



La monnaie et ses contreparties : instruments et reflets de la politique monétaire

Les périodes de crise, telles que celle de la pandémie de la Covid-19, représentent des chocs majeurs sur la croissance et l'inflation et se caractérisent par un fort degré d'incertitude. En présence de tels événements, il est essentiel de s'appuyer sur une large batterie d'indicateurs pour orienter les décisions de politique monétaire. Sans qu'un rôle prééminent ne lui soit conféré, l'analyse des agrégats monétaires et du bilan de la banque centrale en est probablement la composante la plus ancienne. Cet article rappelle donc la définition des agrégats monétaires et les principaux facteurs qui influencent leur évolution. Il fournit ensuite les principales régularités empiriques sur la monnaie et le bilan de la banque centrale. Il montre enfin que si l'analyse de la relation entre la monnaie et ses contreparties n'a pas vocation à guider directement les décisions des banques centrales, elle facilite en revanche la mise en cohérence des multiples angles d'analyse.

Wydad EL AMRI, François MOURIAUX, Yann WICKY
Direction des Statistiques monétaires et financières

Codes JEL
E40, E50,
E52

Mathieu BUSSIÈRE, Guillaume HORNY, Jean-Guillaume SAHUC
Direction des Études monétaires et financières

2 994 milliards d'euros
la valeur de M3 pour la France
en juin 2020

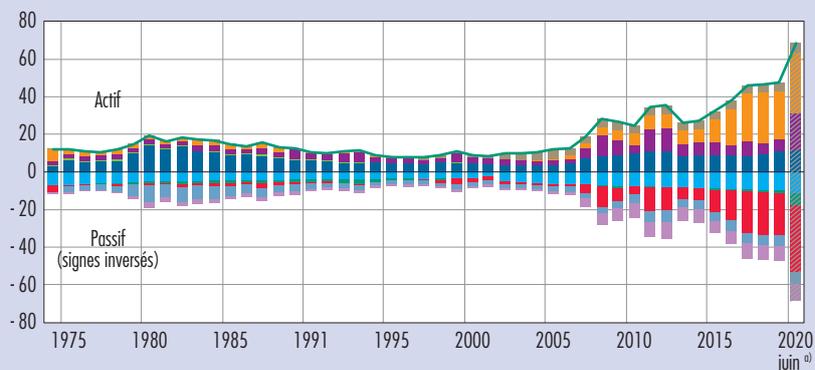
130 %
le poids de M3 dans le PIB
de la France en juin 2020

53 %
le poids de M3 dans le PIB
de la France en 1970

Bilan simplifié de la Banque de France entre 1974 et juin 2020

(en % du PIB)

- Or et créances sur l'étranger (FMI)
- Créances sur le Trésor
- Refinancement des intermédiaires financiers
- Titres détenus
- Divers
- (-) Billets en circulation
- (-) Compte courant du Trésor public
- (-) Comptes créditeurs des agents économiques et financiers
- (-) Capital et réserves
- (-) Divers
- Total



a) Sur base du PIB estimé à juin.
Sources : Banque de France, Insee.



1 Les agrégats monétaires relatent l'innovation financière et les cycles financiers

Depuis 1970, l'évolution des agrégats de monnaie, du franc à l'euro, illustre le cycle d'inflation, la stabilité monétaire et l'innovation financière

Si la nature de la monnaie, et ce qui la distingue des autres formes de richesse, est universelle, sa définition précise est très liée aux caractéristiques des pays qui l'émettent. Ainsi, pour mettre en place la zone euro, l'Institut monétaire européen (IME)¹, en collaboration avec les banques centrales nationales, a fixé un cadre commun de mise en œuvre de la politique monétaire basé sur une définition harmonisée des secteurs émetteurs et détenteurs de la monnaie (cf. encadré). La masse monétaire est évaluée à partir d'un retraitement et d'une consolidation des bilans comptables des émetteurs de monnaie (les institutions financières monétaires – IFM).

Il existe deux formes de monnaie (cf. graphique 1).

