

# AGRÉGATS ET OBJECTIFS MONÉTAIRES DANS LES PRINCIPAUX PAYS DÉVELOPPÉS

Les agrégats monétaires, dont la composition est présentée dans les fiches <sup>1</sup> ci-après concernant les principaux pays développés, servent très fréquemment de support à la définition d'un « objectif intermédiaire » pour la politique monétaire, dont l'objectif final unanimement adopté est la stabilité des prix <sup>2</sup>. Cette prédominance d'un agrégat-cible, qui s'est imposée depuis le milieu des années soixante-dix, a été par la suite menacée par les processus d'innovation financière et de déréglementation, qui ont affecté les relations de la monnaie avec la demande et les prix. Ces évolutions ont conduit la plupart des pays à adapter leur stratégie en recherchant des agrégats jugés plus pertinents dans ce nouvel environnement. D'autres banques centrales ont choisi de renoncer à la fixation d'un objectif monétaire, au profit du seul taux de change ou, plus récemment, d'une cible d'inflation.

SYLVIE VERLHAC

*Direction des Études économiques et de la Recherche  
Service des Économies étrangères*

<sup>1</sup> La fiche concernant la France a été établie par la direction des Études et Statistiques monétaires. Les fiches sur les pays étrangers proviennent de la direction des Études économiques et de la Recherche, service des Économies étrangères.

<sup>2</sup> Cet objectif est parfois explicitement mentionné dans les statuts de la banque centrale (Banque de France, Banque fédérale d'Allemagne, Banque des Pays-Bas, Banque d'Espagne). Il peut aussi être associé à d'autres missions ; ainsi, aux États-Unis, le *Federal Reserve Act* indique que les objectifs sont « le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme ».

## 1. La prédominance du choix d'un objectif intermédiaire portant sur un agrégat de monnaie

### 1.1. Les raisons initiales de ce choix

Vers le milieu des années soixante-dix, la plupart des banques centrales des pays industrialisés ont adopté un objectif intermédiaire portant sur les agrégats de monnaie <sup>1</sup>. Dans cette période de fortes tensions inflationnistes, il est en effet apparu nécessaire aux autorités monétaires de définir une stratégie permettant d'influencer les anticipations des agents économiques en disposant d'une référence claire à un agrégat qui soit un indicateur avancé de l'objectif final, en raison notamment du caractère stable de ses liens avec les variables nominales. En outre, l'évolution de cet agrégat pouvait être au moins en grande partie contrôlée par la mise en œuvre des instruments dont disposent les banques centrales.

L'affichage d'un objectif spécifique contribuait aussi à fonder la crédibilité de la banque centrale, à partir de l'efficacité de son action dans le moyen terme, et à renforcer sa responsabilité et donc son indépendance vis-à-vis des autres instances de décision en matière de politique économique.

### 1.2. Les évolutions dans le choix des agrégats-objectifs

Les processus d'innovation financière et de déréglementation amorcés durant la décennie quatre-vingt ont affecté la stabilité des fonctions de demande de monnaie, perturbant l'interprétation des évolutions des agrégats et l'efficacité des moyens d'action de la politique monétaire : les choix de portefeuille et les mouvements de capitaux avec l'étranger ont pris une importance croissante dans l'explication des variations des masses monétaires, les normes assignées ont été moins souvent respectées, et le lien avec l'objectif final s'est distendu.

Face à ces modifications de l'environnement de la politique monétaire, quelques banques centrales ont choisi de privilégier un agrégat étroit, censé avoir un lien plus fiable avec l'évolution de la demande de biens et services. La Banque nationale suisse avait ainsi, dès 1979, affiché un objectif fondé sur la base monétaire (« monnaie de Banque centrale ajustée »). La Banque d'Angleterre, à partir de 1987, a assigné une norme de progression au seul agrégat M0, pour lequel un objectif avait d'ailleurs été annoncé parallèlement à celui de M3 dès 1983.

La majorité des banques centrales a, au contraire, opté pour le suivi d'agrégats larges, afin de limiter les conséquences des transferts entre les différents types d'avoirs. Ainsi, aux États-Unis, l'accent a été mis sur M2 et M3 à partir de 1987 au détriment de M1, en Allemagne sur M3 à partir de 1988 alors que la « monnaie Banque centrale » (qui était déjà un agrégat constitué pratiquement des mêmes éléments que M3, assortis de coefficients de pondération) avait été retenue depuis 1974. En France, l'agrégat M3 est devenu la référence en 1991, à la place de M2, après la réforme de la définition des agrégats intervenue en octobre 1990, qui intégrait notamment les titres d'OPCVM dans M3. L'Italie est un cas quelque peu particulier, puisque l'objectif intermédiaire choisi en 1974 était un agrégat de crédit ; en 1984, lorsque la Banque d'Italie a décidé de lui associer une norme portant sur un agrégat de monnaie, elle a choisi M2, qui pouvait être qualifié de « large » compte tenu des caractéristiques du système financier italien, et qui est devenu en 1986 l'objectif officiel. Enfin, au Japon, la Banque centrale a adopté comme référence, en 1979, un agrégat M2 + CD, de préférence à M2 seul, en raison du développement très rapide des certificats de dépôt.

<sup>1</sup> Aux États-Unis, le choix d'un objectif intermédiaire quantitatif repose même sur une obligation légale, puisque le *Federal Reserve Act* stipule que le Conseil des gouverneurs et le Comité fédéral de l'*open market* doivent « maintenir à long terme une croissance des agrégats de monnaie et de crédit appropriée au potentiel de croissance à long terme de l'économie ».

Quel que soit le type d'agrégat retenu, les autorités monétaires des principaux pays ont défini et géré leur stratégie avec une souplesse accrue. Ainsi, les normes sont le plus souvent fixées sous forme d'une fourchette <sup>1</sup>, et concernent parfois une tendance de moyen terme (cas de la France depuis 1994, de la Suisse depuis 1991), plutôt qu'une année précise. La Banque du Japon se distingue sur ce point des autres banques centrales, en annonçant au début de chaque trimestre une projection de l'évolution de l'agrégat M2 + CD par rapport au même trimestre de l'année précédente ; elle n'attribue d'ailleurs pas à cette prévision sur le mouvement de l'agrégat M2 + CD un véritable statut d'« objectif intermédiaire ».

Aux agrégats-cibles auxquels est assignée une norme de progression, est toujours associé le suivi d'une gamme d'indicateurs : agrégats de monnaie <sup>2</sup> ou d'endettement (endettement intérieur total en France, dette des agents non financiers résidents aux États-Unis, crédit au secteur privé en Italie...), indicateurs financiers (par exemple courbe des rendements), voire réels (utilisation des facteurs de production, balance des paiements, divers indicateurs conjoncturels), dont l'éventail est particulièrement large aux États-Unis. L'analyse de ces données complémentaires permet aux banques centrales, conscientes des imperfections de la relation entre la masse monétaire et les prix, de maintenir l'affichage d'une norme pour un agrégat tout en adoptant une approche pragmatique : si les évolutions des indicateurs adjacents ne paraissent pas menacer l'objectif final, les autorités monétaires peuvent tolérer que l'agrégat-objectif s'écarte temporairement du sentier de croissance qui lui a été fixé, dans la mesure évidemment où ces déviations sont analysées et expliquées. C'est ainsi par exemple que raisonne la Banque fédérale d'Allemagne, qui conserve un objectif intermédiaire portant sur M3 malgré les perturbations qui l'ont affecté depuis la réunification, l'abandon ou le remplacement d'un tel ancrage lui paraissant nuisible à sa crédibilité.

