

# L'analyse des agrégats élargis de monnaie et de crédit : l'expérience de la Banque de France

*Afin d'atteindre l'objectif final de stabilité des prix avant la phase III de l'Union économique et monétaire, la Banque de France a poursuivi pendant de nombreuses années deux objectifs intermédiaires, à savoir la stabilité du franc au sein du mécanisme de change du Système monétaire européen et une norme de croissance pour un agrégat monétaire. L'annonce d'une norme de croissance monétaire, qui a constitué, depuis 1977, un élément-clé de la politique monétaire française, repose sur l'hypothèse d'une relation stable et prévisible entre, d'une part, les instruments de politique monétaire et l'objectif intermédiaire et, d'autre part, entre l'objectif intermédiaire et l'objectif final de stabilité des prix.*

*Cependant, comme dans de nombreux pays, ces deux liens se sont distendus en France dans les années quatre-vingt :*

- *avec la suppression, depuis 1987, de l'encadrement du crédit et l'adoption d'une politique de taux d'intérêt, les impulsions de politique monétaire ne se sont plus transmises uniquement par le biais des intermédiaires financiers ; elles se propagent également au travers des marchés de capitaux et influencent le comportement des agents économiques via leurs choix de portefeuille ;*
- *à partir du milieu des années quatre-vingt, l'innovation financière, conjuguée avec le développement, la libéralisation des mouvements de capitaux et l'ouverture et l'interpénétration des marchés ont élargi l'éventail des instruments disponibles en matière de financement et de placement, ainsi que les possibilités d'arbitrage au sein des actifs et des passifs financiers des agents financiers et non financiers.*

*Dès lors, les notions de monnaie et de création monétaire sont devenues transitoirement plus difficiles à identifier et à contrôler. La frontière entre monnaie et titres s'est brouillée. Il a donc été nécessaire de redéfinir les agrégats monétaires et, simultanément, d'étendre l'analyse aux flux financiers, et de suivre, par le biais d'un agrégat d'endettement intérieur total (EIT), l'évolution de l'ensemble des financements, intérieurs et extérieurs. L'élaboration d'un tableau des financements et des placements (TFP) répond également à la nécessité d'une analyse monétaire exhaustive.*

*Néanmoins, ces évolutions n'ont pas remis en question la nécessité d'annoncer un objectif fondé sur un agrégat monétaire. Même si la relation à court terme entre croissance des agrégats monétaires et inflation est devenue moins rigide, la relation fondamentale à long terme entre quantité de monnaie et niveau des prix subsiste. Par conséquent, la Banque de France a modifié sa stratégie initiale à certains égards, mais pas ses principales caractéristiques.*

---

NB : Cet article a été présenté dans une version étendue au séminaire « *Monetary analysis : tools and applications* » organisé par la Banque centrale européenne en novembre 2000 ; il peut être consulté, en version anglaise, sur le site Internet de la BCE ([http : //www.ecb.int](http://www.ecb.int))

*Les agrégats élargis de monnaie et de crédit développés par la Banque de France sont présentés en détail dans la première partie de cet article. La deuxième partie porte sur deux études de cas qui indiquent la manière dont ces agrégats élargis ont été intégrés en pratique dans l'analyse de la Banque de France. La troisième partie conclut dans une perspective européenne et tire de l'expérience française certaines leçons pour l'analyse monétaire dans la zone euro.*

Françoise DRUMETZ  
Ivan ODONNAT

*Direction générale des Études et des Relations internationales  
Service d'Études sur la Politique monétaire  
Service d'Études sur les Économies étrangères*

## 1. Les agrégats de monnaie et de crédit développés par la Banque de France

Au cours des années quatre-vingt, la mondialisation des marchés de capitaux et la vague d'innovations financières ont créé de nouveaux défis pour la définition et la conduite de la politique monétaire. Afin d'y faire face, la Banque de France a développé une large gamme d'agrégats, de monnaie et de crédit, destinés à fournir des informations significatives et exhaustives sur le comportement des résidents français en matière de placement financier et d'emprunt, tout en tenant compte de la complexité croissante des stratégies de placement financier et des interactions entre les différents compartiments des marchés de capitaux. Cette série d'indicateurs comprenait, d'une part, les agrégats de monnaie et de placement jusqu'en 1998 et, d'autre part, l'endettement intérieur total (EIT) et le tableau des financements et des placements (TFP) qui font encore partie des indicateurs nationaux utilisés dans le cadre de la politique monétaire unique.

