

## Circulation de la liquidité en zone euro : comment interpréter les positions TARGET des banques centrales ?

Entre 2016 et 2022, les réserves bancaires au passif des banques centrales de l'Eurosystème ont triplé, avant de diminuer progressivement. De façon remarquable, la répartition par pays de cette liquidité est restée plutôt stable. Pourtant, des fluctuations importantes ont affecté les soldes nationaux résultant des règlements transfrontaliers, dits « soldes TARGET » (du nom primitif du principal système de règlement de gros de la zone euro).

Cet article présente un modèle qui quantifie la contribution de chaque type d'opération de politique monétaire à l'évolution des soldes TARGET depuis l'introduction de l'euro. Les premiers grands mouvements sont attribuables aux opérations de refinancement du secteur bancaire, en particulier pendant la crise souveraine de 2011-2012. Entre 2015 et 2025, ce sont les achats de titres par l'Eurosystème – puis leur remboursement à échéance – qui expliquent l'essentiel des évolutions observées.

**Régis BRETON, Thibaut GENTIL, Sébastien RAY**  
Direction générale de la Stabilité financière et des Opérations  
Centre de modélisations analytiques du pôle de stabilité financière

Codes JEL  
E42, E58,  
F33

Les auteurs remercient David Adam et Éric Desclos pour leur relecture et leurs remarques qui ont contribué à améliorer cet article.

### Soldes TARGET à fin 2025

(ordres de grandeur)

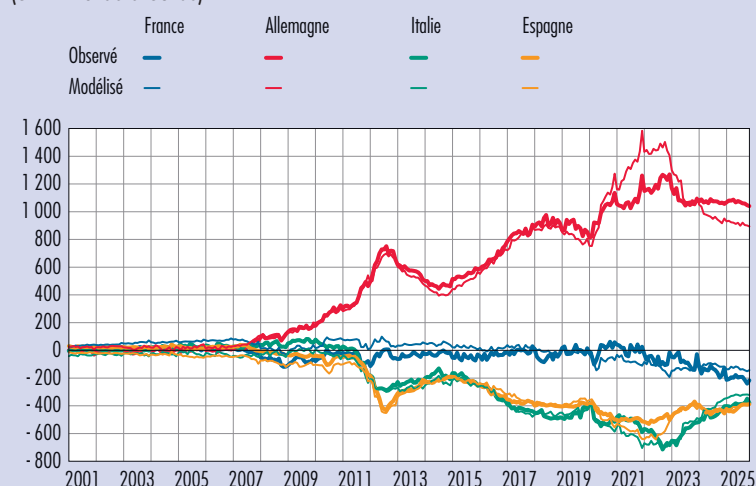
**1 000** milliards d'euros  
pour l'Allemagne

**– 400** milliards d'euros  
pour l'Italie et l'Espagne

**– 200** milliards d'euros  
pour la France

### Soldes TARGET des quatre plus grandes banques centrales nationales de la zone euro

(en milliards d'euros)



Notes : Dernier point à novembre 2025.

TARGET est le système de règlement brut en temps réel de l'Eurosystème. Les soldes TARGET sont les positions des banques centrales résultant des opérations dans ce système.

Sources : Banque centrale européenne ; calculs des auteurs.

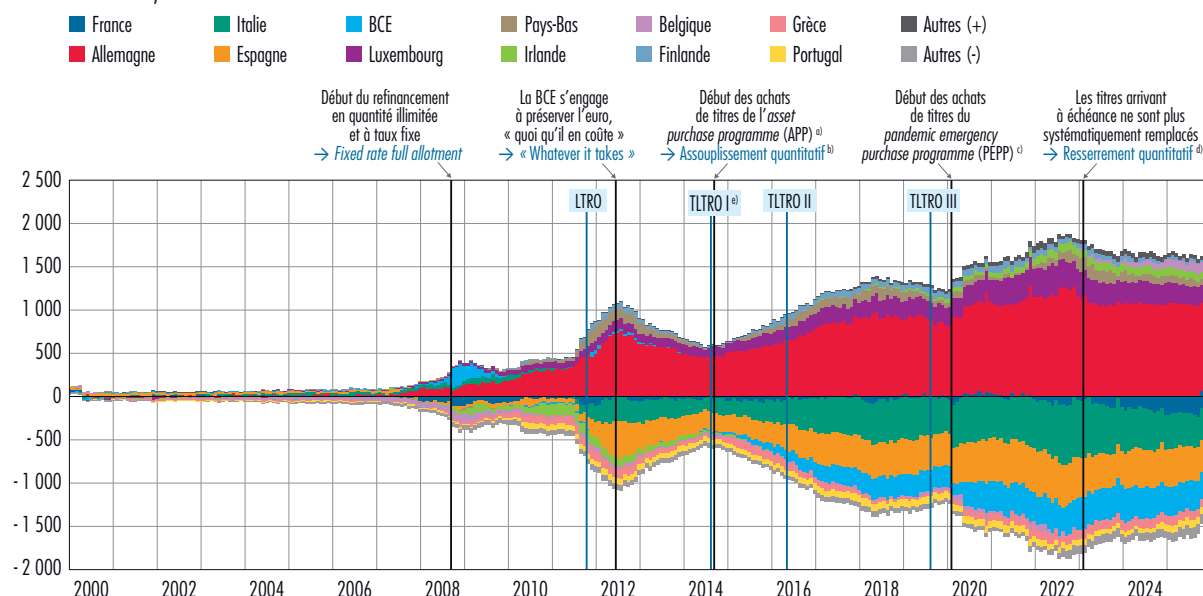
Les soldes TARGET sont des positions inscrites aux bilans des banques centrales de l'Eurosystème et liées à l'organisation des paiements transfrontaliers. De nature technique et initialement peu connus hors du cercle des banques centrales, ces soldes ont fait irruption dans le débat public lors de la crise des dettes souveraines de la zone euro, en 2011-2012. Leur rapide expansion (cf. graphique 1) a alors été analysée à travers le prisme de la crise, comme conséquence des réponses de l'Eurosystème au stress subi par le système bancaire ou, pour certains commentateurs, comme signe de dysfonctionnement de la zone euro.

Depuis, un certain nombre de travaux ont permis d'expliquer le fonctionnement des comptes TARGET et de clarifier leur interprétation<sup>1</sup>. En particulier, plusieurs études récentes ont montré que l'existence de soldes persistants pouvait s'expliquer par la mise en œuvre de la politique monétaire non conventionnelle<sup>2</sup>. De fait, après avoir reflué avec la fin de la crise des dettes souveraines, les soldes TARGET ont à nouveau augmenté en valeur absolue, en même temps que les programmes d'achats mis en œuvre par l'Eurosystème entre fin 2014 et 2022 (cf. graphique 1).

Cet article quantifie la contribution des opérations de politique monétaire à l'évolution des soldes TARGET.

## G1 Positions TARGET des banques centrales de la zone euro

(en milliards d'euros)



a) Programme d'achats d'actifs ; b) Quantitative easing ; c) Programme d'achats d'urgence face à la pandémie ; d) Quantitative tightening ; e) Targeted longer-term refinancing operation, opération ciblée de refinancement à plus long terme.

Notes : Dernier point à novembre 2025.

TARGET, système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) ; positions TARGET, soldes des banques centrales résultant des opérations dans ce système ; BCE, Banque centrale européenne.

Source : Banque centrale européenne.