## 2. Quelques exemples d'abandon d'un objectif intermédiaire portant sur un agrégat de monnaie

La moindre fiabilité des agrégats comme guides pour la politique monétaire a conduit certaines banques centrales à envisager d'autres références permettant d'orienter l'action vers le respect de l'objectif final. Plusieurs pistes ont été explorées, mais sans être retenues, telles que le choix d'un taux d'intérêt réel, ou d'une courbe de rendement, ou d'un PIB nominal. Deux approches principales ont été adoptées.

### 2.1. Le choix d'un objectif de change

Parmi les pays participant au mécanisme de change du SME, l'objectif de change coexiste le plus souvent avec un objectif quantitatif, une hiérarchie entre les deux pouvant parfois être constatée si les circonstances le justifient. Une telle dualité d'objectifs intermédiaires est en vigueur en France. Dans certaines économies de dimension plus petite et très ouvertes sur le commerce international, l'objectif de change est devenu la référence principale, sinon unique, de la politique monétaire. Tel est le cas notamment en Belgique, au Danemark, en Irlande, au Luxembourg, aux Pays-Bas, au Portugal, et, jusqu'en 1992, dans les pays scandinaves, à l'époque candidats à l'adhésion à l'Union européenne. L'accent mis sur le taux de change s'accompagne dans tous les cas évoqués du suivi de divers indicateurs, dont évidemment des agrégats de monnaie.

<sup>1</sup> La Banque d'Italie a toutefois, en 1995, annoncé pour M2 un objectif non pas sous forme de fourchette, mais sous forme d'un « taux de croissance de 5 % environ en cours d'année ».

<sup>2</sup> En particulier, des agrégats monétaires pondérés « Divisia » calculés à partir des coûts d'opportunité des différents actifs sont utilisés aux États-Unis, en Italie et au Royaume-Uni. Un agrégat « M3 élargi » est suivi en Allemagne ; il inclut notamment les avoirs détenus par les résidents allemands dans les filiales ou succursales à l'étranger d'établissements de crédit résidents et, comme dans l'agrégat M3 français, les OPCVM de court terme. Au Japon, un indicateur de liquidité élargie BL (« Broad Liquidity ») ajoute à l'agrégat M2 + CD les dépôts dans les réseaux postaux et coopératif, les titres publics et privés, les FCP...

## 2.2. *Le choix d'une cible d'inflation*

Dans la période la plus récente, les autorités monétaires de quelques pays ont choisi de fixer directement une norme à l'évolution des prix, renonçant ainsi à la distinction entre objectif final et objectif intermédiaire.

Cette option a été retenue par la Nouvelle-Zélande en 1990, par le Canada en 1991, par la Suède et la Finlande en 1992 et par le Royaume-Uni, après la suspension de la participation de la livre sterling au mécanisme de change du Système monétaire européen (SME) en septembre 1992. La Banque d'Espagne a adopté cette même stratégie depuis le début de l'année 1995.

Les normes sont, dans tous les cas, exprimées sous forme de sentiers de croissance pluri-annuels des indices de prix de détail, et s'accompagnent d'une surveillance d'autres indicateurs des prix (indices hors taux hypothécaires et taxes indirectes au Royaume-Uni, indice hors alimentation et énergie au Canada...).

Le choix d'afficher un objectif portant sur un indice de prix implique, peut-être encore plus que dans le cas d'un objectif de change, le suivi et la surveillance d'une multitude d'indicateurs, afin de pouvoir repérer en temps utile les tensions, quelles que soient leurs sources, et mettre en œuvre les moyens d'action. Ce faisceau d'informations doit être d'autant plus vaste que l'action de la banque centrale n'est plus guidée par la référence officielle à un ancrage monétaire précis (masse monétaire, taux de change) sur lequel les instruments à sa disposition ont, en théorie, une efficacité plus immédiate. Certes, dans certains cas, la banque centrale continue d'annoncer des taux de croissance portant sur des agrégats de monnaie, mais sans qu'il s'agisse d'une norme formelle. Ainsi, la Banque d'Angleterre indique la progression souhaitée de M0 et y adjoint une fourchette de surveillance (« monitoring range ») pour l'agrégat large M4. La Banque d'Espagne mentionne simplement le taux de croissance à moyen terme de l'agrégat large ALP qu'elle juge compatible avec la cible d'inflation.

Un effort particulier de communication sur l'évolution des prix, objet de l'engagement de la banque centrale, a été entrepris au Royaume-Uni, où un rapport sur l'inflation est publié par la Banque d'Angleterre tous les trimestres. La Banque d'Espagne envisage de procéder à des publications analogues dans le courant de 1995.

Les banques centrales, telles que celles des États-Unis, de l'Allemagne et de la France, qui refusent d'adopter une cible directe d'inflation, soulignent que la multiplicité des références à surveiller qu'implique une telle option rend l'analyse difficile, brouille la transparence de la politique monétaire et peut ainsi porter préjudice à sa crédibilité. De plus, l'efficacité de ces politiques, qui n'a pu encore être testée puisque l'environnement international a été jusqu'ici favorable à la stabilité des prix, dépendra de la capacité des autorités monétaires à prendre suffisamment tôt et avec suffisamment de vigueur les mesures aptes à juguler les risques inflationnistes, alors même que, en l'absence d'objectif intermédiaire, aucune règle précise ne peut guider ce type d'action précoce.

## Fiche n° 1 : France

### *Délimitation des actifs financiers regroupés dans les agrégats monétaires*

Actifs, libellés en francs ou en devises étrangères selon les agrégats, détenus par les agents non financiers résidents (sociétés, ménages — particuliers et entrepreneurs individuels —, administrations publiques autres que l'État, entreprises d'assurance et administrations privées) et gérés par les agents financiers suivants :

- la Banque de France,
- les établissements de crédit et assimilés, c'est-à-dire : les banques, les caisses d'épargne, les institutions et sociétés financières spécialisées et assimilées ainsi que la Caisse des dépôts et consignations,
- les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) monétaires,
- les fonds communs de créances,
- le Trésor public, pour son activité monétaire,
- les services financiers de La Poste (comptes courants postaux et bons d'épargne).

