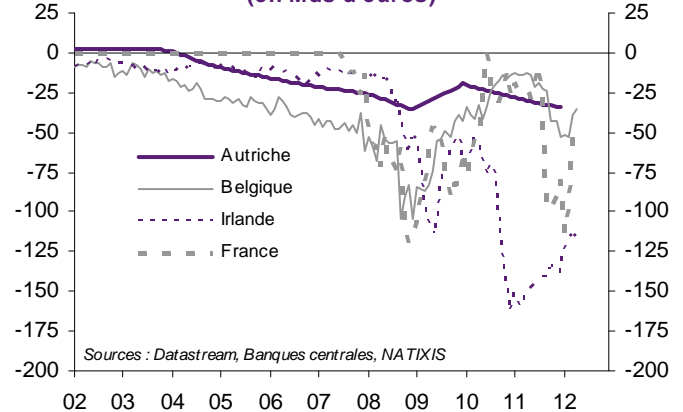
La taille des comptes Target 2 des Banques Centrales nationales de la zone euro

Les graphiques 1a-1b-1c montrent la taille des comptes Target 2 (positif : avoirs, négatif : dettes) des Banques Centrales des pays de la zone euro. Les pays avec des actifs Target 2 importants sont l'Allemagne, les Pays-Bas ; avec des dettes Target 2 importantes la Grèce, l'Espagne, l'Italie, l'Irlande.

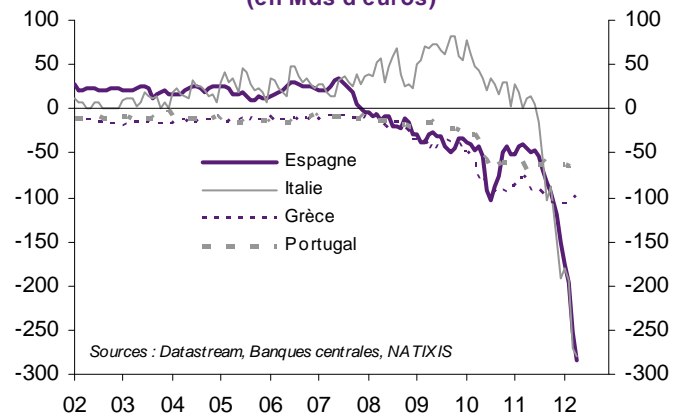
Graphique 1a
Solde Target 2 de la Banque Nationale
(en Mds d'euros)



Graphique 1b
Solde Target 2 de la Banque Nationale
(en Mds d'euros)



Graphique 1c
Solde Target 2 de la Banque Nationale
(en Mds d'euros)

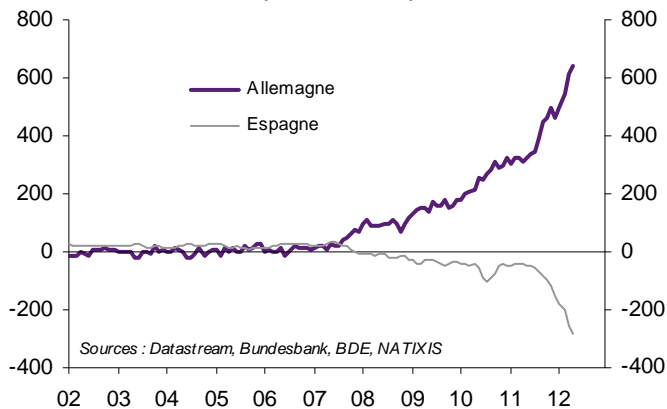


Il s'agit fondamentalement d'interventions de change

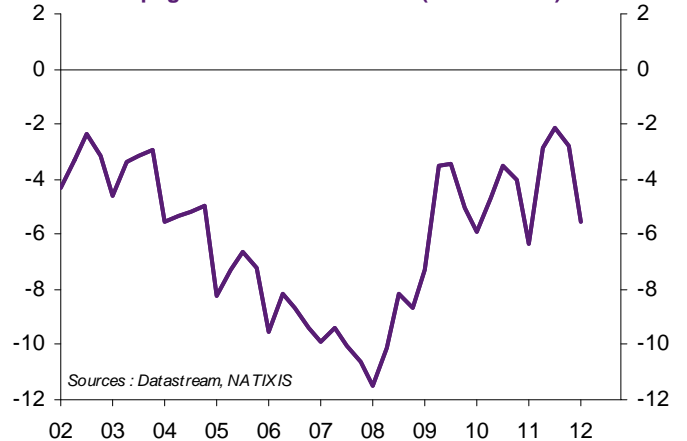
Prenons par exemple le couple Allemagne-Espagne. Si la Bundesbank prête à Banca d'España, il y a augmentation du compte Target 2 positif de l'Allemagne et du compte Target 2 négatif de l'Espagne (**graphique 2a**). Ceci correspond bien à un prêt de l'Allemagne à l'Espagne, à l'achat d'actifs espagnols par la Banque Centrale d'Allemagne.