1 Cf. notamment Jobst *et al.* (2012), BCE (2013).

2 Grossman-Wirth *et Hallinger* (2018), Debever *et Toulemonde* (2021), Eissenschmidt *et al.* (2024).

## 1 L'union monétaire européenne permet une libre circulation de la liquidité

La monnaie centrale émise par l'Eurosystème, sous forme de billets et de réserves (dépôts des banques commerciales en banque centrale), circule librement dans la zone euro. Cette circulation, dont résultent les soldes TARGET des banques centrales, joue un rôle essentiel dans le fonctionnement de l'union monétaire, en particulier pour l'organisation des paiements ou la mise en œuvre et la transmission de la politique monétaire. Elle favorise également l'intégration financière et la mobilisation de l'épargne vers l'investissement dans l'ensemble de l'union.

### La circulation de la liquidité crée des positions TARGET au bilan des banques centrales

La circulation des réserves peut découler des flux de paiements entre banques commerciales, en contrepartie de transactions pour leur compte propre ou celui de leurs clients<sup>3</sup>. Lorsqu'un paiement implique deux banques du même pays, les réserves restent au bilan de la banque

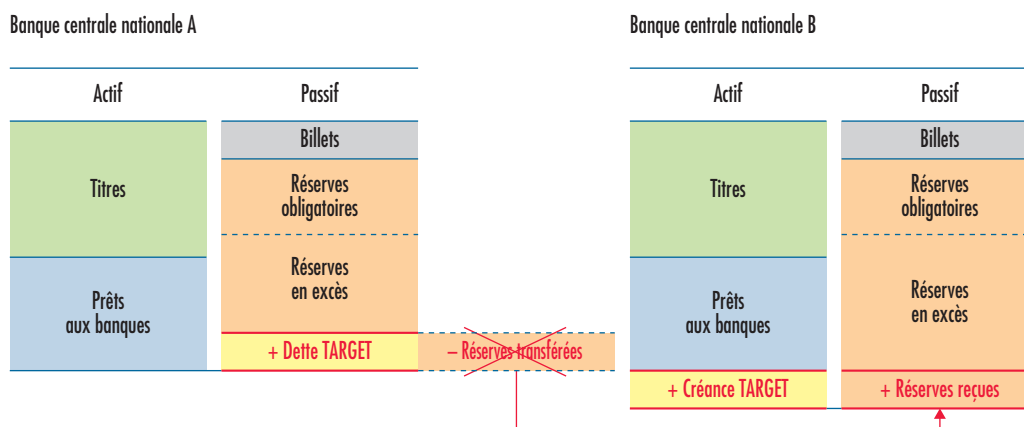
centrale nationale (BCN), qui les transfère simplement d'un compte à l'autre. Dans le cas où les deux banques détiennent leurs comptes dans deux BCN différentes, les réserves sont transférées d'une BCN à l'autre : la BCN destinataire (B dans le schéma 1) enregistre une nouvelle créance TARGET en regard des réserves reçues (inscrites au passif) ; l'autre (A) affiche une nouvelle dette TARGET à son passif en remplacement des réserves transférées.

Les opérations de politique monétaire peuvent également générer des positions TARGET. Par exemple, lorsqu'une BCN achète un titre à une banque commerciale dont elle ne tient pas le compte, elle l'ajoute à son actif et enregistre une dette TARGET à son passif. De son côté, la BCN qui tient le compte de la banque commerciale crée des réserves sur ce compte et enregistre une créance TARGET à son propre actif (cf. schéma 2 *infra*).

Les soldes (ou positions) TARGET sont donc la traduction comptable au bilan des banques centrales de l'Eurosystème de la circulation des réserves entre juridictions<sup>4</sup>. Ils représentent une position nette vis-à-vis de la Banque centrale

### S1 Illustration du mécanisme TARGET

Cas d'un transfert de réserves d'une juridiction à une autre



Note : TARGET, système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) ; positions TARGET, soldes des banques centrales résultant des opérations dans ce système.

Source : Arrata et Gentil, 2025.

<sup>3</sup> Sur le plan opérationnel, ces transferts de réserves passent par le système de règlement brut en temps réel, T2, auparavant nommé TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) puis TARGET2, auquel participent le système européen de banques centrales et les banques commerciales de la zone euro – cf. Banque de France (2022) pour une description détaillée.

<sup>4</sup> Plus précisément, entre banques qui disposent de comptes dans des BCN différentes, quel que soit le pays de résidence des clients de ces banques.

## S2 Illustration du mécanisme TARGET

Cas d'une banque centrale nationale qui achète des titres à une banque commerciale hors de sa juridiction

Banque centrale nationale (BCN) acheteuse		BCN tenant le compte de la banque commerciale vendeuse	
Actif	Passif	Actif	Passif
Prêts aux banques	Billets	Prêts aux banques	Billets
	Réserves obligatoires		Réserves obligatoires
Titres	Réserves en excès	Titres	Réserves en excès
+ Titres achetés à la banque commerciale	+ Dette TARGET	+ Créance TARGET	+ Réserves créditées sur le compte de la banque commerciale

Note : TARGET est le système de règlement brut en temps réel de l'Eurosystème.  
Les positions TARGET sont les soldes des banques centrales résultant des opérations dans ce système.  
Source : Auteurs.

européenne (BCE), qui joue un rôle de contrepartie centrale. Leur somme est nulle, et ils ne sont pas limités a priori (ce qui serait en contradiction avec l'intégration monétaire – Jobst, 2011). De fait, certaines BCN ont accumulé des positions créditrices ou débitrices persistantes<sup>5</sup>. Cette situation ne se produit pas aux États-Unis, où l'équivalent des comptes TARGET pour le système de réserve fédérale présente des modalités différentes (cf. encadré 1 *infra*).

### Le solde TARGET d'une banque centrale correspond à la différence entre la liquidité observée à son bilan et la liquidité qu'elle a émise

Pour analyser les mouvements des soldes TARGET à partir des bilans des banques centrales, il faut prendre en compte l'émission de la liquidité et sa localisation. Les réserves sont émises (ou détruites) principalement dans le cadre des opérations de politique monétaire. Ces émissions sont réalisées par les BCN et enregistrées à leur bilan, car la politique monétaire de la zone euro (décidée de façon collégiale) est mise en œuvre de manière décentralisée. À l'actif, les contreparties des liquidités créées par une BCN (prêts aux banques, titres achetés) ne circulent pas et restent à son bilan. Au passif, les réserves créées peuvent circuler vers d'autres BCN. Le solde TARGET issu de la

circulation des liquidités se lit dans le bilan d'une banque centrale comme la différence entre la liquidité qui figure à son passif et celle qu'elle a émise, toujours visible à son actif – notées respectivement **L** et **A** dans le schéma 3.

## S3 Bilan schématisé d'une banque centrale de l'Eurosystème

Actifs	Passifs
Actifs nets des passifs autres que L	Dépôts bancaires et billets
Position TARGET	

$$TARGET = L - A$$
 Liquidité au passif de la banque centrale      Liquidité créée par la banque centrale

Note : Dans cet exemple, la position TARGET est positive ; une créance TARGET est donc inscrite à l'actif. Dans le cas d'une position TARGET négative, une dette TARGET est inscrite au passif, et A est supérieur à L.  
Source : Auteurs.

<sup>5</sup> Ces soldes sont rémunérés à un taux de référence. Les flux d'intérêt associés sont mutualisés dans le cadre du partage du revenu monétaire (Arrata et Gentil, 2025).