### *Contenu des agrégats monétaires*

- M1* : billets et monnaies divisionnaires libellés en francs,  
+ dépôts à vue.
- M2* : *M1*  
+ Placements à vue effectués sur des comptes sur livrets à taux réglementés (livrets A des caisses d'épargne, livrets bleus du Crédit mutuel, comptes d'épargne pour le développement industriel — Codevi —, comptes d'épargne-logement, livrets d'épargne populaire — LEP —, livrets ordinaires des établissements de crédit et livrets B des caisses d'épargne).
- M3* : *M2*  
+ Placements en devises étrangères sous la forme de dépôts à vue, de placements à terme ou de titres de créances négociables émis par les établissements de crédit,  
+ Placements à terme en francs non négociables sur un marché (comptes à terme, bons de caisse et d'épargne des établissements de crédit, bons du Trésor sur formules, bons de La Poste, achats de titres à réméré et titres pris en pension),  
+ Titres de créances négociables sur le marché monétaire émis par les établissements de crédit (certificats de dépôt des banques, bons des institutions et sociétés financières, à moyen terme négociables — BMTN —),  
+ Titres d'OPCVM monétaires (actions de Sicav monétaires et parts de FCP monétaires),  
+ Parts de fonds communs de créances à moins de cinq ans.
- bons  
*M4* : *M3*  
+ Titres de créances négociables sur le marché monétaire émis par les agents non financiers (bons du Trésor, billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables émis par les sociétés).

*Endettement intérieur total (EIT)*

L'endettement intérieur total regroupe tous les concours obtenus par les agents non financiers résidents par voie d'endettement, aussi bien sous forme de prêts bancaires que par l'émission de titres sur les marchés monétaire et obligataire. Il englobe ainsi l'ensemble des concours que ces agents reçoivent, quelle que soit leur forme (prêts traditionnels ou émissions de titres), et quelle que soit leur provenance (intermédiaires financiers ou marchés de capitaux, résidents ou non-résidents). Seuls sont exclus de l'endettement intérieur total les financements par émissions d'actions (ou plus généralement par renforcement de fonds propres), puisqu'il ne s'agit pas là d'endettement envers des tiers.

*Objectifs de la politique monétaire*

L'objectif final de la politique monétaire est la stabilité des prix. Ceux-ci ne doivent pas augmenter de plus de 2 %. Pour cela, la Banque de France se réfère à deux objectifs intermédiaires, un objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie d'une part, un objectif interne d'autre part.

Jusqu'en 1993, la Banque de France a fixé une fourchette annuelle de croissance à l'agrégat monétaire cible (objectif défini par rapport à M3 de 1991 à 1993). Depuis 1994, l'objectif intermédiaire interne de la politique monétaire, qui porte sur M3, est apprécié dans une perspective de moyen terme, en raison des modifications des comportements financiers qui se traduisent par de fortes variations de la vitesse de circulation de M3 sur le court terme. Il est fixé à 5 % l'an.

En 1995, M3 devrait se rapprocher de sa tendance de moyen terme de l'ordre de 5,0 %, compatible avec une hausse des prix qui n'excède pas 2,0 % et une croissance tendancielle du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % à 3,0 % en volume, comprenant un rattrapage progressif du retard de production enregistré les années antérieures.

Comme précédemment, l'endettement intérieur total continue à être un indicateur important, qui sert à analyser les conditions de réalisation de l'objectif interne et à vérifier que l'économie française dispose des moyens de financement nécessaires pour accompagner la croissance, tout en prévenant tout risque d'inflation.

<b>FRANCE</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de francs)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours en décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1.....					1 677,8
Glissement en décembre.....	-4,7	-0,2	1,4	3,2	
Moyenne.....	-0,3	-0,7	-0,3	3,1	
M2.....					3 009,5
Glissement en décembre.....	-3,4	-1,3	1,7	5,4	
Moyenne.....	-0,7	-1,7	-0,7	4,1	
M3.....					5 281,2
Glissement en décembre.....	2,2	4,9	-2,9	2,4	
Moyenne.....	6,2	4,4	1,5	-2,4	
Objectifs.....	5 – 7	4 – 6	4 – 6,5	5,0 (a)	
Réalisations.....	3,6	5,3	-2,2	1,1	
M4.....					5 349,5
Glissement.....	2,1	5,0	-3,0	2,8	
Moyenne.....	6,1	4,3	1,5	-2,4	
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL</b>					
Glissement.....	6,0	6,0	3,1	4,2	10 046,5
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
<b>PRODUIT INTÉRIEUR BRUT.....</b>					
Valeur.....	3,9	3,5	1,4	4,0	7 379,3
Volume.....	0,8	1,2	-1,0	2,6	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ (b)</b>					
M1/PIB.....	22,6	21,7	21,4	21,2	
M2/PIB.....	40,9	38,8	38,0	38,1	
M3/PIB.....	73,1	73,8	73,8	69,3	
M4/PIB.....	73,9	74,5	74,6	70,0	
Remarques méthodologiques : les glissements sont calculés sur des données de fin de mois. Les objectifs, comme les réalisations, s'appliquent au glissement de la moyenne du quatrième trimestre de l'année sous revue par rapport à la moyenne du dernier trimestre de l'année précédente.					
(a) Objectif de moyen terme à partir de 1994					
(b) Moyenne annuelle/PIB en valeur					

## Fiche n° 2 : États-Unis

### *Délimitation des actifs financiers regroupés dans les agrégats monétaires*

Actifs, libellés en dollars ou en devises étrangères selon les agrégats, détenus par des agents non financiers résidents et non résidents du secteur privé et du secteur public<sup>1</sup> et gérés par les agents financiers suivants :

- Système de réserve fédérale,
- banques commerciales<sup>2</sup>,
- institutions d'épargne (savings and loans associations, savings banks, credit unions),
- fonds communs de placement sur le marché monétaire (money market funds — MMF —),
- et organismes non bancaires émetteurs de chèques de voyage.

### *Contenu des agrégats monétaires*

- M1* : billets et monnaies divisionnaires en circulation (hors encaisses des banques commerciales, du Trésor et des banques fédérales),  
 + chèques de voyages émis par des émetteurs non bancaire,  
 + dépôts à vue autres que ceux des banques et du gouvernement fédéral, dans les banques commerciales et les institutions d'épargne,  
 + dépôts d'épargne dans les banques commerciales et dans les institutions d'épargne pouvant être utilisés pour le règlement des transactions<sup>3</sup>.
- M2* : *M1*  
 + comptes à vue sur livrets,  
 + dépôts à terme d'un montant inférieur à USD 100 000,  
 + pensions au jour le jour (dépôts avec remise de titres en garantie) et pensions à terme effectuées par les particuliers et inférieures à USD 100 000 (repurchase agreements),  
 + parts de fonds communs de placement sur le marché monétaire à l'exclusion des fonds réservés aux investisseurs institutionnels (Institutions only MMF),  
 + dépôts au jour le jour en eurodollars des résidents américains non bancaires dans les succursales des banques américaines établies à l'étranger.
- M3* : *M2*  
 + dépôts à terme d'un montant minimal de USD 100 000,  
 + pensions à terme d'un montant minimal de USD 100 000,  
 + dépôts à terme en eurodollars détenus par des résidents américains auprès d'agences étrangères de banques américaines ou dans toutes les agences bancaires du Royaume-Uni et du Canada,  
 + parts de fonds communs de placement sur le marché monétaire réservés exclusivement aux investisseurs institutionnels (Institutions only MMF).

