

Sources et mécanismes de la création de monnaie dans le cadre de l'Eurosystème

Dans la zone euro, comme dans toute zone monétaire, l'identification des sources et mécanismes de la création monétaire s'articule autour de trois pôles inséparables :

- *un instrument d'évaluation de la quantité de monnaie en circulation : les bilans comptables des institutions habilitées à la créer et la gérer;*
- *une définition de la monnaie : les agrégats monétaires ;*
- *la relation entre la masse monétaire et les autres dettes et créances du secteur créateur de monnaie : M3 et ses contreparties.*

Depuis l'instauration de la politique monétaire unique, l'analyse de la création monétaire dans la zone euro n'est pertinente que dans ce cadre.

Marc-Antoine KLEINPETER
*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Analyses et Statistiques monétaires*

1. Le bilan consolidé des institutions financières monétaires

L'évaluation de la masse monétaire dans la zone euro est effectuée à partir des bilans des institutions financières monétaires résidentes (IFM), qui constituent le secteur créateur de monnaie. Définie de façon homogène sur l'ensemble de la zone euro, la population des IFM comprend principalement les banques centrales nationales, les établissements de crédit, mais aussi d'autres institutions comme les OPCVM monétaires.

Les bilans comptables de ces institutions sont retraités afin de dégager les relations financières entre les IFM et les autres agents de l'économie qui forment le secteur détenteur de monnaie. Ceci implique de consolider les opérations entre IFM. Par exemple, le dépôt d'une banque auprès d'une autre banque n'entre pas dans la définition de la monnaie, et le crédit d'une banque à une autre banque ne crée pas de monnaie.

2. Les agrégats monétaires

La création monétaire est mesurée au travers de la croissance d'un agrégat large, M3, qui regroupe certains engagements des IFM, c'est-à-dire certains postes de leur passif, vis-à-vis des autres agents résidents (non-IFM) :

- des engagements utilisables comme moyens de paiement : dépôts à vue et monnaie fiduciaire, regroupés dans l'agrégat étroit M1 ;
- des engagements représentatifs de dépôts transformables rapidement et sans coût en moyens de paiement (en France essentiellement les livrets) et les engagements de court terme (à moins de deux ans), c'est-à-dire dont la transformation en moyens de paiement est stipulée à échéance du contrat (dépôts à terme) ; ces engagements sont regroupés dans l'agrégat M2 – M1 ;
- des instruments négociables émis à court terme (titres d'OPCVM monétaires, pensions, instruments du marché monétaire, autres titres de créances à moins de deux ans). Ces engagements sont regroupés dans l'agrégat M3 – M2.

La monnaie au sens large recouvre ainsi des actifs dont le degré de liquidité est variable : certains permettent l'achat immédiat des biens et services (monnaie fiduciaire, dépôts à vue) ; d'autres sont plus proches d'une utilisation comme réserve de valeur (dépôts remboursables avec un préavis ou à échéance) ou s'apparentent à des actifs financiers (instruments du marché monétaire, titres d'OPCVM monétaires), à ceci près qu'ils sont aisément mobilisables (transformables en moyens de paiement) et ne comportent pas ou peu de risque en capital.

L'interprétation de la progression de la masse monétaire implique une évaluation des déterminants de la demande de monnaie, c'est-à-dire des motifs pour lesquels les agents économiques détiennent des actifs monétaires plutôt que d'autres (valeurs mobilières, contrats d'assurance-vie, etc.). Les taux d'intérêt, par exemple, sont un déterminant classique de la demande de dépôts à vue : si les taux sont faibles, l'incitation à réallouer les montants placés sur les dépôts à vue vers les placements rémunérés se réduit. Les dépôts à vue jouent alors davantage un rôle de réserve de valeur : de faibles taux d'intérêt réduisent le « coût d'opportunité » de leur détention, c'est-à-dire le coût qu'il y a à laisser sur des dépôts à vue des sommes qui pourraient être affectées à des produits rémunérés à des taux proches des taux de marché. Ainsi, dans la zone euro, la faiblesse des taux d'intérêt nominaux et réels à court terme depuis le début de l'année 1999 s'accompagne d'une croissance très soutenue des dépôts à vue (près de 14 %, en rythme annuel, en novembre 1999).

3. Les contreparties de la masse monétaire M3

Les autres engagements des IFM vis-à-vis des non-IFM (les autres postes de leur passif) peuvent être regroupés en deux catégories : les engagements auprès des non-résidents (l'extérieur) et les ressources non monétaires des IFM.

La première catégorie fait intervenir les relations entre les résidents de la zone euro et le reste du monde. Par exemple, si l'entreprise Renault ponctionne sa liquidité pour acquérir les titres de l'entreprise japonaise Nissan, sa banque enregistre à son bilan une diminution des actifs monétaires (au passif du bilan IFM la diminution des dépôts de Renault) et une augmentation des exigibilités vis-à-vis des non-résidents (les titres Nissan détenus par l'entreprise Renault ont pour contrepartie un engagement de sa banque envers les non-résidents auprès desquels Renault a acquis ses titres).