### 1.1. Les agrégats de monnaie

En 1986, les agrégats monétaires ont été modifiés pour tenir compte des changements de comportement dus à l'introduction d'instruments négociables sur le marché monétaire et au développement des OPCVM monétaires. En particulier, ces derniers ont été intégrés au secteur national détenteur de monnaie. En conséquence, les passifs monétaires détenus par les OPCVM monétaires ont été incorporés aux différents agrégats de monnaie nationaux (dépôts à vue dans M1, avoirs libellés en devises étrangères, pensions, dépôts à terme et titres à court terme émis par les établissements de crédit dans M3 – M2, bons du Trésor et billets de trésorerie dans M4 – M3).

D'un point de vue économétrique, l'intégration des OPCVM monétaires au secteur détenteur de monnaie a conféré une plus grande stabilité à l'élasticité-revenu de la demande de monnaie. Cependant, à partir des mêmes données, l'hypothèse d'élasticité-revenu unitaire pour M1 a été rejetée, tout comme la cointégration entre monnaie au sens large, production et taux d'intérêt. De plus, un traitement de ce type était susceptible d'accroître l'instabilité des agrégats monétaires dans la mesure où une modification du comportement des gestionnaires de portefeuille pouvait entraîner des variations importantes des agrégats monétaires, indépendamment de la liquidité des titres d'OPCVM monétaires. En outre, il ne rendait pas compte du rôle spécifique des OPCVM monétaires dans le processus de création monétaire.

En effet, les OPCVM monétaires créent de la monnaie, bien que ce soit d'une manière différente des établissements de crédit. Ils n'accordent pas de prêts aux agents non financiers mais achètent des titres émis ou détenus par ces derniers, en contrepartie de l'émission de titres d'OPCVM monétaires, qui sont convertibles à tout moment et sans perte en capital, le risque étant supporté en pratique par un conservateur (établissement de crédit ou société d'assurance).

Ainsi, à compter de 1991, les OPCVM monétaires ont été considérés comme faisant partie du secteur français créateur de monnaie, ce choix s'accompagnant d'une clarification et d'un renforcement de leur définition ainsi que d'une amélioration du champ statistique couvert.

En vertu de la définition précédente (aux termes de laquelle les OPCVM monétaires faisaient partie du secteur détenteur de monnaie), la vitesse de circulation de M3 présentait, à la fin des années soixante-dix, une rupture de tendance qui n'était liée à aucun phénomène économique évident. À l'inverse, la nouvelle définition a fait apparaître les éléments suivants :

- une rupture de tendance affectant la vitesse de circulation de M3 (tout comme celles de M1 et M2) au milieu des années quatre-vingt, en liaison avec le processus de diffusion des titres d'OPCVM monétaires ;
- une élasticité unitaire par rapport au revenu dans le cas de M1, qui tient compte de la rupture de tendance ;
- une relation de cointégration entre le PIB et M1, M2 ou M3, bien que seule la vitesse de circulation de M1 soit apparue incontestablement stationnaire (avec une tendance coudée).

Selon la définition adoptée en 1991, les agrégats monétaires étaient composés des moyens de paiement détenus par les résidents non financiers et de leurs portefeuilles d'actifs financiers pouvant être aisément et rapidement convertis en moyens de paiement, sans risque important de perte de capital (cf. tableau ci-après pour la ventilation par instruments des agrégats monétaires français durant la phase II de l'UEM).

Outre les moyens de paiement utilisés en France (M1) et les livrets d'épargne assortis d'un taux d'intérêt réglementé (M2 – M1), l'agrégat monétaire large M3 incluait des instruments non négociables et négociables, toutes devises confondues, y compris les titres d'OPCVM monétaires et les instruments du marché monétaire émis par les institutions financières et détenus par les agents non financiers résidents.

En pratique, on observe que les placements effectués par les résidents non financiers sur le marché monétaire français dépendent principalement du risque de signature et du rendement attendu et, seulement dans une faible mesure, du secteur émetteur. Ce constat a conduit à la définition d'un agrégat dénommé M4, légèrement plus large que M3 dans la mesure où il comprenait également les instruments du marché monétaire émis par les agents non financiers (bons du Trésor, billets de trésorerie, bons à moyen terme), afin de suivre les effets de substitution entre les divers types d'instruments du marché monétaire détenus par les agents non financiers. Cependant, il a été moins largement utilisé, pour les besoins de la politique monétaire, que les autres agrégats monétaires.