<sup>1</sup> À l'exception des comptables publics autres que ceux des agences fédérales et des institutions étrangères

<sup>2</sup> Y compris succursales des Bahamas, des îles Caïman et des îles Vierges

<sup>3</sup> Comptes avec autorisation de mobilisations par chèques ou par d'autres instruments (« Now accounts » et « Share Drafts »), comptes avec transferts automatiques à un compte-chèque (« ATS accounts »)

*L* : M3

- + « Commercial paper »,
- + « Bankers acceptances »,
- + « US Savings bonds »,
- + Titres du Trésor ayant moins de 18 mois de durée restant à courir,
- + Autres dépôts à terme en eurodollars des résidents américains du secteur non bancaire.

*Dette totale des agents non financiers résidents*

Total des emprunts effectués auprès des banques et sur les marchés de capitaux américains ou étrangers par les ménages, les entreprises non financières, le gouvernement fédéral, les États et les collectivités locales.

***Objectifs de la politique monétaire***

Ils font l'objet d'une notification bi-annuelle et prennent la forme d'une fourchette. Pour 1995, les normes (en pourcentage de variation quatrième trimestre/quatrième trimestre de l'année précédente) sont les suivantes :

M2 : 1 – 5

M3 : 0 – 4

À la dette des agents non financiers résidents est assignée une « fourchette de surveillance » (monitoring range) de 3 % à 7 %.

<b>ÉTATS-UNIS</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de dollars)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours en décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					1 147,8
Glissement en décembre.....	8,8	14,3	9,9	1,7	
Moyenne.....	5,9	12,3	11,6	6,2	
M2 .....					3 613,7
Glissement en décembre.....	3,4	1,7	2,0	1,3	
Moyenne.....	3,3	2,1	1,2	2,2	
Objectifs.....	2,5 – 6,5	2,5 – 6,5	1 – 5	1 – 5	
Réalisations.....	3,1	1,9	1,7	1,3	
M3 .....					4 302,7
Glissement en décembre.....	1,5	-0,1	1,5	1,8	
Moyenne.....	1,7	0,4	-0,2	1,6	
Objectifs.....	1 – 5	1 – 5	0 – 4	0 – 4	
Réalisations.....	1,4	0,2	0,9	1,5	
L .....					5 204,0 (octobre 1994)
Glissement.....	0,3	1,4	1,5	1,3	
Moyenne.....	1,1	0,8	1,1	nd	
<b>DETTE TOTALE DES AGENTS NON FINANCIERS RÉSIDENTS.....</b>					
					12 860,3 (octobre 1994)
Glissement.....	4,4	5,2	5,1	4,2	
Projection.....	4,5 – 8,5	4,5 – 8,5	4 – 8	3 – 7	
Réalisations.....	7,6	4,8	4,9	nd	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
<b>PRODUIT INTÉRIEUR BRUT.....</b>					
					6 754,1
Valeur.....	3,2	5,2	5,4	6,4	
Volume.....	-0,6	2,3	3,1	4,0	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ (a)</b>					
M1/PIB.....	15,7	17,1	17,8	17,0	
M2/PIB.....	60,1	58,1	56,2	53,5	
M3/PIB.....	72,9	69,2	66,7	63,7	
L/PIB.....	87,3	84,0	80,9	90,4 (octobre)	
Remarques méthodologiques : les objectifs s'appliquent, sauf indication contraire, au glissement de la moyenne du quatrième trimestre de l'année sous revue par rapport à la moyenne du dernier trimestre de l'année précédente (en données cvs). Les réalisations doivent être appréciées par rapport à ces dernières.					
(a) Moyenne annuelle/PIB en valeur					
nd : non disponible					

## Fiche n° 3 : Japon

*Délimitation des actifs financiers regroupés dans les agrégats monétaires*

Actifs, libellés en yens et en devises étrangères (sauf pour les différentes définitions de M1 qui ne comprennent que des actifs en yens), détenus par des agents non financiers résidents et non résidents du secteur privé et du secteur public, et gérés par l'ensemble des agents financiers (banques commerciales de droit privé, secteur mutualiste — PME, agriculture — et caisse d'épargne postale).

*Contenu des agrégats monétaires*

*M1* : monnaie fiduciaire en circulation (pièces et billets),  
+ dépôts à vue dans les banques (comptes courants, comptes ordinaires, dépôts sujets à avis de retrait, comptes spéciaux, comptes pour paiement d'impôt).

*M2* : M1  
+ dépôts à terme dans les banques  
(à taux régulés, à taux dérégulés, money market certificates — MMC — et super MMC),  
+ dépôts en yens des non-résidents,  
+ dépôts en devises étrangères.

En ajoutant les certificats de dépôt, on obtient *M2* + *CD* qui sert de référence aux autorités monétaires japonaises.

*M3* : M2  
+ dépôts dans le système postal et coopératif,  
+ « money trusts » (comptes à terme placés par mandat de gestion spécifique ou général en valeurs mobilières ou en prêts divers rattachés à l'échéance en liquide),  
+ « loan trusts » (comptes à terme portant un intérêt défini, affectés à des prêts à l'industrie et à des valeurs mobilières — titres d'État essentiellement — et rattachés en liquide à l'échéance).

*BL*<sup>1</sup> (*Indicateur de liquidité élargie*) :

M3  
+ certificats de dépôt,  
+ « money fund trusts » (comptes à terme placés par mandat de gestion spécifique ou général en valeur mobilières ou prêts divers, et rattachés sous cette même forme à l'échéance),  
+ « securities investment trusts » (équivalents des fonds communs de placement, investis en obligations, en titres, ou en titres et produits monétaires — « MMF », proches des Sicav de trésorerie —),  
+ bons des banques (« bank debentures » émises par les banques de crédit à long terme sur des durées de 1 à 5 ans),  
+ titres d'État (toutes durées, y compris les produits court terme que sont les « Treasury bills » et les « financing bills »),  
+ pensions sur obligations (« gensaki » du marché monétaire),  
+ obligations émises à l'étranger (quelle que soit la devise).

<sup>1</sup> Les billets de trésorerie, les obligations émises sur le marché japonais par les entreprises et les actions ne figurent pas dans l'agrégat, en raison, semble-t-il, de difficultés statistiques.

**Objectifs de la politique monétaire**

Il n'existe pas au Japon de véritable objectif de croissance pour un agrégat. En revanche, la Banque du Japon publie, au début de chaque trimestre, une prévision pour ce trimestre (pourcentage de hausse de l'agrégat M2 + CD par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente).

