

# Introduction

Selon la Banque centrale européenne, TARGET2 est le système de paiement de l'Eurosystème, dont celui-ci assure la gestion. Il constitue la principale plateforme européenne dédiée au traitement des paiements de gros montants, permettant aux banques centrales comme aux banques commerciales d'effectuer des paiements en euros en temps réel.

La balance des paiements est un document statistique qui retrace l'ensemble des flux à caractère économique entre résidents et non-résidents d'un pays pendant une période donnée. Elle comprend notamment le compte courant (biens, services, revenus), le compte financier (investissements, prêts), et le compte de capital.

Plusieurs auteurs ont étudié le lien entre les déséquilibres extérieurs et les soldes TARGET2. Bindseil et coll[1] soulignent que les soldes TARGET2 sont principalement le reflet des décisions de liquidité des banques, plutôt que des déséquilibres macroéconomiques.

## 1 Séries utilisées et analyse descriptive

La période d'étude retenue s'étend du premier trimestre 2015 au quatrième trimestre 2024. Ce choix s'explique par la nécessité de disposer de données homogènes et disponibles pour toutes les séries utilisées dans l'analyse.

Nous utilisons les séries suivantes :

- Le **solde TARGET2 de la France** : mesure la position nette de la Banque de France vis-à-vis de l'Eurosystème dans le cadre du système T2. C'est une série mensuelle fournie par la BCE, convertie en série trimestrielle en gardant la dernière valeur observée à la fin de chaque trimestre.
- Le **solde des transactions courantes vis-à-vis de la zone euro** : comprend les échanges de biens, de services, de revenus primaires et secondaires entre la France et les pays de la zone euro. Il mesure l'équilibre courant entre flux réels entrants et sortants.
- Les **investissements directs nets France-zone euro** : reflètent les opérations de long terme (prise de participation, réinvestissement de bénéfices) entre entreprises françaises et partenaires de la zone euro.
- Les **autres investissements nets France-zone euro** : regroupent les prêts, dépôts et crédits interbancaires, souvent de court terme.

la figure 1 (en annexe) révèle qu'aucune tendance de long terme n'est observable dans nos séries. Le solde TARGET2 montre une forte volatilité. On observe une tendance globalement baissière depuis 2021, avec un passage d'un solde proche de zéro à un déficit dépassant -150 milliards d'euros fin 2024. Cette dégradation du solde peut refléter une sortie nette de liquidité vers le reste de la zone euro, probablement liée à des désinvestissements ou à une réallocation de la liquidité dans le système interbancaire européen.

Les transactions courantes restent globalement excédentaires sur la période, avec un excédent courant fluctuant entre 5 et 30 milliards d'euros. Aucun changement structurel majeur ne semble apparaître.

Les investissements directs semblent Plus stables que les autres investissements, avec des flux généralement compris entre -30 et 30 milliards.

## 2 Modèle empirique et discussion

Afin d'analyser la dynamique du solde TARGET2 de la France à travers les composantes de sa balance des paiements, nous faisons l'hypothèse que celle-ci peut être résumée par deux grandes variables : le solde

des transactions courantes (noté  $CA$ ) et les flux financiers nets (notés  $INV$ ), définis comme la somme des investissements directs et des autres investissements.

Dans un premier temps, nous avons vérifié les propriétés de stationnarité de ces séries à l'aide des graphiques d'autocorrélation (ACF, PACF) ainsi que du test de Dickey-Fuller augmenté (ADF). Il en ressort que les séries  $TARGET2$  et  $CA$  sont intégrées d'ordre 1 (non stationnaires), tandis que la série  $INV$  est stationnaire ( $I(0)$ ).

Ces résultats justifient l'utilisation d'un modèle ARDL (AutoRegressive Distributed Lag), particulièrement adapté lorsque les variables explicatives présentent des ordres d'intégration mixtes. Le nombre de retards a été sélectionné en s'appuyant sur le critère d'information BIC.

Enfin, le test de co-intégration de Pesaran n'ayant pas mis en évidence de relation stable à long terme entre les variables, nous avons retenu une spécification en différences premières.

La variation du solde  $TARGET2$  à la fin du trimestre  $t$  s'écrit comme suit :

$$\Delta TARGET2_t = \alpha + \phi_1 \Delta TARGET2_{t-1} + \sum_{i=0}^3 \beta_i \Delta CA_{t-i} + \sum_{j=0}^2 \gamma_j \Delta INV_{t-j} + \varepsilon_t \quad (1)$$

avec  $\varepsilon_t \sim \mathcal{N}(0, \sigma^2)$

Les résultats de l'estimation du modèle, présentés dans le tableau 1, permettent de tirer plusieurs enseignements sur les dynamiques de court terme du solde  $TARGET2$ .

- Le coefficient de la variable  $\Delta TARGET2_{t-1}$  est positif (0,596) et significatif au seuil de 5%. Cela indique une forte inertie dans la dynamique du solde  $TARGET2$  : une variation à la hausse (ou à la baisse) tend à se prolonger au trimestre suivant. Cela suggère une persistance des chocs de liquidité au sein du système bancaire.
- La variation du solde des transactions courantes ( $\Delta CA$ ) n'a aucun effet à court terme sur le solde  $TARGET2$ .
- Les flux financiers totaux ( $\Delta INV_t$ ) ont un effet immédiat positif important (0,751), ce qui confirme leur rôle majeur dans la dynamique du solde  $TARGET2$ . En revanche, les deux retards  $\Delta INV_{t-1}$  et  $\Delta INV_{t-2}$  ont des effets négatifs significatifs. Cela peut indiquer un effet de correction : une hausse importante des entrées financières à court terme est suivie de sorties compensatoires aux périodes suivantes.