**Les agrégats de monnaie** (définition adoptée en 1991 par la Banque de France)  
Actifs détenus par les agents non financiers résidents

	M1	M2	M3	M4
Pièces				
Billets				
Dépôts à vue en francs				
<b>M2 – M1</b>				
Livrets A et bleus				
Comptes d'épargne-logement				
Comptes pour le développement industriel				
Livrets d'épargne populaire				
Livrets « Jeune »				
Livrets soumis à l'impôt				
<b>M3 – M2</b>				
Avoirs en devises étrangères				
Placements à terme				
Certificats de dépôt, bons à moyen terme émis par les établissements de crédit				
Titres d'OPCVM monétaires				
Parts de fonds communs de créances à moins de 5 ans				
<b>M4 – M3</b>				
Bons du Trésor, billets de trésorerie et bons à moyen terme émis par les sociétés non financières				

## 1.2. Les agrégats de placement

La frontière entre actifs monétaires, définis comme des liquidités destinées à servir de moyens de paiement, et avoirs non monétaires, représentatifs d'un comportement d'épargne à plus long terme, étant devenue plus floue, un suivi attentif des évolutions monétaires à partir des agrégats de monnaie nécessite également l'obtention d'informations spécifiques sur les autres catégories d'instruments financiers.

En 1991, la Banque de France a donc constitué un ensemble d'agrégats de placement (P1, P2, P3) englobant les actifs financiers non monétaires au sein de sous-groupes homogènes, classés par ordre de substituabilité décroissante avec les avoirs monétaires. L'agrégat P1 était constitué par les produits d'épargne contractuelle, l'agrégat P2 par les instruments de type « obligations » et l'agrégat P3 par ceux de type « actions et autres participations ». À la différence des agrégats monétaires, les agrégats de placement ne s'emboîtaient pas entre eux, compte tenu du large éventail des actifs couverts.

**Les agrégats de placement** (définition adoptée en 1991 par la Banque de France)  
Actifs détenus par les agents non financiers résidents

<b>P1</b> Plans d'épargne-logement (PEL) Plans d'épargne populaire (PEP) Comptes-espèces associés aux plans d'épargne en actions (PEA) Bons de capitalisation Livrets d'épargne-entreprise Contrats d'épargne auprès des caisses d'épargne et des établissements de prêts Titres d'OPCVM garantis
<b>P2</b> Obligations Titres d'OPCVM obligataires Placements d'assurance vie
<b>P3</b> Actions Titres d'OPCVM « Actions » Titres d'OPCVM diversifiés Autres titres d'OPCVM

### 1.3. L'endettement intérieur total

La globalisation et l'innovation en matière financière ont également facilité les substitutions entre les différentes formes de financement, notamment entre prêts bancaires et émissions de titres. Le rôle des intermédiaires financiers tels que les établissements de crédit a effectivement diminué au cours des dix dernières années, rendant nécessaire de compléter les indicateurs relatifs aux prêts par des agrégats susceptibles de couvrir une large gamme d'instruments financiers.

Sur ces fondements, la Banque de France a développé un agrégat large pour l'endettement, appelé endettement intérieur total (EIT). Celui-ci couvre l'ensemble des financements par voie de dette obtenus par les agents non financiers résidents, quelle que soit leur forme (prêts ou émissions de titres) ou leur origine (intermédiaires financiers résidents ou non résidents ou marchés de capitaux, national et internationaux). L'endettement intérieur total exclut les financements obtenus par le biais d'émissions d'actions car ce type de financement ne constitue pas une dette vis-à-vis de tiers.

Le suivi de l'endettement intérieur total fournit aux autorités monétaires françaises de précieuses informations sur le comportement des résidents non financiers en matière d'emprunt et sur les mouvements de substitution entre les différentes formes d'endettement. En outre, en fournissant un cadre synthétique pour l'analyse des financements accordés à l'économie, l'endettement intérieur total peut servir d'outil pédagogique pour la présentation des comportements d'endettement et l'information du public à cet égard. Il peut également constituer un indicateur du risque de demande excédentaire et de ses éventuelles conséquences négatives sur la stabilité des prix.

## 1.4. Les outils d'analyse établis dans le cadre des comptes financiers nationaux

### *La modélisation économétrique*

Pour l'analyse du comportement des agents non financiers en matière d'emprunt et de placement, du processus d'intermédiation financière et de la fixation des taux d'intérêt, la Banque de France a commencé à utiliser, en 1992, un modèle macroéconomique trimestriel relatif aux relations financières au sein de l'économie française, appelé MEFISTO (Maquette d'équilibres financiers en stocks).

#### *Le modèle financier MEFISTO*

Élaboré à la fois en termes de flux et de stocks à partir des tableaux d'opérations financières, MEFISTO était constitué d'environ 440 équations dont 31 économétriques. Il visait à expliquer les choix de portefeuille opérés par huit secteurs comprenant les sociétés non financières, les ménages, les administrations publiques, les non-résidents, les OPCVM, les entreprises d'assurance, les établissements de crédit et la Banque de France. Les instruments financiers étaient ventilés en onze catégories : dépôts à vue, dépôts à taux réglementé, instruments interbancaires, instruments du marché monétaire, obligations libellées en francs, actions et autres participations, réserves techniques d'assurance, crédits à l'habitat, autres crédits en francs, autres concours en francs et avoirs en devises.