<b>JAPON</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de yens)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (c) (variation)	1994 (encours à fin décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					151 665,3
Glissement.....	9,5	3,9	7,0	4,2	
Moyenne.....	5,2	4,5	3,0	5,4	
M2 .....					534 101,8
Glissement.....	2,5	-0,1	2,2	3,1	
Moyenne.....	4,0	0,8	0,9	2,4	
M2 + CD .....					541 419,4
Glissement.....	2,3	-0,2	2,2	2,8	
Moyenne.....	3,6	0,6	1,1	2,1	
Objectifs.....	2,0 – 2,9	-0,5 – 0,5	1,5 – 2,5	2,0 – 3,0	
Réalisations.....	2,2	-0,5	1,6	2,7	
M3 .....					928 653,6 (a)
Glissement.....	5,5	3,4	4,0	4,1(a)	
M3 + CD .....					935 971,2 (a)
Glissement.....	5,3	3,4	4,0	3,9 (a)	
BL.....					1 057 187,9 (b)
Moyenne.....	5,3	3,5	2,9	3,3	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
<b>PRODUIT INTÉRIEUR BRUT</b>					
Valeur.....	6,3	2,6	0,6	0,7	
Volume.....	4,3	1,1	-0,2	0,6	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ</b>					
M1/PIB.....	26,4	26,6	27,0	28,3	
M2/PIB.....	109,5	106,9	107,2	109,0	
M2 + CD/PIB.....	111,4	108,7	109,2	110,7	
M3/PIB(c).....	183,1	185,3	191,4	197,9 (a)	
M3 + CD/PIB (c).....	184,9	187,4	193,3	199,5 (a)	
BL/PIB.....	210,6	211,5	214,9	220,6	
(a) Provisoire					
(b) Moyenne annuelle					
(c) Montant en fin de période					

## Fiche n° 4 : Allemagne

### *Délimitation des actifs financiers regroupés dans les agrégats monétaires*

Actifs libellés en deutschemarks ou en devises étrangères, détenus par les agents non financiers résidents du secteur privé et du secteur public (y compris les actifs correspondants, très faibles au demeurant, détenus par les caisses d'épargne-construction, ces dernières étant considérées comme des non-banques) et gérés par les agents financiers suivants :

- Banque centrale,
- banques commerciales (privées ou coopératives),
- caisses d'épargne,
- Poste (chèques postaux),
- banques hypothécaires,
- autres banques spécialisées.

Les dépôts des administrations publiques auprès de la Banque centrale ont toujours été considérés comme non monétaires. En conséquence, lorsqu'en janvier 1994, en contrepartie de la suppression prévue par le traité de Maastricht des crédits de trésorerie accordés par la Banque centrale à l'État fédéral, celui-ci a ouvert des comptes dans les banques commerciales, ses dépôts ont continué d'être considérés comme non monétaires, afin d'éviter une variation non significative du périmètre.

Les OPCVM monétaires, autorisés à partir d'août 1994 en application d'une directive européenne et effectivement créés en octobre 1994, font partie des agents non financiers. Leur passif n'est donc pas inclus dans les agrégats monétaires. Leurs actifs, au contraire, le sont s'ils prennent une forme monétaire.

### *Contenu des agrégats monétaires*

*M1* : billets et monnaies divisionnaires en circulation (hors encaisses des institutions de crédit mais y compris billets et monnaies détenus à l'étranger),

+ dépôts à vue mobilisables par chèques.

*M2* : M1

+ dépôts à terme d'une durée initiale inférieure à 4 ans.

*M3* : M2

+ dépôts d'épargne à préavis légal, devenus, à partir de la réforme du statut légal de ce produit en juin 1993, les dépôts à préavis d'au plus 3 mois.

#### *M3 élargi*

Du fait de l'importance des avoirs à l'étranger des résidents allemands, la Banque centrale a créé cet agrégat en 1990. Il ajoute à M3 :

à – les avoirs monétaires (dépôts à vue, livrets d'épargne à préavis d'au plus 3 mois, dépôts à terme de moins de 4 ans) déposés par des résidents allemands auprès d'établissements de crédits non résidents filiales ou succursales d'établissements de crédit résidents ;

– les certificats de dépôt et titres à moins de 2 ans de durée initiale émis par les mêmes filiales ou succursales et détenus par des résidents ;

– depuis août 1994, les parts d'OPCVM monétaires ont été ajoutées, tandis que leurs dépôts bancaires et les certificats de dépôt qu'ils détiennent en étaient retranchés pour éviter un double compte.

**Objectif de la politique monétaire**

Depuis 1988, l'objectif monétaire est exprimé par la Banque centrale sous la forme d'une fourchette de taux de croissance imposés à M3, évalués en moyenne mensuelle et désaisonnalisés, entre le quatrième trimestre de l'année précédente et celui de l'année considérée.

Pour 1995, l'augmentation de M3 doit être contenue entre 4 % et 6 %, taux incluant :

- un accroissement du PIB potentiel de l'ensemble de l'Allemagne de 2,75 %,
- une inflation comprise entre 0 % et 2 %,
- un supplément forfaitaire d'un point, reflétant le ralentissement tendanciel de la circulation monétaire,
- la prise en compte de l'excès de liquidité constaté à la fin de 1994.

En outre, pour tenir compte de la délocalisation des placements et du rapide développement des OPCVM monétaires, la Banque centrale a annoncé officiellement qu'elle suivrait l'évolution de M3 élargi.

<b>ALLEMAGNE</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de deutschemarks)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours en décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					712,1
Glissement.....		12,0	8,2	5,1	
Moyenne.....	ns	7,0	9,4	9,7	
M2 .....					1 228,4
Glissement.....	11,5	11,0	10,2	- 3,1	
Moyenne.....	ns	11,8	8,6	6,2	
M3 .....					1 871,0
Glissement.....	6,3	8,6	8,8	3,9	
Moyenne.....	ns	8,1	7,8	8,9	
Objectif (a).....	3 – 5	3,5 – 5,5	4,5 – 6,5	4 – 6	
Réalizations (a).....	5,2	9,4	7,5	5,7	
M3 ÉLARGI.....					2 184,0
Glissement.....	19,4	10,1	11,8	3,9	
Moyenne.....	20,1	9,3	10,3	9,3	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
<b>PRODUIT INTÉRIEUR BRUT (b) .....</b>					
					O = 2 708,9 E = 255,9 A = 2 964,8
Valeur.....	9,1	6,2	1,4	4,4	
Volume.....	5,0	1,8	- 1,7	2,3	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ (c)</b>					
M1/PIB.....	19,4	19,4	20,6	21,4	
M2/PIB.....	35,2	36,6	38,7	37,0	
M3/PIB.....	52,4	52,8	55,5	56,5	

Agrégats et objectifs monétaires dans les principaux pays développés

- (a) Glissement de la moyenne du dernier trimestre de l'année sous revue par rapport à la moyenne du dernier trimestre de l'année précédente.
  - (b) PIB ouest-allemand
  - (c) Moyenne annuelle/PIB en valeur pour l'Allemagne
- ns : non significatif  
O = Allemagne occidentale  
E = Allemagne orientale  
A = ensemble de l'Allemagne

## Fiche n° 5 : Royaume-Uni

### *L'agrégat-objectif M0 (en livres sterling)*

- billets et monnaies détenus par le secteur privé non bancaire et les banques,
- avoirs « opérationnels » des banques auprès de la Banque d'Angleterre (c'est-à-dire à l'exclusion des *cash ratio deposits*).