- Les **agrégats monétaires** M1, M2 et M3 qui décrivent et classent, par ordre de liquidité décroissante, la monnaie détenue par le public. Plus précisément la monnaie est détenue par tous les agents économiques (ménages,

entreprises, administrations publiques, reste du monde), tandis que les banques commerciales, elles, sont les émettrices de la monnaie. Les mesures de politique monétaire prises par les banques centrales depuis la crise de 2008 se sont traduites par une création plus rapide de monnaie par les banques commerciales, et donc une accélération de la progression du ratio masse monétaire (M3)/PIB (cf. tableau 1).

- La **base monétaire**, dite aussi monnaie centrale, est la forme première de monnaie dans laquelle les autres formes de monnaie peuvent être converties. Elle a un

T1 Agrégat monétaire M3 et PIB en France

(montants en milliards d'euros ; ratio M3/PIB en %)

	M3 ^{a)}	PIB en valeur ^{b)}	M3/PIB
1970	67	126	53
1974	123	209	59
1980	297	452	66
1999	933	1 400	67
2019	2 691	2 427	111
2020 (juin)	2 994	2 310	130

a) M3 (ressources résidentes) n'inclut pas le solde des engagements et avoirs monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro.

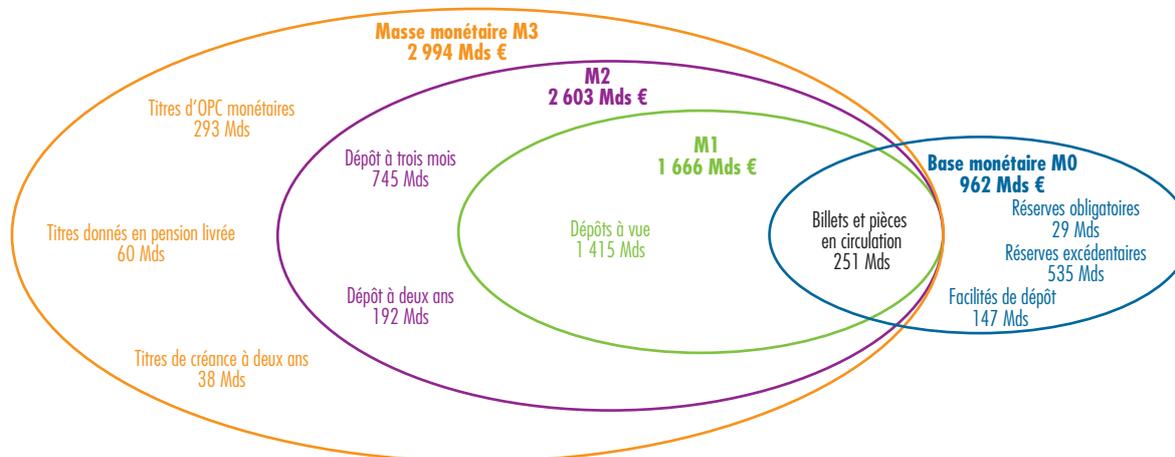
b) Donnée Insee.

Sources : Banque de France, Insee.

¹ L'Institut monétaire européen a été mis en place en 1994 pour préparer l'union monétaire et l'euro. Cette institution préfigurait la Banque centrale européenne (BCE), qui lui succéda en 1999.

G1 Base et masse monétaires de la France en juin 2020

(en milliards d'euros)



Note : OPC, organisme de placement collectif.

Sources : Banque de France, BCE.



statut supérieur dans le système monétaire, puisque non seulement elle alimente la masse monétaire par de la monnaie fiduciaire (pièces et billets), mais permet aussi aux banques commerciales de créer facilement de la monnaie scripturale sur les comptes de leurs clients, conformément à l'adage selon lequel « les crédits font les dépôts »².

Les évolutions technologiques accélérées des systèmes de paiement ne remettent pas en question les principes fondamentaux des agrégats, ni même le principe monétaire. Les moyens de paiement classiques (chèques, cartes de paiement, virements, etc.) permettent à la monnaie scripturale de circuler. Les établissements de monnaie électronique (EME), considérés comme IFM, et émetteurs de monnaie électronique³, contribuent aux dépôts à vue et par conséquent à la masse monétaire.