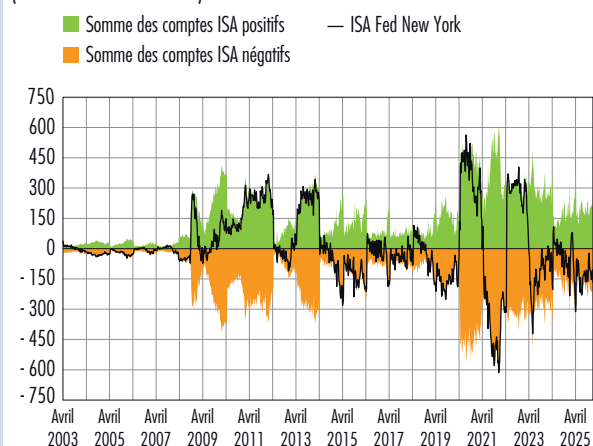
## ENCADRÉ 1

Les comptes ISA de la réserve fédérale des États-Unis <sup>1</sup>

Le système de réserve fédérale des États-Unis est organisé en douze « districts », avec une banque fédérale régionale par district. Si la réserve fédérale publie un bilan consolidé, chaque banque fédérale dispose de son propre bilan. Les comptes ISA (*interdistrict settlement accounts*) servent à comptabiliser les transactions entre ces banques fédérales, par exemple en cas de mouvements de réserves entre banques commerciales situées dans des districts différents. Ils sont l'équivalent des soldes TARGET de l'Eurosystème.

Le fonctionnement des comptes ISA présente deux différences avec celui des soldes TARGET, qui renvoient aux spécificités institutionnelles et opérationnelles du système monétaire américain :

- Aux États-Unis, la mise en œuvre de la politique monétaire est déléguée à la Banque fédérale de New York (FRBNY). Elle consiste principalement à acheter (ou vendre) des titres dans le cadre de la gestion du portefeuille SOMA (*system open market account*). Lors de ces opérations, la FRBNY interagit surtout avec des banques de son district. Elle crée ainsi des réserves à son propre passif alors que les titres achetés sont répartis entre les douze banques fédérales selon une clé révisée chaque année. La contrepartie consiste en une hausse du compte ISA de la FRBNY et une baisse pour les autres banques fédérales ;
- Les comptes ISA font l'objet d'un rééquilibrage annuel approximatif, en avril : le compte de chaque banque fédérale est diminué de sa moyenne sur les douze mois précédents. Ce réajustement implique un transfert de titres du portefeuille SOMA, composé majoritairement de bons et d'obligations d'État fédéral.

Évolution des soldes ISA du système de réserve fédéral des États-Unis  
(en milliards d'euros)

Notes : Solde du compte ISA de la Fed de New York et sommes des soldes positifs et négatifs sur les douze banques fédérales (ISA, *interdistrict settlement account*, ou compte de règlement interdistrict).

Données hebdomadaires. Les lignes verticales correspondent approximativement aux réajustements d'avril.

Sources : Réserve fédérale des États-Unis (données de la plateforme FRED) ; calculs des auteurs.

Ces modalités opérationnelles produisent une dynamique très différente de celle des soldes TARGET (cf. graphique). La Banque fédérale de New York présente le solde le plus variable, mais le réajustement annuel vient limiter l'accumulation de positions créditrices ou débitrices.

<sup>1</sup> Cet encadré livre une présentation simplifiée des principes des comptes ISA. Il a bénéficié d'un travail préliminaire effectué par Benjamin Rocheteau lors d'un stage à la Banque de France. Pour une description détaillée, cf. Wolman (2013).

## 2 Une modélisation simple des soldes TARGET

L'identité comptable du schéma 3 (*supra*) permet de modéliser les soldes TARGET à partir de la répartition de la liquidité globale entre les différentes banques centrales. Dans un second temps, il devient alors possible d'établir le lien entre les soldes des différentes BCN et leurs actifs nets, et *in fine* avec les opérations de politique monétaire.

### La répartition de la liquidité entre juridictions est relativement stable

Depuis la mise en place de l'euro, le montant total de liquidité au passif des banques centrales a beaucoup évolué.

Avant 2008, ce montant correspondait principalement aux réserves obligatoires des établissements de crédit et aux billets, et sa hausse régulière ne faisait que suivre la demande de billets et la croissance des dépôts dans la zone euro. À partir de la crise financière de 2008, plusieurs mesures de politique monétaire non conventionnelle se sont succédé. Elle se sont traduites par l'instauration d'un régime de liquidité structurellement abondante. Après 2016, la quantité de liquidité en circulation a largement dépassé 2 000 milliards d'euros (cf. graphique 2a).

La part de chaque BCN dans la liquidité totale est restée relativement stable après 2016 (cf. graphique 2b). Pourtant, la liquidité totale a varié d'un facteur de 1 à 3, de près de 2 000 milliards d'euros en 2016 au pic de plus de 6 000 milliards en 2022. Dans ce contexte de forte croissance de la liquidité, la part de la Banque de France s'est par exemple maintenue entre 17 et 23 % et celle de la Bundesbank entre 35 et 44 % (cf. annexe 1).

Cette répartition stable du stock de liquidité résulte de l'agrégation de flux de différentes natures. Certains relèvent directement des opérations de l'Eurosystème, notamment les achats, par toutes les BCN, de titres financiers auprès de contreparties hors zone euro, dont les comptes sont souvent tenus par des banques allemandes (Baldo *et al.*, 2017). D'autres flux sont liés à la circulation de la monnaie entre acteurs économiques privés, car une fois les liquidités créées en un lieu donné, leur utilisation génère de nouvelles transactions qui les dispersent progressivement entre juridictions.

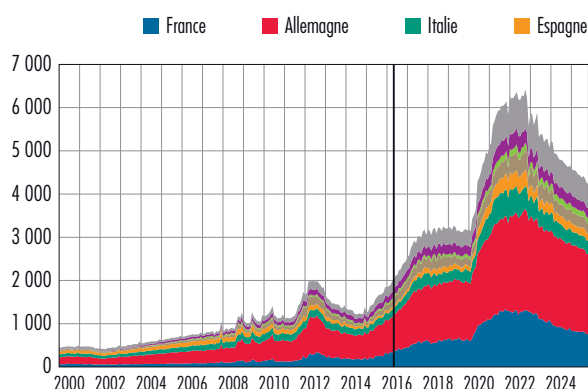
### Un modèle « à répartition constante des liquidités » rend compte de l'essentiel des évolutions des soldes TARGET

À partir du constat précédent, le modèle pose que le montant de liquidité au passif d'une BCN est une fraction

#### G2 Liquidité au passif des banques centrales nationales de la zone euro

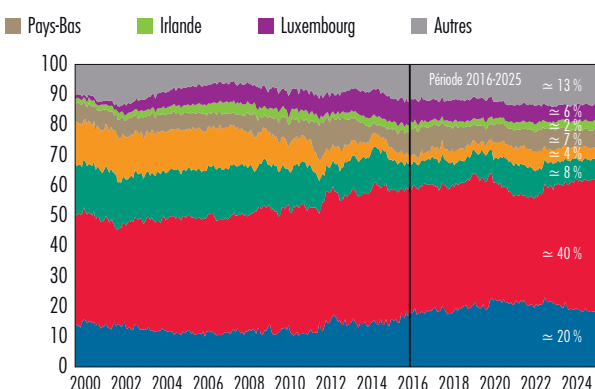
##### a) En montant

(en milliards d'euros)



##### b) En part

(en % du montant total)



Notes : Dernier point à novembre 2025.