### *Les autres agrégats*

#### **Actifs et agents retenus dans la définition des agrégats**

Tous les agrégats sont constitués d'actifs en livres sterling. Ils regroupent les actifs financiers détenus par le secteur privé défini comme l'ensemble des résidents hors secteur public, banques et *building societies*. L'agrégat M3H ne répond pas à ces critères. Les agrégats M0 et M2 ne s'emboîtent pas, mais M4 inclut M2.

#### **Contenu des agrégats**

*M2 ou « retail deposits and cash » :*

- billets et monnaies en circulation,
- + dépôts bancaires de petits montants (*retail deposits*),
- + pour les « *building societies* » : toutes parts détenues ou sommes déposées chez elles par les particuliers ainsi que les parts et dépôts de personnes morales inférieurs à GBP 50 000,
- + comptes d'épargne exonérés d'impôts (*TESSA's*).

*M4 :* billets et monnaies en circulation,  
+ ensemble des dépôts auprès des banques et des *building societies* (y compris les certificats de dépôt, et tous les dépôts ou titres d'échéance initiale inférieure ou égale à cinq ans).

*M3 H*

À des fins de comparaisons avec les autres pays de l'Union européenne, un agrégat M3H a été construit. Il se compose comme suit :

- M4,
- + dépôts en devises des résidents auprès des banques et *building societies*,
- + dépôts en livres sterling et en devises des entreprises publiques auprès des banques et *building societies*.

### ***Objectifs de la politique monétaire***

Les normes de progression de l'agrégat monétaire M0, fixées en glissement annuel, doivent être respectées chaque mois d'un exercice budgétaire donné (1<sup>er</sup> avril-31 mars).

Depuis 1993, l'accent est mis principalement sur un objectif explicite de prix, l'indice hors taux hypothécaires devant fluctuer dans une fourchette annuelle de 1 % à 4 %. En outre, une fourchette de progression souhaitable pour l'agrégat M4 a été fixée.

<b>ROYAUME-UNI</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de livres sterling)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours en décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M0.....					23,3
Glissement (a).....	2,3	4,8	6,6	7,0	
Moyenne.....	3,1	2,8	5,7	6,3	
Objectif (a).....	0 – 4	0 – 4	0 – 4	0 – 4	
M2.....					411,4
Glissement.....	6,4	11,1	5,7	4,0	
Moyenne.....	9,1	11,0	5,7	4,0	
M4.....					569,2
Glissement.....	5,8	3,5	5,3	4,1	
Moyenne.....	5,9	3,1	5,1	4,1	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT (b) .....					668,1 (d)
Valeur.....	3,7	4,0	5,4 (d)	6,0 (d)	
Volume.....	-2,5	-0,5	2,0	3,9 (d)	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ (c)</b>					
M2/PIB.....	48,2	63,4 (d)	63,0	61,6	
M4/PIB.....	87,3	87,9	87,1	85,2	
(a) Depuis le budget 1985/1986, l'objectif de croissance est calculé en glissement annuel, mois par mois, durant toute la durée de l'exercice (mars à avril). (b) Au prix du marché (c) Moyenne annuelle/PIB en valeur (d) Estimation					

**Fiche n° 6 : Italie*****Actifs et agents retenus dans la définition des agrégats monétaires***

Avoirs en lires et en devises des résidents du « secteur non étatique » (c'est-à-dire : ménages, entreprises, compagnies d'assurance, administrations et régies locales, instituts de prévoyance), détenus auprès de la Banque d'Italie, du Trésor, de l'Administration postale et des établissements de crédit (banques, caisses d'épargne, caisses rurales et artisanales).

***Contenu des agrégats*****Agrégats monétaires**

*M1* : billets et monnaies,  
 + dépôts spontanés auprès de la Banque d'Italie (détenus par des organismes de prévoyance),  
 + comptes courants auprès du Trésor des Instituts de prévoyance administrés par le Trésor même,  
 + comptes courants de résidents auprès des établissements de crédit en lires, en devises,  
 + comptes courants auprès de l'Administration postale,  
 + chèques circulaires.

*M2* : *M1*  
 + dépôts de résidents en lires auprès des établissements de crédit : dépôts d'épargne (libres ou à terme), certificats de dépôt,  
 + dépôts auprès de l'Administration postale : livrets d'épargne.

*M2 étendu* :

*M2*  
 + dépôts de résidents auprès des filiales étrangères de banques italiennes.

*Actifs liquides* :

*M2*  
 + bons du Trésor,  
 + acceptations bancaires,  
 + bons d'épargne de la Poste,  
 + titres mis en pension par les banques (rémérés),  
 + certificats de dépôt émis par les instituts de crédit spécialisés.

**Agrégats de crédit**

Le crédit intérieur total regroupe les deux agrégats suivants :

- le crédit au secteur non étatique résident (souvent dénommé « crédit au secteur privé »), constitué des éléments suivants :
  - . prêts en lires et en devises des établissements de crédit,
  - . prêts des instituts de crédit spécialisés,
  - . titres pris en pension par les établissements de crédit auprès de leur clientèle,
  - . obligations émises par les entreprises ;
- le besoin de financement interne net de l'État.

### *Objectifs de la politique monétaire*

L'objectif « intermédiaire » de la politique monétaire est M2. Les normes retenues pour cet agrégat sont annoncées sous forme de fourchette, indiquant, depuis 1992, la croissance du quatrième trimestre de l'année  $n + 1$  sur le quatrième trimestre de l'année  $n$  (il s'agissait auparavant de la croissance en glissement de décembre à décembre). Toutefois, pour l'année 1995, la Banque d'Italie n'a pas rendu publique une fourchette de progression, mais a indiqué que l'objectif assigné à M2 est de 5 % « en cours d'année », sans préciser la méthode de calcul.

Par ailleurs, les autorités publient plusieurs prévisions associées.

– L'une concerne le crédit au secteur privé (ou : crédit au secteur non étatique) devenu simple prévision (et non plus objectif) à partir de 1992.

– La deuxième porte sur le crédit intérieur total (CIT), somme de l'objectif retenu pour le crédit au secteur privé et de l'estimation du besoin de financement interne du Trésor qui découle du budget. L'indication d'un taux de croissance du CIT n'a plus véritablement valeur d'objectif, alors que ce fut le cas de 1974 jusqu'au milieu des années quatre-vingt.

– De même, à l'objectif fixé pour M2 est associée une estimation de la croissance des actifs financiers totaux du secteur privé (hors actions, et hors actifs détenus sur l'étranger), qui doit permettre, compte tenu notamment du placement de titres publics sur le marché, le respect de la norme retenue pour l'agrégat M2.