Les agrégats monétaires ont fait preuve de robustesse face à l'évolution des formes de paiement. Le cadre

des statistiques monétaires est notamment adapté tous les cinq ans par la BCE, sans remise en cause de la stabilité des notions sous-jacentes, afin de refléter les évolutions des conditions économiques et les innovations financières et technologiques récentes. En découlent, par exemple, l'inclusion dans les agrégats des nouvelles formes de monnaie que sont la monnaie électronique et la monnaie numérique de la banque centrale⁴. Le prochain règlement sur les statistiques du bilan des IFM, dont la mise en œuvre est prévue pour 2022, assurera la prise en compte dans le calcul des agrégats de pratiques financières qui se sont affirmées ces dernières années, telles que la collecte d'informations relatives au *cash pooling*⁵. Cette prise en compte permettra de corriger les agrégats monétaires de la centralisation de trésorerie⁶. De même, la mesure des contreparties de la masse monétaire est affinée de ce qui a trait au financement ou à la détention d'immobilier commercial, pour répondre aux besoins d'analyse de la stabilité financière.

ENCADRÉ

Qui crée la monnaie, qui la détient ?

Dans la zone euro, définir un cadre commun de mise en œuvre de la politique monétaire nécessite au préalable une définition harmonisée des secteurs émetteur et détenteur de la monnaie.

Le secteur émetteur de monnaie est composé des institutions financières monétaires (IFM) résidentes de la zone euro : la BCE, les banques centrales nationales, dont la Banque de France, les établissements de crédit, les organismes de placement collectif (OPC) monétaires et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts de la part des agents non financiers. Le secteur détenteur de monnaie inclut les agents résidents de la zone euro hors IFM et administrations centrales¹ (considérées comme

.../...

¹ Les administrations centrales regroupent l'État ainsi que divers organismes contrôlés par l'État et exerçant une compétence au niveau national.

² Les notions de monnaie fiduciaire et de monnaie scripturale sont détaillées dans l'encadré.

³ Forme de monnaie stockée sur un support électronique.

⁴ MDBC : projet de monnaie digitale de banque centrale, dite aussi numérique ou virtuelle, et qui pourrait prendre deux formes : une monnaie centrale « de gros » pour les transactions entre banque centrale, banques commerciales et institutions financières (par une technologie de registre distribué, comme la *blockchain*) ; et une monnaie centrale « de détail » pour le grand public (par la monnaie électronique ou un compte en monnaie centrale numérique) – cf. Landau, 2018, et Banque de France, 2020.

⁵ Service de mise en commun de la trésorerie d'un groupe d'entités, fourni par une banque. Les participants au *pool* conservent chacun des comptes séparés, et les intérêts à recevoir ou à payer sont calculés sur la base d'une position nette notionnelle de tous les comptes. Ces participants au *pool* peuvent être à découvert, le montant étant couvert par les fonds des autres entités (sans transfert de fonds entre comptes).

⁶ La centralisation de trésorerie permet ainsi aux entreprises implantées dans plusieurs pays de la zone d'organiser leur gestion de trésorerie en un seul lieu, pour regrouper leur expertise et rationaliser leurs flux et interactions avec les banques. C'est un exemple des avantages pratiques apportés par la zone euro.



neutres du point de vue de la monnaie), à savoir essentiellement les ménages, les sociétés non financières, les compagnies d'assurance et les intermédiaires financiers non-IFM.

La masse monétaire est évaluée à partir d'un retraitement et d'une consolidation des bilans comptables des émetteurs de monnaie. C'est aussi dans ce cadre que la BCE a défini trois principaux agrégats monétaires harmonisés au niveau européen, qui décrivent et classent, par ordre de liquidité décroissante, la monnaie détenue par les agents économiques.