La liquidité correspond aux réserves bancaires et billets au passif des banques centrales de la zone euro. Sa définition comptable est précisée en annexe 1.

En graphique b), les pourcentages affichés correspondent aux moyennes calculées sur la période de référence 2016-2025.

Sources : Banque centrale européenne ; calculs des auteurs.

constante  $\gamma_{BCN_i}$  de celui de l'Eurosystème dans son ensemble. Or, à l'échelle de la zone euro, le montant des liquidités en circulation est égal à sa contrepartie, c'est-à-dire au montant  $A_{Z\text{€}}$  des actifs nets détenus par l'Eurosystème. Le solde TARGET s'écrit alors :

$$\text{TARGET}_{BCN_i}^{\text{modélisé}}(t) = \underbrace{\gamma_{BCN_i} \cdot A_{Z\text{€}}(t)}_{\substack{\text{Fraction constante} \\ \text{Liquidités créés} \\ \text{par l'Eurosystème} \\ \text{(actifs nets des passifs)}}} - \underbrace{A_{BCN_i}(t)}_{\substack{\text{Liquidités créés} \\ \text{par la BCN}_i \\ \text{(i. e. actifs nets} \\ \text{des passifs)}}}$$

Liquidités au passif de la BCN<sub>i</sub>

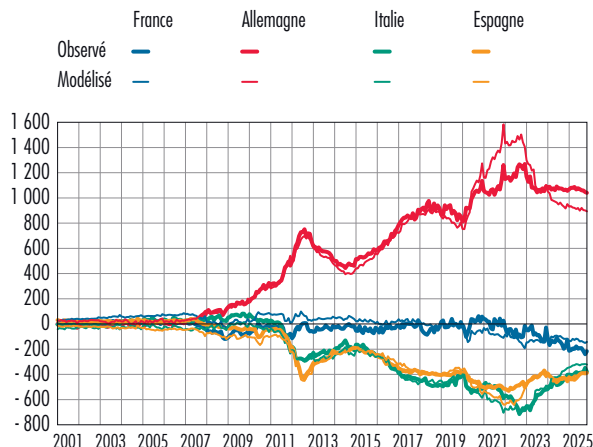
où  $\text{TARGET}_{BCN_i}^{\text{modélisé}}(t)$  désigne le solde TARGET modélisé pour la BCN<sub>i</sub> (i = 1 à 20) à la date t.

Pour cette étude, les clés de répartition ( $\gamma_{BCN_i}$ ) utilisées sont les moyennes sur la période de référence allant de mi-2016 à mi-2025 :  $\gamma_{DE} = 40\%$ ,  $\gamma_{FR} = 20\%$ ,  $\gamma_{IT} = 8\%$ , et  $\gamma_{ES} = 4\%$  (cf. annexe 1). Les soldes modélisés obtenus par cette approche simple reproduisent bien les grandes tendances observées depuis la création de l'euro (cf. graphique 3).

Ainsi, en supposant fixée la répartition des liquidités au passif des BCN (I dans le schéma 3), les positions TARGET peuvent s'expliquer au premier ordre à partir de la répartition des opérations de création/destruction de liquidité (actifs nets des passifs – A dans le schéma 3). Même dans la période antérieure à 2016, où la répartition de la liquidité était moins stable, les écarts entre le modèle et les observations restent faibles, les montants en jeu étant

### G3 Soldes TARGET des quatre plus grandes banques centrales nationales de la zone euro

(en milliards d'euros)



Notes : Dernier point à novembre 2025.

TARGET, système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) ; soldes TARGET, positions des banques centrales résultant des opérations dans ce système.

Sources : Banque centrale européenne ; calculs des auteurs.

réduits. Cette modélisation par la répartition de la liquidité permet une première analyse des mouvements des soldes, qui peut être approfondie par l'examen de facteurs économiques et financiers (balance des paiements, opérations des banques commerciales, etc.) : la crise de 2011-2012 analysée ci-après (section 3) en est un exemple.

### Les soldes TARGET peuvent aussi être décomposés selon les opérations de politique monétaire

Au-delà de sa capacité à reproduire les principales évolutions des soldes TARGET, le modèle « à répartition constante des liquidités » permet de lier ces évolutions aux mesures de politique monétaire et aux autres actions des banques centrales. Pour cela, le solde TARGET modélisé d'une BCN<sub>i</sub> est décomposé de manière à isoler les effets des différents postes du bilan de l'Eurosystème :

$$\begin{aligned} \text{Décomposition} \quad & \text{TARGET}_{BCN_i}^{\text{modélisé}} = \gamma_{BCN_i} \cdot A_{Z\text{€}} - A_{BCN_i} \\ & \text{TARGET}_{BCN_i}^{\text{modélisé}} = \underbrace{\gamma_{BCN_i} \cdot \text{Titres}_{Z\text{€}} - \text{Titres}_{BCN_i}}_{\text{Effet des titres sur le solde TARGET de la BCN}_i} + \underbrace{\gamma_{BCN_i} \cdot \text{Prêts}_{Z\text{€}} - \text{Prêts}_{BCN_i}}_{\text{Effet des prêts aux banques sur le solde TARGET de la BCN}_i} + \dots \end{aligned}$$

La suite de l'article s'appuie sur cette décomposition pour analyser les soldes des BCN des quatre plus grandes économies de la zone euro. Les cas particuliers de deux autres banques centrales sont détaillés en annexe 3.

### 3 Les soldes TARGET découlent essentiellement des opérations de politique monétaire non conventionnelle

La décomposition des soldes TARGET met en évidence le rôle important joué par les achats de titres et par les prêts à long terme accordés aux banques dans le cadre de la politique monétaire accommodante des années 2015 à 2022. Mais d'autres facteurs ont temporairement exercé une influence notable, comme les mouvements de dépôts