MEFISTO fournissait également des informations spécifiques sur l'évolution des agrégats monétaires et sur les principaux flux de capitaux internationaux par l'intermédiaire de la balance des paiements. Le modèle a été utilisé à la fois dans le cadre des prévisions macroéconomiques internes et pour évaluer les effets de la politique monétaire, notamment identifier le mécanisme de transmission monétaire et l'incidence des innovations financières.

Toutefois, au vu des modifications institutionnelles et des changements de comportement entraînés par le passage à l'Union monétaire, et en raison de difficultés croissantes pour tenir à jour une base de données trimestrielles sur les flux financiers, l'utilisation de MEFISTO a été interrompue en 1998.

### *Le tableau des financements et des placements*

Dans le même temps, la Banque de France a développé un tableau des financements et des placements (TFP), qui contient des informations pertinentes sur les ventilations des financements par instruments et par secteurs et sur les choix de portefeuille des agents non financiers. Il fournit ainsi une vision synthétique de leur situation financière nette, qui facilite l'évaluation des effets de la politique monétaire.

Jusqu'à l'entrée en Phase III de l'Union économique et monétaire, le TFP était considéré comme un outil d'analyse intermédiaire entre les comptes financiers nationaux et les agrégats monétaires. Disponible trimestriellement, il offrait une vue d'ensemble du comportement financier des résidents non financiers, permettant une analyse simultanée des évolutions des agrégats de monnaie et de placement, de l'endettement intérieur total et du financement par émission d'actions.

Au plan de l'analyse des choix de portefeuille, l'utilisation du TFP a semblé préférable en termes de coûts de maintenance, de disponibilité des données et de délais. En conséquence, la présentation du TFP a été révisée pour prendre en compte les exigences statistiques pour la Phase III et la mise en application complète du système européen de comptes 1995 (SEC 95).

En ce qui concerne le passif, peu de changements ont été apportés par rapport à la présentation antérieure, la cohérence avec d'autres indicateurs financiers étant assurée par l'incorporation des composantes de l'endettement intérieur total et d'une rubrique traduisant le passage de la valeur nominale à la valeur de marché. À l'actif, le recours à la fois aux normes comptables nationales et à la définition des instruments monétaires a conduit à une ventilation en trois catégories : dépôts et titres à court terme vis-à-vis des IFM résidentes (actifs monétaires), autres dépôts et titres à court terme (actifs liquides non monétaires) et placements à moyen et long terme. Le TFP français est présenté ci-après avec une ventilation détaillée par instruments.

<b>Tableau des financements et des placements</b>	
<b>PLACEMENTS DES AGENTS NON FINANCIERS RÉSIDENTS</b>	
DÉPÔTS ET TITRES À COURT TERME VIS-A-VIS DES IFM RÉSIDENTES	(A)
<b>Monnaie fiduciaire et dépôts à court terme</b>	
<b>Titres de créance d'une durée initiale ≤ 2 ans</b>	
<b>Titres d'OPCVM monétaires et pensions</b>	
AUTRES DÉPÔTS ET TITRES À COURT TERME	(B)
<b>Autres dépôts (dépôts transfrontière, etc.)</b>	
<b>Autres titres à court terme (billets de trésorerie, etc)</b>	
PLACEMENTS À MOYEN ET LONG TERME	(C)
<b>Dépôts à terme d'une durée initiale &gt; 2 ans</b>	
<b>Placements de type obligataire</b>	
<b>Placements de type actions et autres participations</b>	
<b>TOTAL DES PLACEMENTS</b>	(D = A + B + C)
<b>FINANCEMENT DES AGENTS NON FINANCIERS RÉSIDENTS</b>	
<b>Prêts</b>	(E)
Prêts ≤ 1 an	
Prêts > 1 an	
Prêts accordés par des non-résidents	
<b>Dépôts du secteur privé auprès de l'administration centrale</b>	(F)
<b>Financement de marché</b>	(G)
≤ 1 an	
> 1 an	
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (au sens des statistiques monétaires)</b>	(H = E + F + G)
Passage aux statistiques financières	(I)
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (au sens de la comptabilité nationale)</b>	(J = H + I)
<b>ACTIONS ET AUTRES PARTICIPATIONS</b>	(K)
<b>TOTAL DES FINANCEMENTS</b>	(L = J + K)



## 2. L'intégration des agrégats élargis de monnaie et de crédit dans l'analyse de la Banque de France : deux études de cas

### 2.1. Les évolutions monétaires en 1993

En 1993, les principaux agrégats utilisés comme indicateurs de la politique monétaire présentaient des évolutions divergentes. Les prêts, et plus largement l'agrégat monétaire M3, qui constituait alors l'agrégat cible pour la politique monétaire, ont commencé à se contracter à compter de la mi-1993. En revanche, tout au long de l'année, l'endettement intérieur total a enregistré une progression assez soutenue d'environ 4 % et, dans le même temps, les agrégats de placement ont affiché une croissance exceptionnellement rapide.