– Afin de renforcer le suivi des agrégats après la suspension de la participation de la lire au mécanisme de change européen, la Banque d'Italie a publié un taux indicatif moyen de progression du crédit bancaire aux résidents. Ce taux a été fixé à 8 % pour la période de novembre 1992 à mars 1993, mais n'a pas été reconduit par la suite.

<b>ITALIE</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de liras)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours en décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					595 540
Glissement (a) .....	11,4	1,4	6,1	3,0	
Moyenne.....	10,5	-1,4	4,7		
M2 .....					1 008 681
Glissement					
– Objectifs .....	5 – 8 (a)	5 – 7 (b)	5 – 7 (b)	5 à 7 (b)	
– Réalisations.....	9,5 (a)	6,0 (b)	7,9 (b)	2,8 (b)	
Moyenne.....	9,1	4,5	1,3		
ACTIFS LIQUIDES.....					1 622 835
Glissement.....	11,6	10,9	2,7	2,1	
<b>AGRÉGATS DE CRÉDIT</b>					
CRÉDIT INTÉRIEUR TOTAL.....					2 897 105
Glissement.....	12,7	9,7	6,4	5,2	
CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ.....					1 043 127
Glissement.....	14,0	7,0	1,7	0,5	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT.....					1 659 839 (c)
Valeur.....	8,9	5,2	3,7	5,9	
Volume.....	1,3	0,9	-0,7	2,3	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ</b>					
M1/PIB.....	31,5	32,0	32,3	36,0 (e)	
M2/PIB.....	54,0	55,2	57,1	61,0 (e)	
Actifs liquides/PIB.....	88,5	94,2	99,0	98,2 (e)	
(a) Variation décembre/décembre de l'année précédente					
(b) Variation quatrième trimestre/quatrième trimestre de l'année précédente					
(c) Estimations					

## Fiche n° 7 : Espagne

### *Actifs et agents retenus dans la définition des agrégats*

Actifs liquides, y compris les dépôts en devises, détenus par le secteur privé résident et les établissements publics industriels et commerciaux auprès du secteur financier résident (Banque d'Espagne, instituts de crédit publics, banques, caisses d'épargne, sociétés de crédit hypothécaires et institutions financières spécialisées).

### *Contenu des agrégats*

#### **Agrégats monétaires**

*M1* : billets et monnaies en circulation  
+ dépôts à vue, y compris ceux détenus par les établissements publics.

*M2* : *M1*  
+ dépôts d'épargne (comptes sur livret).

*M3* : *M2*  
+ dépôts à terme, y compris ceux détenus par les établissements publics,  
+ dépôts en monnaie étrangère,  
+ certificats de dépôt,  
+ opérations de réméré,  
+ obligations à moyen terme (3-6 ans) émises par les banques.

*ALP (actifs liquides détenus par le public) :*

*M3*  
+ obligations à moyen terme émises par les sociétés de crédit hypothécaires et diverses institutions financières publiques,  
+ autres passifs liquides du système bancaire (dépôts d'épargne liés à des opérations d'assurance),  
+ passifs liquides des marchés monétaires (titres publics à court terme, avals et endos sur billets de trésorerie).

*ALP2* : *ALP*  
+ billets de trésorerie.

#### **Agrégats de crédit**

– La Banque d'Espagne suit l'évolution du crédit intérieur aux entreprises et aux ménages, constitué des financements octroyés à ces agents par les établissements de crédit résidents et le marché monétaire domestique.

– Elle suit également l'évolution du crédit intérieur aux administrations publiques, qui répond aux mêmes critères.

– La somme de ces deux agrégats constitue le crédit intérieur total.

**Objectifs de la politique monétaire**

Les objectifs sont établis sous la forme de fourchette, indiquant la croissance en glissement de décembre à décembre. Ils concernent M3 et ALP.

Par ailleurs, l'Institut d'émission établit des prévisions de croissance annuelle pour ALP2 et pour les agrégats de crédit.

Toutefois, à partir de 1995, la Banque d'Espagne s'est fixé un objectif direct en termes d'inflation et a renoncé à poursuivre un objectif intermédiaire précis. Cependant, le taux de croissance des agrégats de monnaie continuera à être un des indicateurs privilégiés pour la politique monétaire. Ainsi, un taux de croissance à long terme de l'agrégat large ALP inférieur à 8 % sera considéré comme compatible avec la cible d'inflation, sans que les dépassements, dans le court terme, soient nécessairement considérés comme l'indice d'un accroissement des tensions inflationnistes.

<b>ESPAGNE</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de pesetas)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					16 783,0
Glissement (a) .....	13,5	-1,7	4,0	7,7	
M2 .....					27 987,0
Glissement.....	12,9	-0,3	5,0	7,3	
M3 .....					61 953,0
Glissement.....	11,3	4,3	8,2	8,2	
Objectif.....	-	7 – 11	4 – 7	(b)	
ALP .....					67 749,0
Glissement.....	10,8	5,2	8,6	8,2	
Objectif.....	7 – 11	8 – 9	4,5 – 7,5	3 à 7	
ALP2 .....					68 841,0
Glissement.....	10,8	5,0	7,5	7,6	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
<b>PRODUIT INTÉRIEUR BRUT.....</b>					
Valeur.....	9,4	7,4	3,6	5,8	64 482,6 (c)
Volume.....	2,2	0,8	-1,0	2,0	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ</b>					
M3/PIB.....	87,5	87,1	90,3	96,1	
ALP/PIB.....	100,7	94,3	98,3	105,1	
(a) Glissement annuel en décembre					
(b) Pas d'objectif défini dans le cadre annuel (5 % à moyen terme)					
(c) Estimation					

## Fiche n° 8 : Pays-Bas

### *Délimitation des actifs financiers regroupés dans les agrégats monétaires*

Actifs libellés en florins ou en devises étrangères, détenus par les agents non financiers résidents à l'exclusion de l'État et gérés par les agents financiers suivants :

- Banque centrale,
- banques commerciales,
- banques de crédit agricole,
- établissements de crédit sur garantie,
- Poste (chèques postaux).

### *Contenu des agrégats monétaires*

*M1* : billets et monnaies divisionnaires en circulation détenus par les résidents et les non-résidents,  
+ dépôts à vue détenus par les agents non financiers résidents autres que l'État.

*Quasi-monnaie* :

dettes des banques d'une échéance initiale inférieure ou égale à 2 ans sous la forme de dépôts à terme, de dépôts en devises, de dépôts d'épargne détenus par des agents non financiers autres que l'État, ainsi que de certificats de dépôt et de bons de caisse au porteur.

*M2* : *M1*  
+ quasi-monnaie  
– dépôts d'épargne.

*M3* : *M1*  
+ quasi-monnaie.

### *Objectif de la politique monétaire*

Il n'est fixé aucun objectif intermédiaire exprimé en termes de normes de croissance d'un agrégat monétaire.

L'objectif de la politique monétaire est la stabilité du taux de change liant le florin au deutschemark.