Si cet achat n'avait pas lieu, l'Espagne ne pourrait pas financer son déficit extérieur (**graphique 2b**), et serait obligée de sortir de l'euro et de laisser sa devise se déprécier jusqu'au point où les entrées de capitaux couvriraient son besoin de financement extérieur.

Graphique 2a
Comptes Target 2 des banques Centrales
(Mds d'euros)



Graphique 2b
Espagne : balance courante (en % du PIB)

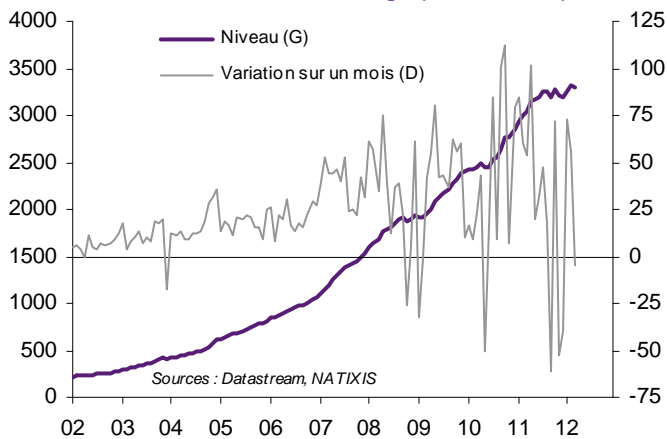


Il s'agit donc bien de **l'équivalent exact d'interventions de change visant à assurer la stabilité du taux de change** entre l'Allemagne et l'Espagne : le pays "à monnaie forte" achète des actifs du pays "à monnaie faible" pour stabiliser le taux de change.

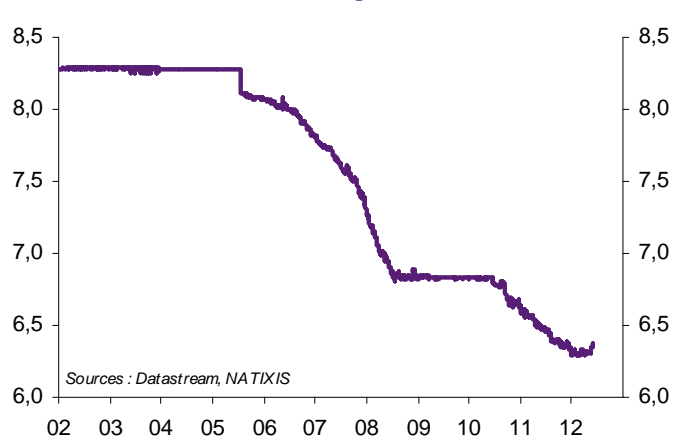
Similitude avec le couple Chine/ Etats-Unis

Lorsque la Chine accumule des réserves de change en dollars (graphique 3a) pour éviter l'appréciation excessive du RMB par rapport au dollar (graphique 3b), il y a bien détention d'actifs américains par la Banque Centrale de Chine et en contrepartie dette des Etats-Unis vis-à-vis de la Chine.

Graphique 3a
Chine : réserves de change (en Mds de \$)



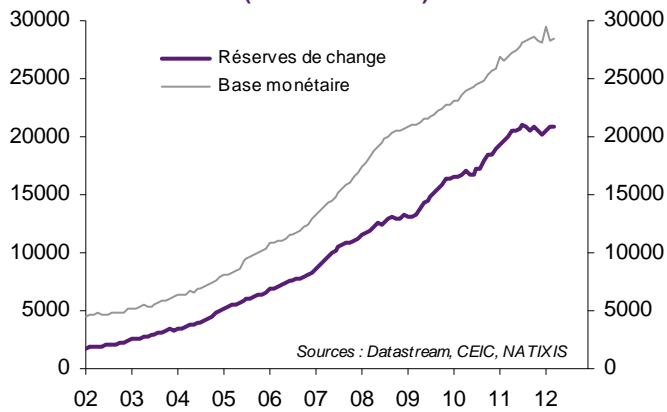
Graphique 3b
Chine : taux de change contre dollar



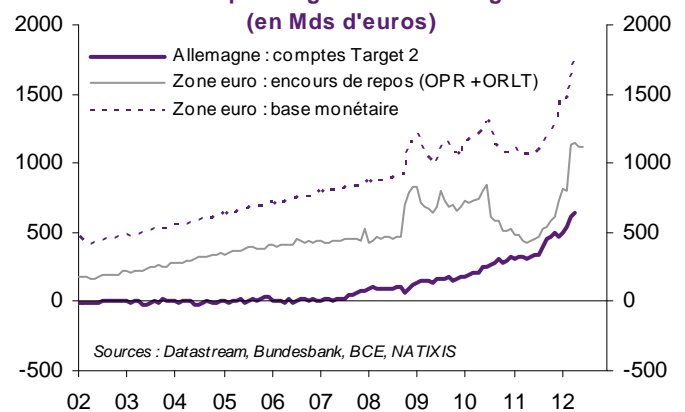
Cette opération accroît la taille du bilan de la Banque Centrale de Chine, donc implique une création de monnaie (**graphique 3c**).