Ces évolutions contrastées traduisaient des arbitrages massifs entre différents types d'instruments financiers et diverses formes de financement. Plusieurs éléments clairement identifiés étaient à l'origine de ces changements (cf. encadré ci-dessous).

#### *Que s'est-il passé en 1993 ?*

*Alors que la fourchette cible pour la croissance de M3 avait été fixée à 4 % – 6,5 % pour l'année 1993, l'agrégat s'est en réalité contracté de 2,2 %.*

*Cette rupture dans l'évolution de M3 intervenue en 1993 peut s'expliquer par :*

- l'incidence du ralentissement économique, la fourchette cible ayant été déterminée en se référant à des prévisions de croissance du PIB pour 1993 qui n'ont pas été atteintes (la croissance du PIB nominal pour 1993 s'est établie à 1,5 % au lieu des 5,5 % attendus) ; ce phénomène a eu pour conséquence une diminution de la demande d'encaisses de transaction et de la demande de crédit ;*
- l'aplatissement de la courbe inversée des rendements du fait de la baisse des taux d'intérêt à court terme, qui a rendu les échéances à court terme moins attractives ; les investissements à court terme assortis de taux d'intérêt du marché monétaire représentaient 45 % de M3 ;*
- des facteurs discrétionnaires qui ont élargi l'offre des instruments d'épargne disponibles, (lancement de l'emprunt « Balladur » ; recours accru aux émissions obligataires, plutôt qu'aux bons du Trésor, pour financer l'endettement de l'État ; programme de privatisation) ; en outre, les modifications fiscales ont réduit l'attrait des titres d'OPCVM monétaires qui constituaient 30 % de M3.*

*Après corrections des facteurs discrétionnaires mentionnés ci-dessus, la variation de M3 en 1993 s'est établie à 1,8 % environ, soit un niveau toujours nettement inférieur à la fourchette de 4 % – 6,5 % fixée comme objectif, mais comparable à la croissance du PIB nominal.*

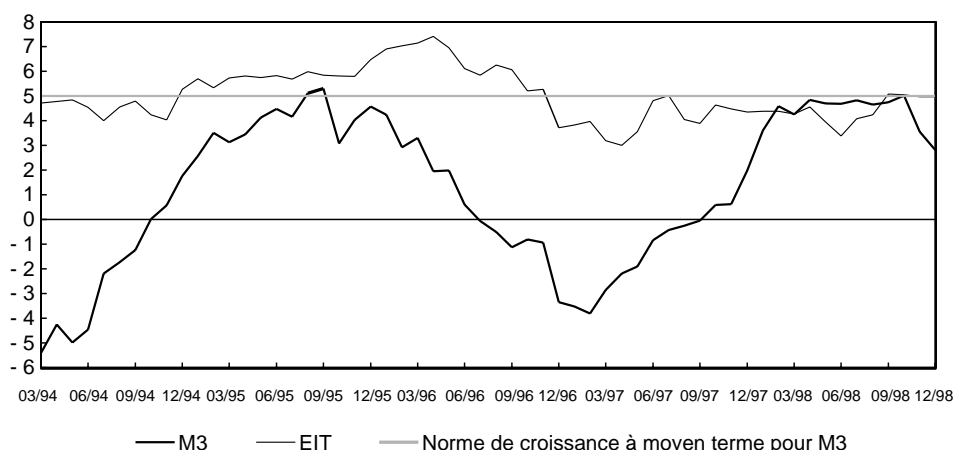
*L'aplatissement de la courbe des rendements et les facteurs discrétionnaires ont conduit à un transfert massif des avoirs monétaires vers les actifs de placements financiers couverts par les agrégats P1 (épargne contractuelle), P2 (obligations) et P3 (actions), qui ont affiché une croissance très rapide en 1993 (20,8 %, 29,3 % et 31,1 % respectivement). Compte tenu de la remarquable liquidité des marchés de capitaux français, et notamment de celle des fonds communs de placement en obligations et en actions, ce transfert d'actifs en faveur de supports d'épargne à plus long terme n'a pas été considéré par les autorités monétaires comme une véritable destruction de monnaie au profit de l'épargne à long terme.*