- M1 représente la monnaie au sens strict et comprend les actifs immédiatement utilisables comme moyens de paiement, c'est-à-dire les billets et pièces en circulation (monnaie fiduciaire) et les dépôts à vue ;
- M2 comprend M1 ainsi que les dépôts transformables rapidement et sans coût en moyen de paiement avec un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois (pour la France : les livrets A et bleu, les comptes d'épargne-logement, les livrets de développement durable et solidaire [LDDS], etc.) et les dépôts à terme jusqu'à deux ans ;
- M3 ou agrégat large recouvre, en plus de M2, les instruments négociables émis à court terme par les IFM dont le degré de liquidité est élevé avec peu de risque de perte de capital en cas de liquidation (titres d'OPC monétaires, titres de créances à deux ans, pensions).

La base monétaire, dite aussi monnaie centrale, comprend la monnaie scripturale ainsi que les liquidités déposées par les banques au titre de la facilité de dépôt, des réserves obligatoires et des réserves excédentaires. La monnaie fiduciaire se distingue de la monnaie scripturale.

Le terme « **scriptural** » vient de la racine latine signifiant « être écrit », et désigne la monnaie créée par des écritures comptables. Elle se différencie de la monnaie fiduciaire, symbolisée par le billet de banque, le terme « **fiduciaire** » renvoyant à la racine latine signifiant « de confiance ». Par exemple, un paiement par carte bancaire n'implique que de la monnaie scripturale.

Lorsqu'un établissement de crédit accorde un prêt à une entreprise ou à un ménage, le montant de ce crédit est ajouté au compte en banque du client. À un nouveau crédit correspond donc un nouveau dépôt, qui vient s'ajouter à la monnaie scripturale existante. Ce jeu d'écriture est résumé dans l'expression « les crédits font les dépôts »².

Le client de la banque peut ensuite utiliser cette monnaie scripturale pour effectuer des paiements, par virement, carte bancaire ou chèque par exemple. La monnaie créée par les établissements bancaires, qui a pour origine le besoin de financement des agents économiques, circule ensuite dans l'économie.

Selon le comportement de leurs clients, certaines banques commerciales se trouvent en situation excédentaire (dépôts supérieurs aux crédits) et d'autres en situation déficitaire (crédits supérieurs aux dépôts). Une asymétrie se crée par exemple lorsqu'un ménage détenant un compte dans une banque A effectue un paiement à un commerçant titulaire d'un compte dans une banque B. Pour assurer l'équilibre de leur liquidité, les banques commerciales peuvent recourir au marché interbancaire ou utiliser leur propre compte à la Banque de France –, sur lequel est déposée de la monnaie centrale.

2 Cf. Banque de France (2019), « Qui crée la monnaie? », *L'éco en bref*, janvier.



La structure du bilan monétaire reflète les niveaux de financement de l'économie et le degré élevé de confiance accordé à l'euro

La création de la monnaie scripturale est retracée par un jeu d'écritures dans le bilan des banques commerciales (cf. encadré). Pour mesurer la création monétaire, la Banque de France compile chaque mois le bilan de toutes les banques pour établir le « bilan monétaire ». Celui-ci fournit une représentation synthétique de la manière dont la monnaie finance l'économie : au passif, les agrégats de monnaie, et à l'actif, les crédits qui financent l'économie.

Entre 1999, date d'instauration de la zone euro, et 2020, la structure du bilan monétaire de la France – c'est-à-dire la proportion des différents instruments du bilan relativement à sa taille globale – ne s'est pas significativement déformée (cf. graphique 2). À l'actif, les crédits à l'économie constituent la principale contrepartie de la monnaie, inscrite au passif, ce qui illustre le fait que l'action de la banque centrale est orientée vers l'apport des financements dont l'économie a besoin. Les avoirs en devises, qui représentent la contrepartie extérieure de la monnaie, n'occupent qu'une place réduite dans le bilan monétaire. En effet, les agents économiques n'éprouvent pas le besoin de disposer d'un montant

élevé de monnaies étrangères, ce qui témoigne du degré élevé de confiance accordé à l'euro.