La seconde catégorie recouvre essentiellement :

- les titres longs (obligations émises par les IFM) ;
- les dépôts à plus de deux ans ;
- le capital et les réserves.

Une augmentation de ce type de ressources non monétaires au passif des IFM signifie que leurs créances sont, en proportion, moins adossées à de la monnaie.

À l'actif du bilan des IFM sont inscrites leurs créances sur les non-IFM. Celles-ci se subdivisent en deux grands postes :

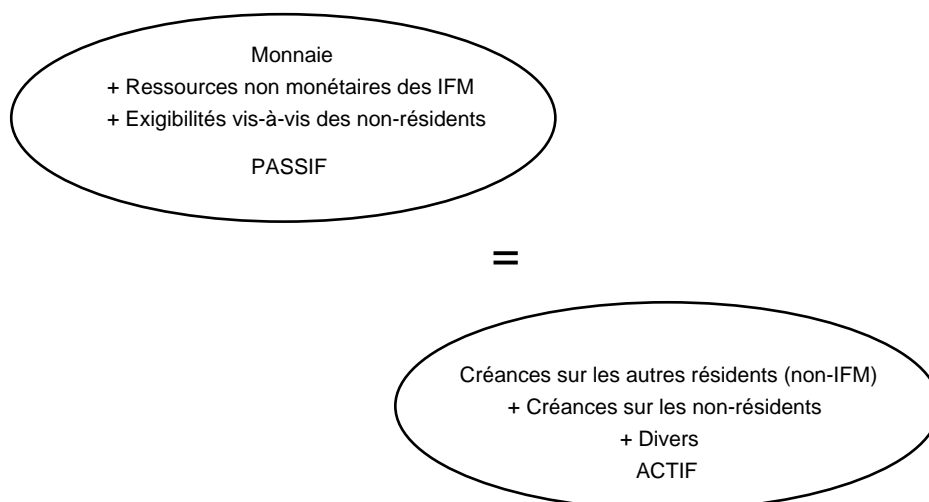
- leurs créances sur les non-résidents ;
- leurs créances sur les autres résidents de la zone euro. Il s'agit des crédits accordés par les IFM au secteur public (administrations publiques locales et de Sécurité sociale) et au secteur privé (entreprises, ménages, etc.), ainsi que des titres acquis par les IFM et émis par les non-IFM (essentiellement les entreprises et les administrations publiques). L'accroissement de la masse monétaire peut alors procéder du circuit traditionnel crédit-dépôt : le crédit accordé par une banque se traduit par une mise à disposition de l'emprunteur d'une quantité de monnaie, elle-même enregistrée sous forme de dépôt à vue, le bilan global des IFM s'accroissant ainsi de manière égale à l'actif et au passif. Les établissements de crédit peuvent également créer de la monnaie lorsqu'ils achètent des titres au secteur détenteur de monnaie ¹.

Enfin, il faut aussi signaler, à l'actif des IFM, un poste d'importance moindre, la contrepartie « Divers ». Celle-ci est plus délicate à analyser, ne serait-ce que parce qu'elle est le point d'ajustement statistique. Elle peut recouvrir cependant des opérations qui, du point de vue de la création monétaire, sont significatives. Ainsi, l'acquisition par une IFM d'un actif immobilier pour son compte propre auprès d'un agent non financier est enregistrée sur cette ligne, en contrepartie d'un accroissement de la monnaie au passif des IFM.

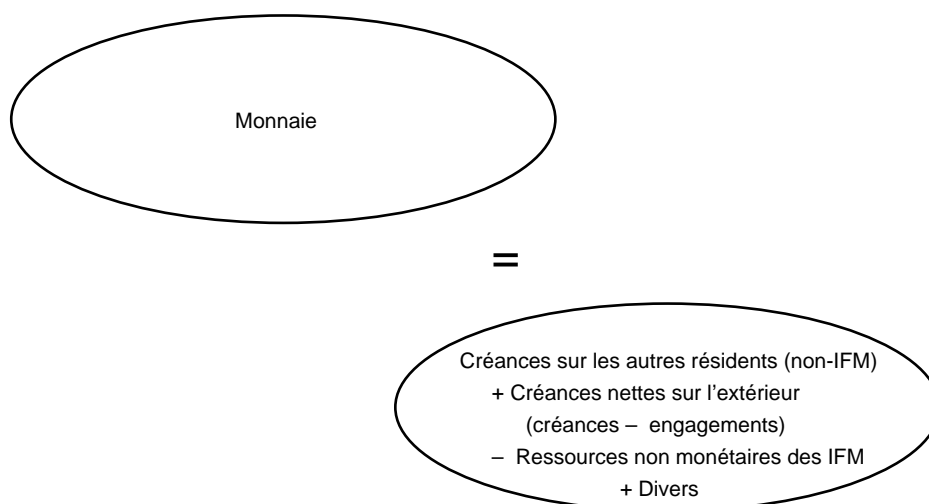
¹ Cependant, l'accroissement des crédits ou des titres n'est pas nécessairement créateur de monnaie. Pour reprendre l'exemple de l'entreprise Renault, si les titres Nissan sont achetés non pas par ponction sur la trésorerie de Renault, mais par un crédit octroyé à l'entreprise par sa banque, alors cet accroissement de crédit s'accompagnera *in fine* d'une augmentation des engagements des IFM auprès des non-résidents.