*.../...*

Le taux de progression annuel de l'endettement intérieur total s'est établi à plus de 4 % en 1993, soit un chiffre nettement supérieur à la croissance du PIB nominal. Là encore, des substitutions massives sont intervenues mais, en raison des caractéristiques spécifiques de cet agrégat, elles n'ont pas influencé son évolution. En ce qui concerne le profil des financements obtenus et le type d'emprunteurs, si les crédits accordés au secteur privé ont enregistré un léger recul de 0,4 %, le financement par émission de titres de créance sur le marché intérieur a fortement progressé (+ 15 %), notamment les emprunts de l'État sur le marché obligataire (+ 29 %) ; le besoin de financement de l'État, y compris les obligations « Balladur », s'est donc, substitué aux besoins des autres agents économiques, traduisant à la fois l'incidence des stabilisateurs automatiques en période de ralentissement conjoncturel et la détérioration structurelle des finances de l'État.

### M3 et l'endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



La stratégie de politique monétaire définie pour 1994 par le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France a pris en compte ces tendances et l'incertitude entourant l'évolution de M3 en 1994 :

- le Conseil a considéré que le fait que M3 s'écarte brutalement de sa tendance à moyen terme résultait de facteurs exogènes et ne remettait pas en cause le choix de cet agrégat comme référence à moyen terme pour la politique monétaire française ; cependant, étant donné que les éléments discrétionnaires qui expliquaient en 1993 la déviation de M3 par rapport à sa tendance à moyen terme étaient susceptibles de jouer un rôle en 1994 également, aucune fourchette de variation annuelle n'a été fixée pour la croissance de M3 ; à la place, le Conseil a assigné à M3 une norme de croissance à moyen terme de 5 %, conformément à une croissance potentielle non inflationniste du PIB à moyen terme comprise entre 2,5 % et 3 % en volume et à une hausse des prix inférieure à 2 % ;
- l'endettement intérieur total a été considéré comme un indicateur essentiel pour la politique monétaire, notamment dans une période de profondes mutations structurelles sur les marchés monétaire et de capitaux, dans les comportements d'épargne et le financement de l'État. Cet exemple montre que les arbitrages entre emprunts auprès des établissements de crédit et financements de marché, les réaménagements de portefeuille suscités par des mesures non monétaires telles que des modifications de la fiscalité ou de la politique de financement de l'État, ou les arbitrages entre les besoins de financement des agents économiques peuvent influencer directement la croissance des agrégats monétaires, tout en n'ayant aucune incidence sur l'endettement intérieur total.

Ainsi, la définition d'une norme de croissance à moyen terme pour un agrégat monétaire et le suivi de l'endettement intérieur total sont restés, jusqu'en 1999, des éléments essentiels de la stratégie de politique monétaire des autorités françaises.

## 2.2. Les évolutions monétaires en 1996

Les évolutions monétaires en 1996 ont, une fois de plus, souligné la nécessité de recourir à des agrégats plus larges.

Ces évolutions ont eu des conséquences sur la définition de la stratégie de politique monétaire de la Banque de France pour 1997 et 1998.

### *Que s'est-il passé en 1996 ?*

*L'agrégat M3 a connu une inversion de tendance en 1996 : il s'est contracté de 3,3 % en rythme annuel, alors qu'il avait enregistré une croissance de 4,6 % en 1995.*

*Motivées par des considérations de politique monétaire et d'ordre réglementaire, les décisions des agents économiques non financiers en matière de portefeuille ont eu une forte incidence sur l'agrégat M3. Les réorientations importantes des flux de placement ont résulté de l'ampleur et de la vitesse sans précédent de la baisse des taux d'intérêt à court terme du marché depuis l'automne 1995, et de la suppression de l'avantage fiscal pour les plus-values issues de la cession des titres d'OPCVM monétaires, qui avait déjà été réduit les années précédentes.*

*Cette modification des flux de placement a été accentuée par de nouvelles évolutions concernant les plans d'épargne-logement, une des composantes de l'agrégat de placement P1. Ces instruments présentent des caractéristiques spécifiques : ils comportent une option de prêt ; leur taux d'intérêt est fixé et déterminé par l'État ; ils peuvent être conservés dix ans au maximum bien que l'échéance initiale soit de quatre ans. Toutefois, les plans d'épargne-logement sont devenus de plus en plus liquides ces dernières années. Étant donné que le contrat peut être renouvelé, à l'échéance, pour des périodes courtes ne dépassant pas six années supplémentaires au total et dans la mesure où la rémunération des plans d'épargne-logement était relativement élevée au milieu des années quatre-vingt-dix, les ménages ont eu tendance à les substituer à leurs actifs monétaires. En effet, P1 a enregistré, fin 1996, une très forte progression sur douze mois, soit près de 18 %. Ainsi, l'agrégat M3 + P1 a progressé de 1,5 % en 1996. P2 et P3 ont eux aussi affiché des taux de croissance élevés (16 % et 25 % respectivement).*