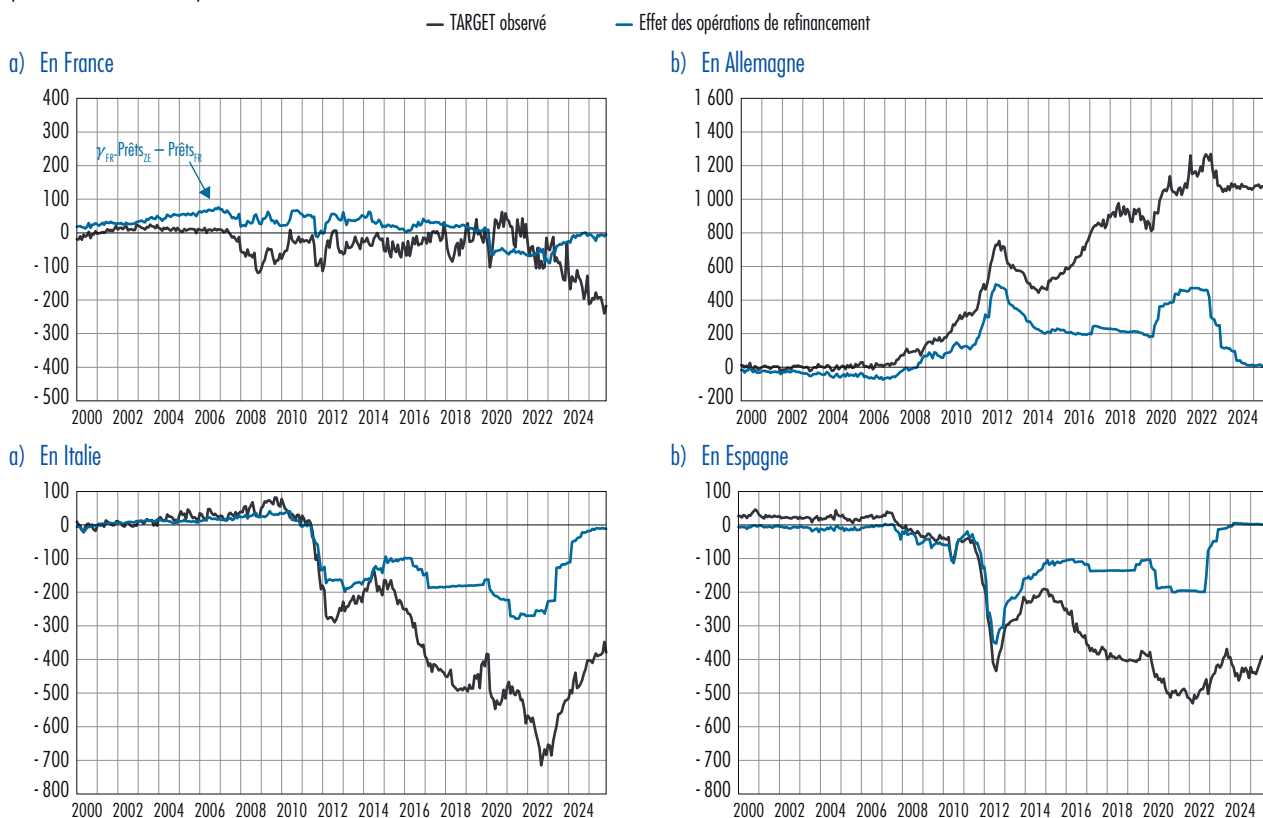
non monétaires au passif des banques centrales entre 2020 et 2023 (cf. annexe 2).

#### Avant 2015, les positions TARGET ont surtout reflété le refinancement bancaire

Le premier épisode important de fluctuation est survenu lors de la crise des dettes souveraines de 2011-2012, où plusieurs centaines de milliards d'euros de soldes TARGET sont passées des banques centrales italienne et espagnole à la Bundesbank. L'examen de la décomposition de ces soldes selon les différents types d'opérations constitutives démontre que cet épisode correspond à une création locale de liquidités sous forme de refinancements bancaires (cf. graphique 4).

#### G4 Effet des prêts accordés aux banques sur les principales positions TARGET

(en milliards d'euros)



Lecture : Lorsque les refinancements accordés par une BCN<sub>i</sub> ( $\Delta Prêts_{BCN_i}$ ) sont inférieurs à la quote-part de la BCN<sub>i</sub> dans les refinancements de l'ensemble de l'Eurosystème ( $\gamma_{BCN_i} \Delta Prêts_{ZE}$ ), le solde TARGET augmente.

Notes : Dernier point à novembre 2025. En graphique a), ZE désigne la zone euro et FR la France.

Sources : Banque centrale européenne ; calculs des auteurs.

En effet, à partir de l'été 2011, les banques commerciales italiennes et espagnoles ont commencé à emprunter des montants de plus en plus élevés à leurs banques centrales respectives, d'abord en utilisant la facilité principale de refinancement, puis en souscrivant aux opérations exceptionnelles de long terme à l'hiver 2011-2012. Au pic de la crise à l'été 2012, les banques italiennes et espagnoles avaient souscrit respectivement 34% et 23% de l'ensemble des opérations de refinancement de l'Eurosystème, proportions nettement supérieures aux parts de l'Italie et de l'Espagne dans la liquidité d'ensemble de l'Eurosystème (cf. graphique 2 *supra*). À la suite de ces emprunts, la liquidité en circulation s'est de fait répartie dans la zone euro dans des proportions comparables à celles du modèle. La différence entre origine et destination de la liquidité explique les principaux mouvements de solde TARGET sur la période 2011-2014. Cet épisode s'est avéré neutre pour le solde français, car le tirage des banques françaises aux opérations de refinancement a été proportionnel à leur quote-part dans la liquidité créée.

Si le modèle à répartition constante rend correctement compte de cet épisode, il ne permet pas à lui seul d'identifier les causes premières ; cela implique encore d'analyser les raisons qui ont conduit les banques italiennes et espagnoles à souscrire massivement aux opérations de refinancement. L'examen des mouvements au bilan des banques commerciales fait ressortir que ces emprunts répondaient à des besoins de liquidité d'origines différentes : pour les banques espagnoles, une baisse des dépôts de la clientèle ; pour les banques italiennes, des achats importants de titres obligataires et un accès réduit au financement interbancaire (Cecioni et Ferrero, 2012 ; BCE, 2013). Symétriquement, dans les pays où la souscription aux opérations de refinancement s'est révélée moins importante (en premier lieu l'Allemagne), les banques commerciales ont enregistré un excédent de liquidités qui correspond surtout à une hausse des dépôts de la clientèle.

À l'inverse, le programme exceptionnel de refinancement lancé pendant la crise Covid (TLTRO <sup>6</sup> III, 2020-2023) ne semble pas avoir affecté les soldes TARGET. Les liquidités

semblent en effet être restées dans les juridictions où elles ont été créées. Ainsi, comme les banques italiennes ont souscrit plus de 8% des encours du programme TLTRO III, la part de liquidité au passif de la Banca d'Italia s'est temporairement accrue entre 2020 et 2022, d'où la faible variation de son solde TARGET par rapport à celle fournie par le modèle (cf. graphique 3 *supra*). Ce résultat pourrait s'expliquer par les conditions financièrement attractives du programme TLTRO III : même en l'absence de besoin de liquidité, les banques éligibles avaient intérêt à y souscrire, quitte à ne pas utiliser les montants tirés, conservés à titre de précaution.

### Les programmes d'achats de titres ont joué un rôle majeur entre 2015 et 2022

Entre 2015 et 2022, la politique monétaire de l'Eurosystème a conduit les banques centrales à augmenter fortement leurs détentions de titres. Leur portefeuille global a atteint 5 100 milliards d'euros (contre 600 en 2015). En diminution progressive après 2022, il s'est établi à 4 082 milliards à fin novembre 2025. Ces évolutions sont à l'origine des principales variations des positions TARGET : depuis 2015, dans les quatre grandes juridictions, la « composante titres » du solde TARGET modélisé évolue parallèlement au solde TARGET observé (cf. graphique 5 *infra*).

Dans le cadre de cette politique monétaire non conventionnelle, les différentes banques centrales ont acheté des titres dans des proportions qui relevaient du dispositif opérationnel des différents programmes, sans lien avec la répartition constatée de la liquidité. Parmi les principales juridictions de la zone euro, seule la Banque de France a acquis une proportion de l'ensemble des titres voisine de la proportion de liquidités observée à son passif (environ 20%). Le solde TARGET français est donc le seul à avoir été peu affecté par les achats de titres. La Bundesbank a acheté 20% des titres ( $\text{Titres}_{DE}$ ) et reçu 40% des liquidités créées en contrepartie ( $\gamma_{DE} \times \text{Titres}_{ZE}$ ) : son solde a augmenté. Les banques centrales italienne et espagnole ont acheté respectivement 15% et 13% des titres et ont reçu 8% et 4% des liquidités créées : leur solde a diminué.