La composition des agrégats monétaires varie en fonction de l'innovation financière et des cycles financiers

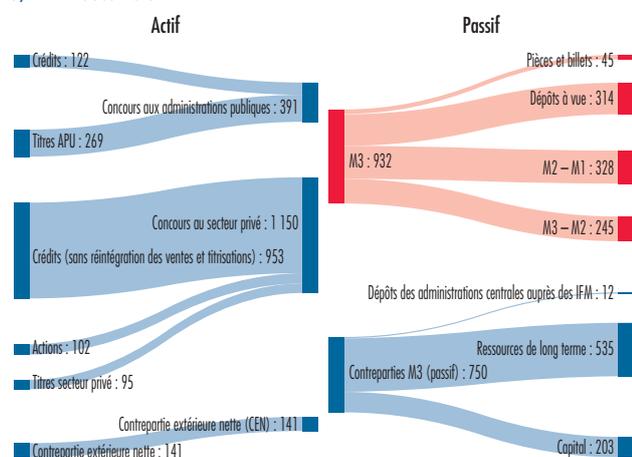
Avant la création de l'Eurosystème, l'agrégat M3 – M2 en France suit, au milieu des années 1980, une expansion graduelle au détriment de l'agrégat M2 – M1, plus liquide (cf. graphique 3) : cela provient largement du développement d'un marché des titres négociables à court terme et marque l'achèvement de la libéralisation financière. Cette dernière a notamment permis aux non-résidents de financer l'économie française, et a favorisé l'insertion de la France dans la vague de mondialisation qui a suivi. Les principales composantes de cette libéralisation ont été la modernisation du cadre de régulation – avec notamment la loi bancaire de 1984 –, la levée de l'encadrement administratif du crédit et la libéralisation des mouvements de capitaux.

La crise de 2008 marque un coup d'arrêt à l'expansion de l'agrégat M3 – M2, qui résultait du développement des titres courts, et plus généralement d'un mouvement de désintermédiation financière. Ce retour vers les dépôts bancaires est la conséquence de la crise des fonds monétaires et autres placements désintermédiés,

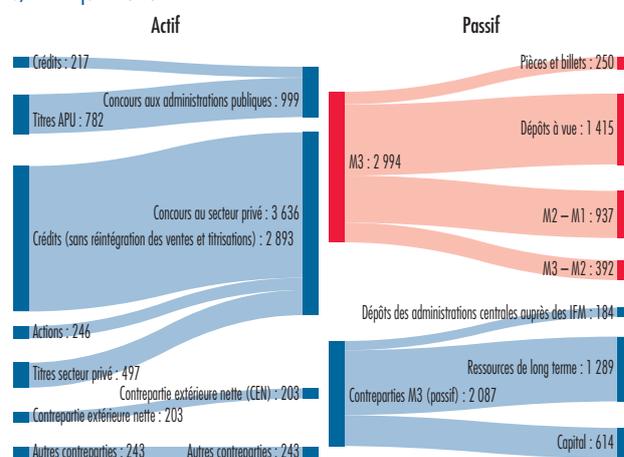
G2 Bilan monétaire de la France

(en milliards d'euros)

a) À fin décembre 1999



b) À fin juin 2020



Note : APU, administration publique; IFM, institution financière monétaire.
Sources : Banque de France, BCE.



devenus soudainement illiquides. Le choix de se tourner vers les formes plus intermédiées de placements monétaires rémunérés (comptes à terme, etc.) se traduit par un gonflement de l'agrégat M2 – M1.

Puis, dans le prolongement de la crise des dettes souveraines de 2011 dans la zone euro, et de son incidence sur l'accès au crédit dans certaines économies, la BCE a déployé des mesures visant à garantir un régime de taux bas, avec une nette accélération de cette politique dès 2014. Dès lors, l'écart de rémunération entre les avoirs les plus liquides de l'agrégat M1 et ceux de l'agrégat M2 – M1 est devenu suffisamment faible pour que l'arbitrage en faveur de M1 se réalise (cf. graphique 3). Un autre élément concourant à cette force de rappel vers la composante cœur de la

monnaie tient à une « fuite vers la qualité ». L'aversion au risque envers certains placements sous forme de titres quasi monétaires, exacerbée par la crise des crédits *subprime* américains, a pu entraîner une préférence pour les placements sous forme de dépôts confiés aux acteurs financiers les plus fortement régulés, à savoir les banques.