<b>PAYS-BAS</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de florins)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 3 <sup>e</sup> trimestre (variation)	1994 (encours)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					152,8
Glissement .....	4,1	4,4	10,8	5,3	
Moyenne .....	3,8	5,3	7,8	6,8	
M2 .....					279,5
Glissement .....	14,3	7,2	8,5	3,3	
Moyenne .....	3,1	13,9	7,7	4,1	
M3 .....					477,0
Glissement .....	0,7	17,1	7,7	4,3	
Moyenne .....	3,3	11,0	10,4	5,0	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
<b>PRODUIT INTÉRIEUR BRUT .....</b>					
Valeur .....	5,0	3,9	1,8	4,4	598,6
Volume .....	2,1	1,4	0,2	2,5	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ</b>					
M1/PIB .....	23,2	23,5	25,2	25,5	
M2/PIB .....	45,3	49,7	47,3	46,7	
M3/PIB .....	68,5	73,2	79,9	79,7	

## Fiche n° 9 : Belgique

### *Délimitation des actifs monétaires*

Actifs, libellés en francs belges, détenus par des agents non financiers résidents du secteur privé et du secteur public, et gérés par les intermédiaires financiers nationaux :

- Banque centrale,
- banques (y compris les succursales à l'étranger pour leurs opérations avec les résidents belges),
- organismes publics monétaires (Office des chèques postaux, Crédit communal),
- sociétés publiques de logement.

### *Contenu des agrégats monétaires*

*M1* : billets et monnaies divisionnaires hors encaisse des intermédiaires financiers,  
+ dépôts à vue des organismes financiers nationaux.

*M3* : *M1*  
+ autres actifs à un an et plus d'échéance initiale détenus auprès des intermédiaires financiers nationaux.

*M4* : *M3*  
+ certificats et billets de trésorerie détenus par les sociétés et les particuliers.

### *Objectif de la politique monétaire*

Il n'est fait aucun usage d'agrégats monétaires comme objectifs intermédiaires, ni dans la détermination de la politique monétaire à moyen terme, ni dans le choix des interventions à court terme.

L'objectif de la politique monétaire est exprimé en termes de taux de change. Auparavant fixé par référence à la grille de parités en vigueur dans le SME, il a été précisé par la décision gouvernementale prise en juin 1990 de lier étroitement le franc belge au deutschemark.

<b>BELGIQUE</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de francs belges)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 1 <sup>er</sup> semestre (variation)	fin 1994 (encours)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					1 560,7
Glissement .....	–	1,5	7,3	5,2	
Moyenne .....	2,7	2,1	3,6	9,7	
M3 .....					7 086,8
Glissement .....	–	1,1	13,0	3,9	
Moyenne .....	3,2	8,1	13,1	9,0	
M4 .....					7 188,1
Glissement .....	–	1,1	12,6	5,8	
Moyenne .....	5,8	8,8	13,0		
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
<b>PRODUIT INTÉRIEUR BRUT .....</b>					
Valeur .....	4,5	4,9	2,6	4,6	7 621,0
Volume .....	1,8	1,4	- 1,3	2,3	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ</b>					
M1/PIB .....	19,9	19,4	19,4	21,4	
M3/PIB .....	82,6	85,2	93,0	36,9	
M4/PIB .....	84,7	87,9	94,2	65,9	

**Fiche n° 10 : Suisse**<sup>1</sup>***Délimitation des actifs financiers regroupés dans les agrégats monétaires***

Actifs libellés en francs suisses, détenus par les agents non financiers résidents du secteur privé et du secteur public<sup>2</sup> et gérés par les agents financiers suivants :

- Banque centrale,
- banques commerciales,
- Poste (chèques postaux).

***Contenu des agrégats monétaires***

*Monnaie de banque centrale ajustée*<sup>3</sup> :

billets en circulation et comptes de virements des banques et sociétés financières en Suisse à l'Institut d'émission, déduction faite des crédits de refinancement accordés en vue des échéances mensuelles.

*Monnaie de banque centrale désaisonnalisée*<sup>3</sup> :

encours désaisonnalisé des billets en circulation et des comptes de virements des banques et sociétés financières en Suisse à l'Institut d'émission.

*M1*<sup>4</sup> : billets et monnaies divisionnaires en circulation (hors encaisses des banques),  
+ dépôts à vue en francs suisses mobilisables par chèques.

*M2*<sup>4</sup> : M1  
+ dépôts à terme en francs suisses.

*M3*<sup>4</sup> : M2  
+ dépôts d'épargne<sup>5</sup>.

***Objectifs de la politique monétaire***

De 1979 à 1988 inclus, l'objectif de la politique monétaire suisse a porté sur l'agrégat « monnaie de banque centrale ajustée ». Il s'agissait d'une norme unique de progression (en 1988 : + 3 %), calculée en moyenne annuelle sur douze points.

Depuis janvier 1989, l'agrégat de référence est la « monnaie centrale désaisonnalisée », l'objectif (+ 2 % en 1990) portant sur la progression entre le quatrième trimestre de l'année précédente et le quatrième trimestre de l'année considérée. À partir de 1991, la Banque nationale suisse a préféré fixer un objectif à moyen terme à son agrégat de référence (une croissance de 1 % en moyenne annuelle sur une période de 3 à 5 ans) en retenant le volume de la monnaie centrale au quatrième trimestre de 1989 comme point de départ du sentier de croissance à moyen terme.

<sup>1</sup> Depuis décembre 1994, les statistiques monétaires suisses englobent celles de la principauté du Liechtenstein (un accord monétaire lie les deux États depuis le 19 juin 1980).

<sup>2</sup> À l'exception de l'État confédéral

<sup>3</sup> Montants établis en moyenne des valeurs journalières

<sup>4</sup> Montants établis en fin de mois

<sup>5</sup> Livrets et carnets de dépôts

<b>SUISSE</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de francs suisses)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					90,9
Glissement (a) .....	-1,0	2,3	7,0	5,0	
Moyenne.....	1,2	-0,1	9,3	5,8	
M2 .....					192,5
Glissement.....	0,4	-2,2	-8,1	1,4	
Moyenne.....	3,2	0,5	-7,9	-1,9	
M3 .....					432,4
Glissement.....	2,9	2,5	6,3	3,4	
Moyenne.....	3,2	2,8	4,8	5,6	
<b>MONNAIE CENTRALE DÉSAISONNALISÉ</b>					
Glissement.....	1,0	-0,7	2,4	0,3	
Moyenne.....	1,4	-1,0	2,8	0,6	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
<b>PRODUIT INTÉRIEUR BRUT.....</b>					
Valeur.....	5,4	2,3	1,3	3,8	356,2
Volume.....	0,0	-0,3	-0,9	2,2	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ (b)</b>					
M1/PIB .....	22,6	22,0	23,6	24,2	
M2/PIB .....	63,1	61,9	56,0	53,3	
M3/PIB .....	112,9	113,1	116,5	119,3	
(a) Moyenne annuelle					
(b) Montant annuel					