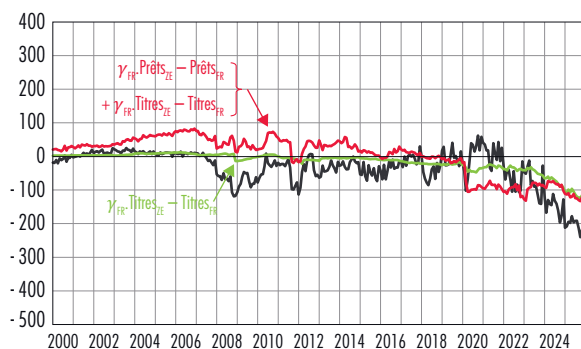
<sup>6</sup> Targeted longer-term refinancing operation, opération ciblée de refinancement à plus long terme.

## G5 Effet des titres achetés par l'Eurosystème sur les principales positions TARGET

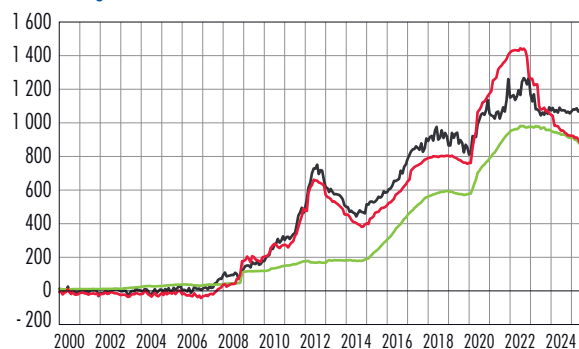
(en milliards d'euros)

— TARGET observé — Effet des titres — Effet cumulé des opérations de refinancement et des titres

## a) En France



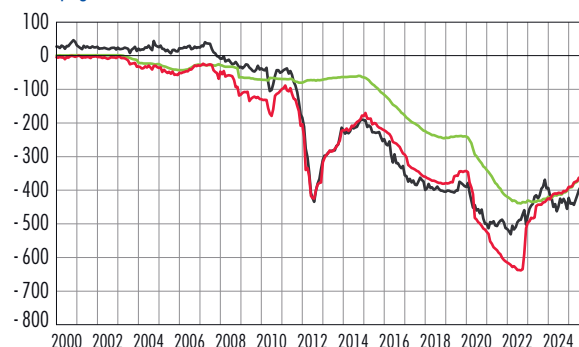
## b) En Allemagne



## c) En Italie



## d) En Espagne



Notes : Dernier point à novembre 2025. En graphique a), ZE désigne la zone euro et FR la France.  
Sources : Banque centrale européenne ; calculs des auteurs.

## Le solde TARGET français a diminué sensiblement en 2023-2024, mais reste modéré

Sur la période 2000-2023, le solde TARGET de la Banque de France est resté borné entre + 50 et – 100 milliards d'euros. Cette amplitude limitée est largement inférieure à celles observées pour les banques centrales allemande, italienne et espagnole (cf. graphique 1 *supra*). Elle se rapproche davantage de l'amplitude des soldes des banques centrales de pays de taille intermédiaire comme la Belgique ou la Finlande, dont le secteur financier est bien moins important.

La décomposition fournie par le modèle permet d'expliquer cet équilibre par la proximité entre la quote-part de la Banque de France dans les opérations créatrices de liquidité, d'une part, et la fraction de liquidité à son passif, d'autre part. Tant pour les achats de titres que

pour les opérations de refinancement bancaire, la Banque de France a contribué à environ 20% des liquidités créées par l'Eurosystème, ce qui correspond peu ou prou à la proportion de liquidité déposée à la Banque de France.

Après la mi-2023, le solde TARGET français est devenu plus négatif, pour se stabiliser à partir d'octobre 2024 autour de – 200 milliards d'euros. Selon le modèle, cette baisse résulte principalement de l'évolution des encours de portefeuille de titres (cf. graphique 5 *supra*). Le montant de titres détenu par la Banque de France a diminué moins vite que celui de l'Eurosystème dans son ensemble ; elle a ainsi réabsorbé relativement moins de réserves que les autres juridictions. Dans le même temps, à la différence des cas italien et espagnol en 2011-2012, la part de liquidité des banques françaises est restée proche de 20% sans recours au refinancement en banque centrale.

\*\*

Comment interpréter la variabilité des soldes TARGET des banques centrales de l'Eurosystème ? Un modèle construit sur l'hypothèse forte d'une répartition stable de la liquidité enregistrée au passif des différentes banques centrales fournit une interprétation intuitive de ces positions depuis le lancement de l'euro, que la politique monétaire soit conduite de manière restrictive ou expansive.

En particulier, les évolutions des positions TARGET depuis 2015 s'expliquent par les programmes d'achats de titres, à travers la différence de répartition entre la création de liquidités par les banques centrales nationales et leur redistribution par le système financier européen. Depuis 2023, en réduisant son bilan, l'Eurosystème contribue au resserrement des soldes TARGET, qui demeurent néanmoins élevés. À ce processus progressif peuvent s'ajouter les effets de phénomènes temporaires, comme l'évolution des dépôts des agents non bancaires en banques centrales (cf. annexe 2).

Le modèle à répartition constante de la liquidité est par nature plus descriptif que prédictif : rien ne garantit en particulier que la liquidité restera répartie de la même façon à l'avenir. Il pourra être complété par une identification des mécanismes qui expliquent la stabilité et les variations des proportions de liquidité, en mobilisant d'autres données que les bilans publics de l'Eurosystème.

## Bibliographie

[Arrata \(W.\) et Gentil \(T.\) \(2025\)](#)

« Le partage des revenus de la politique monétaire au sein de l'Eurosystème », *Bulletin de la Banque de France*, n° 260/6, septembre-octobre.

[Télécharger le document](#)

[Baldo \(L.\), Hallinger \(B.\), Helmus \(C.\), Herrala \(N.\), Martins \(D.\), Mohing \(F.\), Petroulakis \(F.\), Resinek \(M.\), Vergote \(O.\), Usciatì \(B.\) et Wangauter \(Y.\) \(2017\)](#)

« The distribution of excess liquidity in the euro area », *Occasional Paper Series*, n° 200, Banque centrale européenne, novembre.

[Télécharger le document](#)

[Banque centrale européenne \(2013\)](#)

« Les soldes TARGET et les opérations de politique monétaire », *Bulletin mensuel*, mai, p. 105-116.

[Télécharger le document](#)

[Banque de France \(2022\)](#)

« TARGET2, le RTGS de l'Eurosystème », *Paiements et infrastructures de marché à l'ère digitale*, chapitre 7, Banque de France, p. 107-133, mai.

[Télécharger le document](#)

[Cecioni \(M.\) et Ferrero \(G.\) \(2012\)](#)

« Determinants of TARGET2 imbalances », *Questioni di Economia e Finanza*, n° 136, Banque d'Italie, septembre.

[Debever \(C.\) et Toulemonde \(N.\) \(2021\)](#)

« Les déséquilibres TARGET2 en zone euro », *Trésor-Éco*, n° 284, Direction générale du Trésor, mai.

[Eisenschmidt \(J.\), Kedan \(D.\) et Schmitz \(M.\) \(2024\)](#)

« Euro area monetary policy and TARGET balances: A trilogy », *Journal of International Money and Finance*, vol. 141(C).