Ainsi, en 1980, le poids de M3 – M2 était de 0,1 % de M3, s'élevant ensuite à 26,3 % au tournant de la création de l'Eurosystème, pour finalement redescendre à 13,1 % en juin 2020. À cette date, la composante M1 pèse pour plus de la moitié de l'agrégat large en France (55,6 %) ; ce poids atteint 70 % au niveau de l'agrégat de l'Eurosystème (cf. tableau 2). C'est la composante cœur qui fait la monnaie.

T2 Agrégats monétaires en zone euro et en France

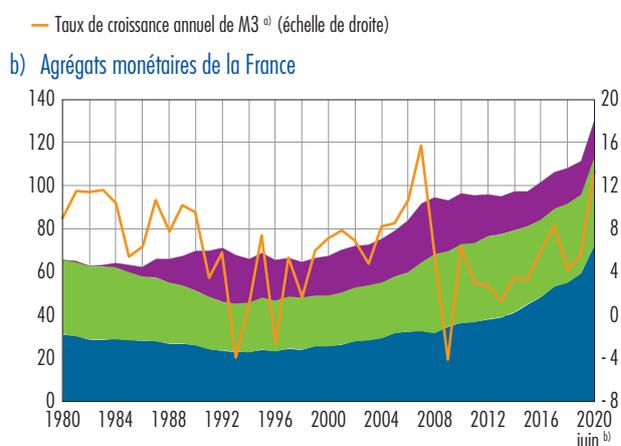
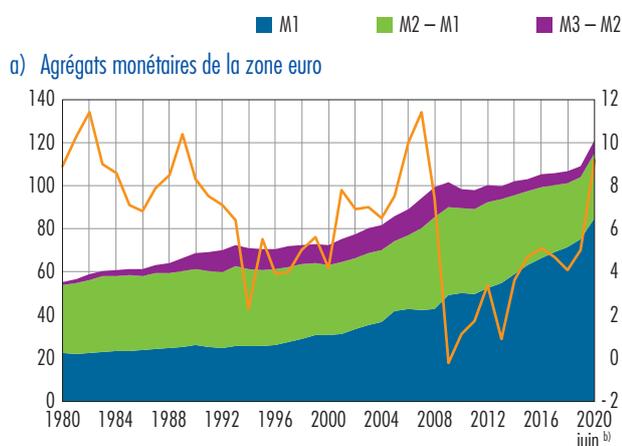
(en % de M3)

	Zone Euro			France		
	Déc. 1980	Déc. 1999	Juin 2020	Déc. 1980	Déc. 1999	Juin 2020
M1 (dépôts à vue, billets et pièces)	40,0	41,9	70,1	47,2	38,5	55,6
M2 – M1 (autres dépôts monétaires)	57,3	46,1	24,9	52,7	35,2	31,3
M3 – M2 (instruments négociables)	2,6	12,0	4,9	0,1	26,3	13,1
M3 ^{a)}	100	100	100	100	100	100

a) Pour la France, ressources résidentes.
Sources : BCE, Banque de France.

G3 Les agrégats monétaires de la zone euro et de la France, de janvier 1980 à juin 2020

(en % du PIB, non cvs ; taux de croissance de M3 en % annuel)



a) Pour la France, ressources résidentes.
b) Sur base du PIB estimé à juin.
Note : cvs, correction des variations saisonnières.
Sources : BCE, Banque de France, Insee.



2 Le bilan de la banque centrale, instrument et reflet de la politique monétaire

Les opérations de refinancement et les achats d'actifs contribuent à l'accroissement du bilan et agissent sur les taux d'intérêt

Les banques centrales disposent d'un bilan dont la structure est très spécifique (cf. postes cités en graphique 4). L'actif comprend essentiellement les crédits accordés par la banque centrale aux institutions de crédit, dits « opérations de refinancement », le portefeuille de titres de la banque centrale, ainsi que les avoirs en or et en devises constitutifs des réserves de change de la nation. Le passif comprend principalement des pièces et billets en circulation, ainsi que des comptes courants des banques auprès de la banque centrale. Ces comptes courants se décomposent en plusieurs instruments : les réserves obligatoires ⁷, les réserves excédentaires, et les facilités de dépôt ⁸.