*La progression annuelle de l'endettement intérieur total s'est ralentie pour revenir de 5,9 % en 1995 à 3,1 % en 1996. Ce recul global a résulté principalement du ralentissement de la hausse de la dette publique, qui est revenue à 6,7 % fin 1996, contre 15,1 % l'année précédente, en liaison avec l'assainissement progressif des finances publiques. Les prêts accordés aux agents non financiers résidents par l'ensemble des institutions financières résidentes ont diminué de 1,8 % fin 1996. Cette évolution reflétait en partie l'accélération du processus de désintermédiation, les entreprises profitant du bas niveau des taux d'intérêt du marché : la réduction de leur endettement auprès des établissements de crédit a été compensée pour un tiers par l'augmentation des émissions de titres.*

Le Conseil a annoncé que, compte tenu des distorsions ayant récemment affecté M3, il surveillerait très attentivement les agrégats M1, M2, M3 et M3+P1 en tant qu'expressions de la croissance sous-jacente de la masse monétaire, afin de réaliser une estimation synthétique de l'ensemble des évolutions monétaires. Une attention particulière serait portée à la croissance de l'agrégat M3+P1, ce type de placement, notamment les plans d'épargne-logement assortis d'une durée résiduelle inférieure ou égale à un an, constituant un substitut très proche des actifs monétaires.

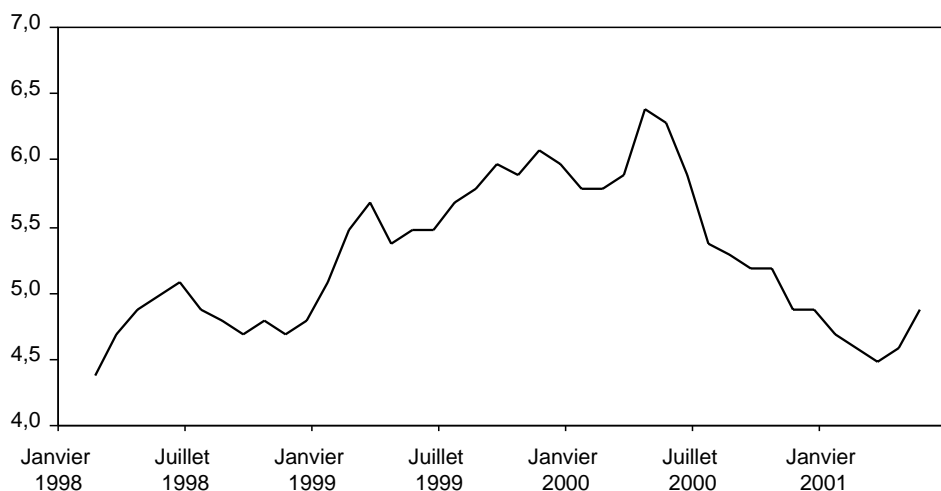
### 3. Les leçons pour l'analyse monétaire dans la zone euro

#### 3.1. L'analyse monétaire dans le cadre du premier pilier

Le premier pilier de la stratégie de l'Eurosystème assigne un rôle de premier plan à la monnaie, ce qui se manifeste par l'annonce d'une valeur de référence pour la croissance d'un agrégat monétaire large et traduit les origines monétaires de l'inflation sur le moyen terme. Le Conseil des gouverneurs a souligné que « la valeur de référence...n'entraîne pas un engagement de l'Eurosystème à corriger de façon mécanique des écarts entre la croissance monétaire et la valeur de référence. Au contraire, les évolutions monétaires sont analysées de manière approfondie par rapport à la valeur de référence afin de déterminer leur incidence sur les perspectives en matière de stabilité des prix à moyen terme »<sup>1</sup>.

##### Taux de croissance annuel de M3 (moyenne mobile sur trois mois)

(en %)



<sup>1</sup> « Réexamen de la valeur de référence quantifiée pour la croissance monétaire », Communiqué de presse de la BCE, 2 décembre 1999.

En conséquence, l'annonce d'une valeur de référence constitue un engagement de l'Eurosystème à analyser et à expliquer de manière approfondie les évolutions monétaires et leur rôle dans les décisions de politique monétaire. Le premier pilier englobe donc une large gamme d'analyses portant sur les agrégats de monnaie et de crédit et d'outils analytiques.