[Grossman-Wirth \(V.\) et Hallinger \(B.\) \(2018\)](#)

« Politique monétaire et concentration de la liquidité en zone euro », *Bloc-notes Éco*, n° 93, Banque de France, 20 novembre.

[Consulter le billet](#)

[Jobst \(C.\) \(2011\)](#)

« A balance sheet view on TARGET – and why restrictions on TARGET would have hit Germany first », *VoxEU*, 19 juillet.

[Jobst \(C.\), Handig \(M.\) et Holzfeind \(R.\) \(2012\)](#)

« Understanding TARGET2: The Eurosystem's euro payment system from an economic and balance sheet perspective », *Monetary Policy & the Economy*, Q1/12, Banque nationale d'Autriche, mars, p. 81-91.

[Wolman \(A. L.\) \(2013\)](#)

« Federal Reserve interdistrict settlement », *Economic Quarterly*, vol. 99, n° 2, Banque fédérale de réserve de Richmond, deuxième trimestre, p. 117-141.

## Annexe 1

### Calcul de la répartition de liquidité entre pays

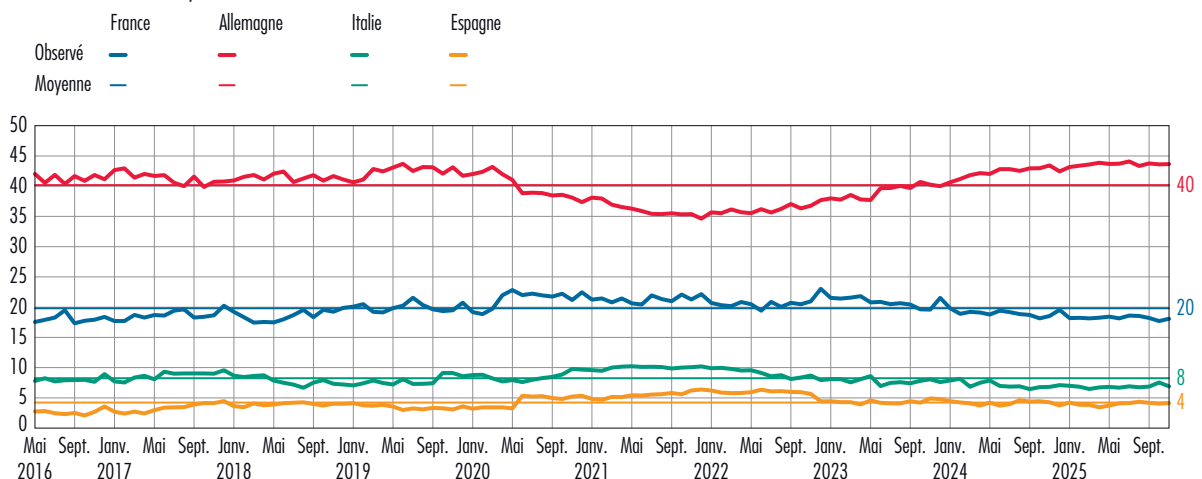
#### Définition de la liquidité

La liquidité centrale retenue dans cet article correspond à un agrégat des postes publiés dans les situations comptables de l'Eurosystème : la somme des réserves des banques (poste L020000 au passif du bilan des banques centrales) et des billets « mis en circulation » (cumul des postes L010000 et L100400, et soustraction du poste A090500). Le poste L010000 seul (« billets en circulation ») représente une répartition forfaitaire de l'ensemble des billets de l'Eurosystème entre banques centrales nationales (BCN) – cf. Arrata et Gentil, 2025. Les postes L100400 et A090500 comblent l'écart entre ce montant et celui des billets réellement décaissés par les BCN.

#### Méthode utilisée pour calculer les fractions de liquidité au passif de chaque banque centrale nationale

Le modèle présenté dans cet article exploite la relative stabilité de la répartition de la liquidité entre BCN de l'Eurosystème. Son application a nécessité d'associer des valeurs aux fractions de liquidité  $\gamma_{BCN}$ , coefficients propres à chaque BCN. Ces valeurs ont été obtenues en calculant la moyenne de la part de liquidité de chaque BCN entre mi-2016 et mi-2025 (cf. utilisation en graphique 2, en corps d'article), soit pendant la période de liquidité « abondante » (dépassant 2 000 milliards d'euros). Elles correspondent aux droites matérialisées dans le graphique ci-dessous.

#### Réserves bancaires et billets au passif des quatre plus grandes banques centrales nationales de la zone euro entre mi-2016 et mi-2025 (en % du total de la zone)



Note : Dernier point à novembre 2025.

Sources : Banque centrale européenne ; calculs des auteurs.

## Annexe 2

### Le rôle des dépôts non monétaires

En plus du rôle de « banque des banques » de leur pays, les banques centrales nationales (BCN) reçoivent directement les dépôts en euros de certaines institutions, en particulier des gouvernements et d'organismes étrangers (dont des banques centrales). Par exemple, le compte en euros du Trésor public français est tenu par la Banque de France. Ces dépôts, qui ne relèvent pas de la politique monétaire (« dépôts non monétaires »), font partie des facteurs de création de liquidité par les BCN : un paiement

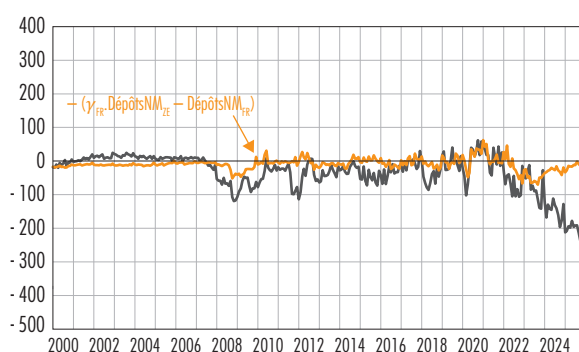
du Trésor français injecte de la liquidité dans le secteur bancaire à partir du bilan de la Banque de France. Dans le modèle à répartition stable par pays, cette liquidité supplémentaire tend à se répartir entre les pays de la zone euro, et donc à sortir en partie de France. En sens inverse, une entrée de liquidité en France est attendue en cas de baisse du solde des dépôts non monétaires dans les autres pays.

#### Effet des dépôts non monétaires sur les principales positions TARGET

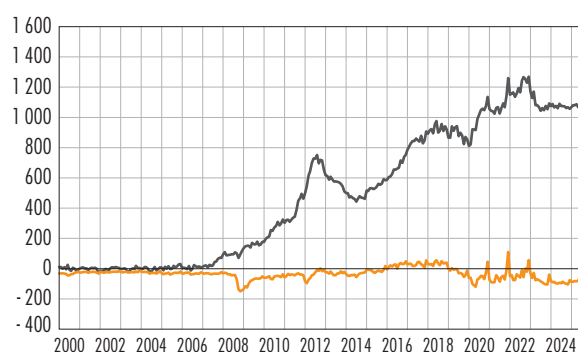
(en milliards d'euros)