L'analyse des contreparties de la masse monétaire fournit un moyen synthétique d'apprécier les mécanismes de la création monétaire. L'opération consiste simplement à isoler la monnaie au sein du bilan des IFM.

Ainsi, l'égalité comptable :



se traduit aussi par :



En novembre 1999, le bilan consolidé des IFM de la zone euro, après retraitement, se présentait comme suit.

<i>(en milliards d'euros)</i>			
Monnaie	4 689	Créances sur les résidents (C)	8 172
		Créances nettes sur l'extérieur (E)	269
		Ressources non monétaires (R)	- 3 679
		Divers	- 73
Total	4 689	Total	4 689

Source : Banque centrale européenne

En négligeant le poste « Divers », la croissance de la masse monétaire peut alors être décomposée selon ses trois grandes contreparties : les créances sur les résidents (C), l'extérieur (E) et les ressources non monétaires (R).

Puisque $M = C + E + R$ (R étant pris ici dans son sens algébrique puisqu'il est négatif), le taux de croissance de la monnaie (le rapport entre son augmentation dM entre deux dates et l'encours M au début de période, c'est-à-dire dM/M) est alors égal à la moyenne pondérée des taux de croissance de ses trois contreparties :

$$dM/M = dC/C * (C/M) + dE/E * (E/M) + dR/R * (R/M)$$

Le calcul des contributions à la croissance de la masse monétaire illustre alors l'influence de chacun de ces termes.

Ainsi, sur les deux derniers mois disponibles, les sources de la croissance de l'agrégat monétaire M3 se décomposent comme suit.

	Octobre 1999	Novembre 1999
Taux de croissance annuel de M3 en %	5,8	6,2
Contribution à la variation de M3 en points (« - » = diminution)		
<i>Créances sur les agents non IFM</i>	13,8	14,6
<i>Créances nettes sur l'extérieur</i>	- 4,6	- 4,5
<i>Ressources non monétaires</i>	- 5,0	- 5,6
<i>Divers</i>	1,6	1,8

Source : Banque centrale européenne (calculs Banque de France)

4. Analyse de la création monétaire

Dans le cadre du SEBC et de la politique monétaire unique, le bouclage entre monnaie et contreparties n'est pertinent que pour l'ensemble de la zone euro.

Par exemple, les résidents français effectuent leurs placements monétaires et obtiennent leurs financements non seulement auprès des IFM résidant en France mais aussi auprès de leurs homologues de la zone euro. Les opérations monétaires transfrontalières demeurent aujourd'hui peu importantes, lorsqu'elles ont comme support des dépôts ou des crédits. Elles le sont davantage lorsqu'elles prennent la forme d'émissions et d'achats de titres (certificats de dépôt, titres d'OPCVM monétaires). Au fur et à mesure de l'intégration des marchés et des systèmes financiers, les avoirs des résidents français dans les autres pays de la zone euro et les avoirs des autres résidents de la zone euro en France devraient s'accroître.

Il apparaît que les anciens agrégats monétaires nationaux ne sont pas adaptés à la mesure de ce phénomène et que l'analyse des évolutions monétaires dans le contexte de la politique monétaire unique ne peut donc valablement s'effectuer que dans la zone euro prise comme un tout. Ce constat ne pourra qu'être renforcé à partir de 2002, lorsque les mêmes billets et pièces de monnaie circuleront dans l'ensemble de la zone.

Il n'en demeure pas moins que l'on peut suivre et commenter des divergences importantes entre pays de la zone euro dans l'évolution de certains instruments monétaires, tels les dépôts à vue, ou des principales contreparties comme les crédits (cf. *Tendances monétaires et financières* de juillet 1999)¹ ou les opérations avec l'extérieur (cf. article intitulé « L'impact des opérations avec l'extérieur sur la création monétaire dans la zone euro » paru dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 69 de septembre 1999), en relation avec les spécificités monétaires économiques ou structurelles nationales.

Ainsi, la forte croissance des crédits au secteur privé dans la zone euro (de l'ordre de 10 % par an) recouvre une grande hétérogénéité par pays, avec des taux de progression annuels allant de 5 % (Belgique, France) à plus de 30 % (Irlande, Portugal). De même, si, en 1998, les opérations avec l'extérieur ont globalement exercé un impact restrictif sur la croissance de M3 dans la zone euro, elles ont, dans le même temps, contribué à créer de la monnaie en France et à en détruire en Allemagne.

¹ Consultable sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr/fr/actu/main.htm)