Dans l'ensemble, ces résultats confirment que le solde  $TARGET2$  est principalement influencé par les flux financiers de court terme, dont la forte volatilité a été observée dans les graphiques descriptifs. Ces conclusions s'alignent avec les travaux de Bindseil et coll [1], qui soulignent l'importance des mouvements de liquidité dans les soldes  $TARGET2$ .

## Conclusion

Ce travail met en évidence le rôle central des flux financiers dans les variations de court terme du solde  $TARGET2$  de la France. L'approche ARDL a permis de modéliser ces dynamiques à partir des principales composantes de la balance des paiements. Malgré certaines limites, comme l'absence des flux de portefeuille et l'hétérogénéité de fréquence des données, l'analyse apporte un éclairage utile sur les mécanismes de liquidité intra-zone euro.

## Références

- [1] Ulrich BINDSEIL et Philipp J KÖNIG. "The economics of TARGET2 balances". In : *ECB Working Paper Series* 1342 (2011).

## Annexes

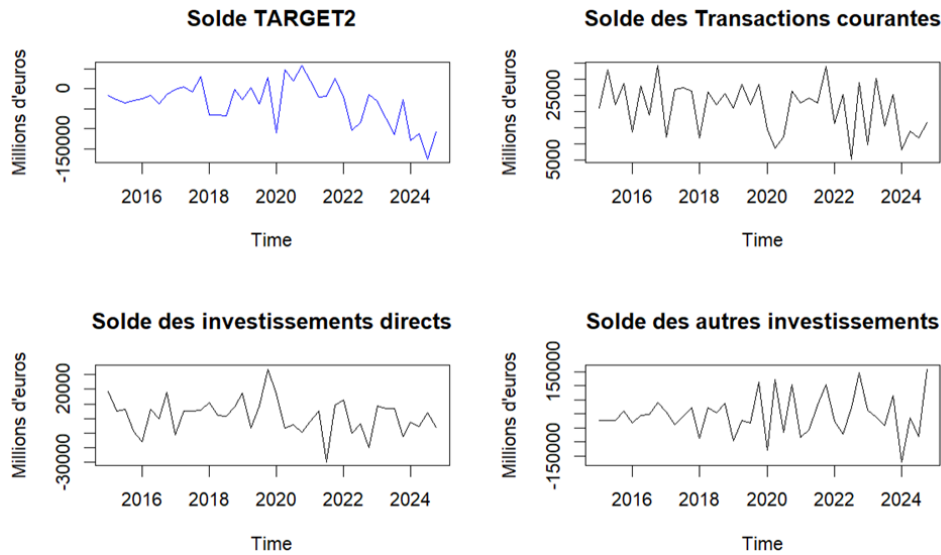


FIGURE 1 – Évolution des quatre chroniques entre 2015 et 2024

Variable	Coefficient	Erreur standard	p-value
$\Delta TARGET2_{t-1}$	0.596	0.195	0.0049
$\Delta CA_t$	-1.485	0.720	0.0489
$\Delta CA_{t-1}$	-1.154	0.778	0.1496
$\Delta CA_{t-2}$	0.063	0.807	0.9384
$\Delta CA_{t-3}$	-1.268	0.753	0.1038
$\Delta INV_t$	0.751	0.092	0.001
$\Delta INV_{t-1}$	-0.485	0.154	0.0039
$\Delta INV_{t-2}$	-0.295	0.086	0.0019

\*Les hypothèses d'homoscédasticité, d'indépendance et de normalité du modèle ont été validées.

TABLE 1 – Estimation du modèle ARDL en différences.

## Sources des données

Les données utilisées dans cette étude sont accessibles librement en ligne. Voici les liens directs vers les séries utilisées :

- **Solde TARGET2 de la France (mensuel, BCE) :**  
<https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/TGB/TGB.M.FR.N.A094T.U2.EUR.E>
- **Transactions courantes vis-à-vis de la zone euro (trimestriel, Banque de France) :**  
[https://webstat.banque-france.fr/fr/catalogue/bpm6/BPM6.Q.N.FR.I9.S1.S1.T.B.CA.\\_Z.\\_Z.\\_Z.EUR.\\_T.\\_X.N.ALL](https://webstat.banque-france.fr/fr/catalogue/bpm6/BPM6.Q.N.FR.I9.S1.S1.T.B.CA._Z._Z._Z.EUR._T._X.N.ALL)
- **Investissements directs nets France-zone euro :**  
[https://webstat.banque-france.fr/fr/catalogue/bpm6/BPM6.Q.N.FR.I9.S1.S1.T.N.FA.D.F.\\_Z.EUR.\\_T.\\_X.N.ALL](https://webstat.banque-france.fr/fr/catalogue/bpm6/BPM6.Q.N.FR.I9.S1.S1.T.N.FA.D.F._Z.EUR._T._X.N.ALL)
- **Autres investissements nets France-zone euro :**  
[https://webstat.banque-france.fr/fr/catalogue/bpm6/BPM6.Q.N.FR.I9.S1.S1.T.N.FA.O.F.\\_Z.EUR.\\_T.\\_X.N.ALL](https://webstat.banque-france.fr/fr/catalogue/bpm6/BPM6.Q.N.FR.I9.S1.S1.T.N.FA.O.F._Z.EUR._T._X.N.ALL)