— TARGET observé — Effet des dépôts non monétaires

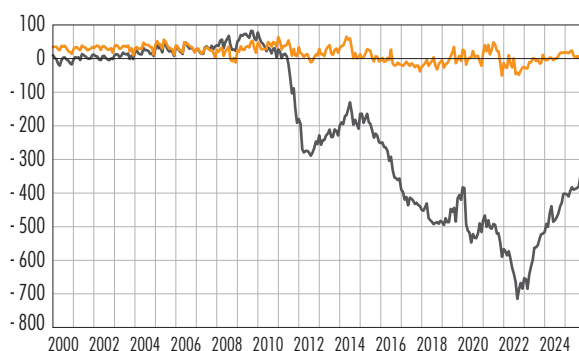
##### a) En France



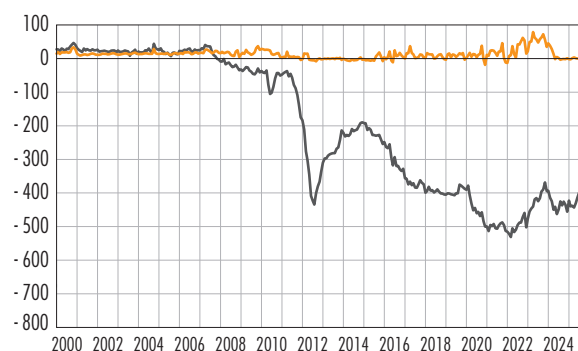
##### b) En Allemagne



##### c) En Italie



##### d) En Espagne



Notes : Dernier point à novembre 2025. En graphique a), FR désigne la France et ZE la zone euro.

TARGET, système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) ; positions TARGET, soldes des banques centrales résultant des opérations dans ce système.

Sources : Banque centrale européenne ; calculs des auteurs.

La formule de décomposition permet d'estimer l'effet des fluctuations de solde des dépôts non monétaires sur les soldes TARGET des quatre plus grands pays de la zone (cf. graphique *supra*). Si cet effet est toujours resté faible en valeur absolue, il explique certains mouvements temporaires, en particulier sur la période 2020-2023. En Allemagne, par exemple, les dépôts des institutions non résidentes (principalement des banques centrales) ont atteint des pics en fin d'année, qui se sont ainsi reflétés dans le solde TARGET du pays. En France, où les fluctuations du solde sont faibles, les dépôts non monétaires ont déterminé la majorité des mouvements pendant la période Covid. Ainsi, l'accumulation rapide de montants élevés par le Trésor lors du déclenchement de la crise est à l'origine du solde momentanément positif en 2020-2021. À l'inverse, la mise en place en 2023 d'une gestion très fine permettant au Trésor de maintenir un encours bas a conduit à une sortie provisoire de liquidités hors de France. Cet effet s'est ensuite effacé à mesure que les autres gouvernements (notamment l'Espagne) adoptaient des comportements similaires.

Depuis 2023, les dépôts non monétaires jouent un rôle négligeable dans les mouvements de liquidité. En effet, les règles de rémunération de ces dépôts adoptées par l'Eurosystème encouragent désormais les institutions déposantes à réinjecter leurs avoirs excédentaires dans le système bancaire et à n'en conserver qu'un faible montant au bilan des banques centrales.

## Annexe 3

### Application du modèle à la banque centrale du Luxembourg et à la Banque centrale européenne

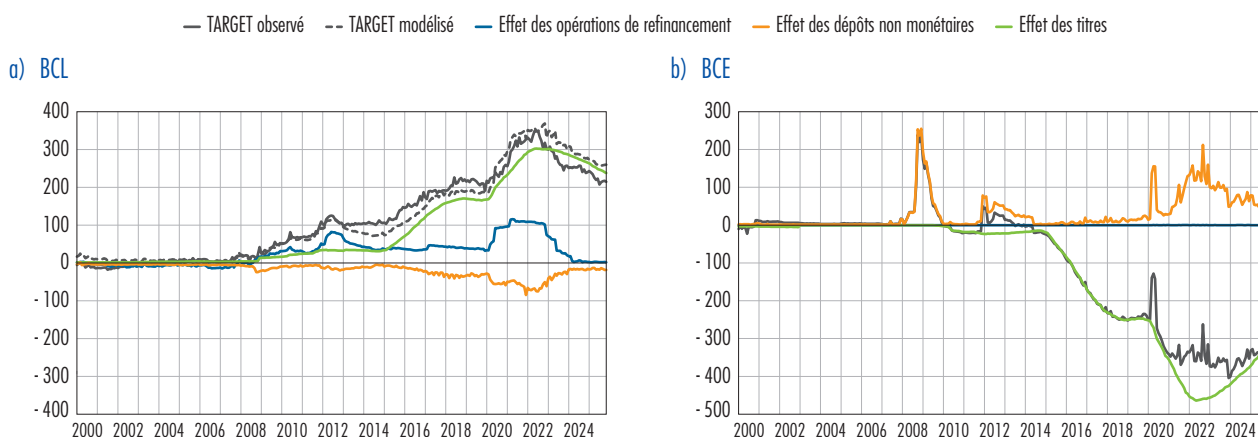
Après l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie, les soldes TARGET les plus élevés en valeur absolue se trouvent à la Banque centrale européenne (BCE) et à la Banque centrale du Luxembourg (BCL). Le modèle à répartition constante de liquidité en rend compte de façon très efficace (cf. graphique).

Dans le cadre des règles de calcul de l'Eurosystème fondées sur la population et le produit intérieur brut, la BCL prend une part très faible (moins de 0,3 %) dans la création de liquidité : sa participation aux programmes d'achats de titres n'a pas dépassé 12 milliards d'euros. Néanmoins, 6 % des liquidités de la zone euro se retrouvent à son passif, du fait de l'importance du Luxembourg sur les marchés financiers européens. Le bilan de la BCL est ainsi majoritairement constitué de réserves bancaires au passif et d'un solde TARGET positif à l'actif ; ce dernier évolue donc en proportion de la liquidité centrale totale en zone euro, dominée par les achats de titres et les opérations de refinancement.

La BCE présente une situation inverse. Comme elle n'est pas une banque centrale nationale, elle ne tient aucun compte de banque commerciale et son passif ne comporte donc pas de liquidités (ni réserves ni émission nette de billets). Le modèle à répartition constante de liquidité se révèle exact dans ce cas, avec une part stable égale à zéro. Le solde TARGET de la BCE représente donc la contrepartie de la liquidité qu'elle crée, essentiellement en participant aux programmes d'achats de titres, à hauteur de 8 % des encours. Le solde très négatif créé en contrepartie de ces achats se voit partiellement compensé par la présence de dépôts non monétaires au passif de la BCE. Il s'agit en majorité de dépôts d'institutions étrangères à la zone, dont le solde tend à s'élever surtout en période de crise (2008, 2011, 2020).

#### Décomposition des soldes TARGET de la Banque centrale du Luxembourg et de la Banque centrale européenne

(en milliards d'euros)



Notes : Dernier point à novembre 2025.

TARGET est le système de règlement brut en temps réel de l'Eurosystème. Les positions TARGET sont les soldes des banques centrales résultant des opérations dans ce système.

En graphique b), les courbes « TARGET observé » et « TARGET modélisé » sont confondues.

Sources : Banque centrale européenne ; calculs des auteurs.

---

**Éditeur**

Banque de France

**Directeur de la publication**

Claude Piot

**Rédaction en chef**

Corinne Dauchy

**Secrétaire de rédaction**

Didier Névonnic

**Réalisation**

Studio Création

Direction de la Communication

ISSN 1952-4382

**Pour vous abonner aux publications de la Banque de France**

<https://www.banque-france.fr/fr/alertes/abonnements>

---