De même, lorsque la Bundesbank prête aux Banques Centrales des pays du Sud de la zone euro (ces Banques Centrales reprêtant ensuite aux banques des pays) il y a création de base monétaire en euros (**graphique 3d**).

Graphique 3c
Chine : réserves de change et base monétaire
(en Mds de RMB)



Graphique 3d
Zone euro : encours de repos, base monétaire
et compte Target 2 de l'Allemagne
(en Mds d'euros)

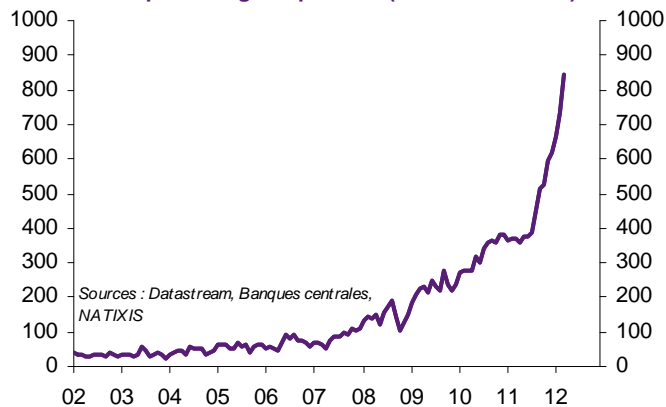


Synthèse : une mesure du risque d'éclatement de l'euro

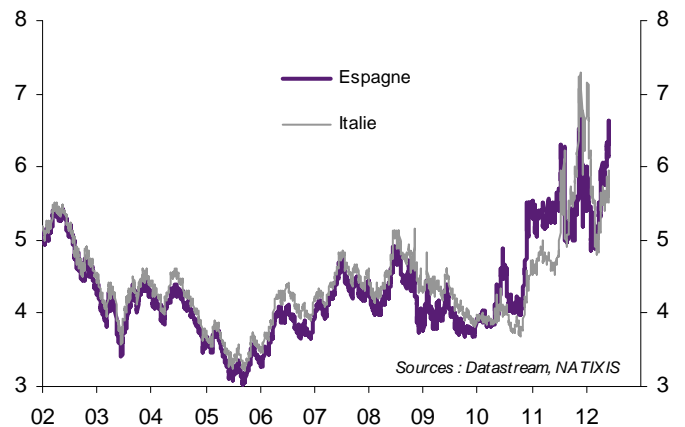
La **taille** (positive ou négative selon les pays) **des comptes Target 2** des Banques Centrales de la zone euro **représente donc la taille des réserves de change que les pays "à monnaie forte" de la zone euro doivent accumuler pour assurer la pérennité de l'euro** (la "stabilité des taux de change" entre les pays de la zone euro). **Plus la taille de ces comptes augmente, plus il y a donc de menaces d'éclatement de l'euro.**

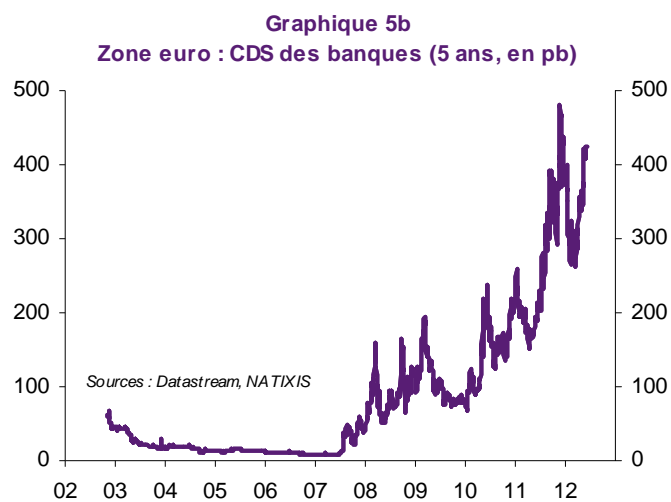
Le **graphique 4** montre la **taille des comptes Target 2 positifs**. On peut la comparer aux taux d'intérêt sur les dettes de l'Espagne et de l'Italie (**graphique 5a**), aux CDS des banques (**graphique 5b**).

Graphique 4
Ensemble des pays de la zone euro : taille des comptes Target 2 positifs (en Mds d'euros)



Graphique 5a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat





Les comptes Target 2 positifs augmentent beaucoup à partir de l'été 2011 (graphique 4) ; ceci correspond bien à une période de tension sur les taux d'intérêt sur les dettes périphériques et sur les primes de risque sur les banques.