### 3.2. Propositions d'indicateurs et d'outils analytiques complémentaires

Dans le contexte d'une économie de marché déréglementée, largement ouverte aux innovations financières, il peut également être important d'analyser les interactions entre la monnaie, les autres formes de placement et de financement et d'interpréter les évolutions divergentes de ces variables.

À cet égard, il convient de mentionner tout d'abord le travail accompli par l'Eurosystème dans le cadre des comptes financiers, qui vise à réaliser, pour la zone euro, un tableau trimestriel des flux de financement et de placement des agents non financiers, appelé TFI (*Table of Financing and Investment*). Le TFI de la zone euro, qui se rapproche du TFP français sur le principe, mais en diffère dans la mesure où il fait explicitement référence aux agrégats monétaires, sera publié dans les prochains mois.

La création d'un indicateur d'endettement intérieur total pour la zone euro pourrait également répondre à ces besoins, à l'instar de l'indicateur utilisé par la Banque de France pour suivre les évolutions financières en France. Un tel indicateur rendrait possible, à des fins internes, le suivi simultané dans la zone euro des évolutions de toutes les formes de financement par endettement dans un cadre conceptuel unique, ce qui constituerait un complément aux indicateurs fondés sur le bilan du secteur des institutions financières monétaires (IFM). Cet apport faciliterait la compréhension des évolutions monétaires et financières dans la zone euro.

L'élaboration d'un tel indicateur au niveau de la zone euro serait également compatible avec la définition et la mise en œuvre du TFI de la zone. Bien que couvrant un champ plus restreint que le tableau des flux de financement et de placement, car limité au financement par endettement, l'endettement total de la zone euro constituerait néanmoins un atout essentiel pour la politique monétaire car il pourrait être calculé mensuellement. De fait, la construction de cet indicateur reposerait sur des données provenant du bilan du secteur des IFM et les statistiques relatives aux émissions de titres, qui sont également disponibles dans un délai restreint dans la plupart des États membres de l'Union monétaire.

## Bibliographie

Banque de France, Rapports annuels

Bordes C. and Strauss-Kahn M.-O. (1988), « *Dispositif de contrôle monétaire en France et chocs sur la vitesse dans un environnement en mutation* », *Économies et Sociétés* n° 1, 105-154.

Bordes C. and Strauss-Kahn M.-O. (1989), « *Cointégration et demande de monnaie en France* », *Cahiers économiques et monétaires*, n° 34, 161-197.

Boutillier M. and Cordier J. (1995), « *One look at the way the French financial system has adapted to the new monetary policy regime* », Banque de France, préparée au Bank of Korea 5th central banking seminar, Novembre.

Branthomme P., Marchal D. and Odonnat I. (2000), « *Les indicateurs monétaires et financiers à caractère national suivis par la Banque de France en Union monétaire* », *Bulletin de la Banque de France* n° 81, Septembre, 53-65.

Cordier J. and Jaillet P. (1993), « *The business cycle and financial changes in France - Some effects of and implications for monetary policy* », *BIS C.B.* 392, avril, 83-111.

Enfrun B. (1992), « *Mutations financières et élargissement du cadre de l'analyse monétaire* », *Cahiers économiques et monétaires*, n° 40, 225-239.

Enfrun B. (1994), « *L'endettement intérieur total, instrument d'analyse global de la monnaie et des financements* », *Bulletin de la Banque de France – supplément trimestriel Études – 3<sup>e</sup> trimestre*, 29-39.

Henry J. and Sicsic P. (1992), « *Stationnarité autour d'une tendance déterministe coude de la vitesse de circulation de la monnaie* », Banque de France, présenté aux 9<sup>e</sup> journées internationales d'économie bancaire-Nantes, Juin.

Icard A. and Drumetz F. (1994), « *Développement des marchés de titres et financement de l'économie française* », *Bulletin de la Banque de France* n° 6, Juin, 83-107.

MEFISTO team, (1992), « *A model of the French financial system at the Bank of France-MEFISTO Version 1* », *Economic modelling-Vol. 9-n° 3*, Juillet, 211-252.

Patat J.-P. (1993), « *Monnaie, institutions financières et politique monétaire* », *Economica*, 5<sup>e</sup> édition.

Pfister C. and Grunspan T. (1999), « *Some implications of bank restructuring for French monetary policy* », *BIS Conference Papers-Vol. 7*, Mars, 188-207.

Shigehara K. (1996), « *The options regarding the concept of a monetary policy strategy* », OCDE - présenté au Deutsche Bundesbank symposium on « *Monetary Policy Strategies in Europe* », Avril.