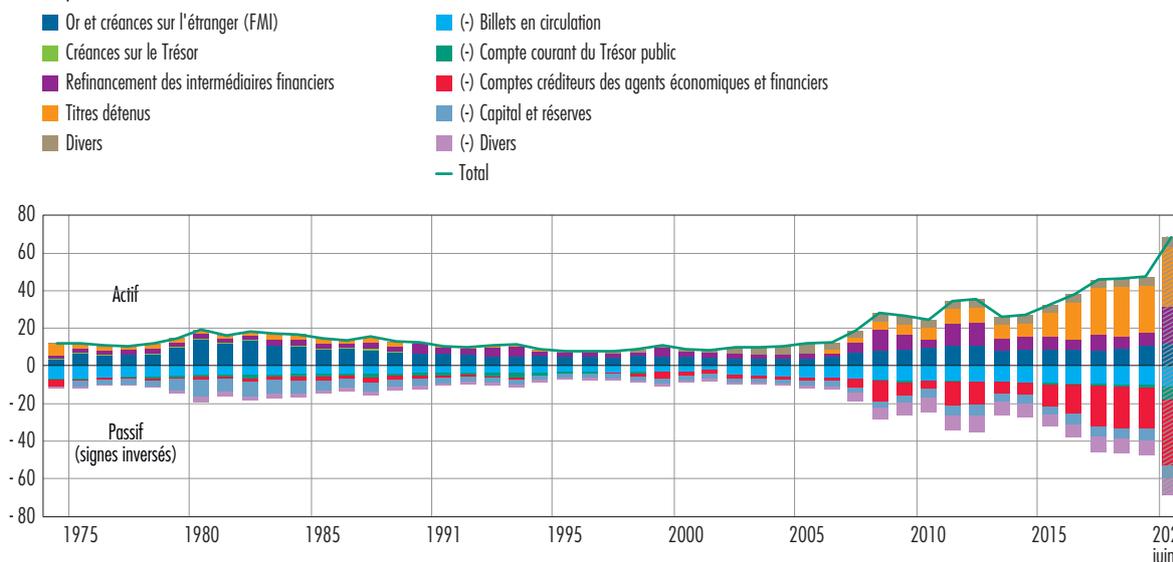
Par sa politique monétaire, la banque centrale influence la création de monnaie effectuée par les établissements

de crédit ⁹. Avant la mise en place des mesures de politique monétaire non conventionnelle, les opérations de refinancement de la Banque de France à destination des établissements bancaires (cf. graphique 4, poste « Refinancement des intermédiaires financiers ») constituaient l'instrument privilégié pour faire varier les taux d'intérêt. En abaissant le taux des opérations de refinancement, la banque centrale permet aux banques d'équilibrer leurs besoins de liquidité à moindre coût, soutenant ainsi la distribution de nouveaux crédits. Comme ces derniers correspondent à de nouveaux dépôts, la politique monétaire affecte la masse monétaire et les agrégats qui la composent – ce qui se traduit par la symétrie des évolutions entre monnaie et contreparties. Dans le cadre d'une politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*, QE) avec réserves excédentaires, il y a cependant une chute du multiplicateur monétaire (et une déconnexion entre taille du bilan de la banque centrale et agrégats monétaires).

Avec la mise en place des mesures de politique monétaire non conventionnelle, destinées à éviter les risques de

G4 Bilan simplifié de la Banque de France entre 1974 et juin 2020

(en % du PIB)



a) Sur base du PIB estimé à juin.

Sources : Banque de France, Insee.

⁷ Dépôts obligatoires des établissements financiers auprès de la banque centrale, représentant une proportion fixe des dépôts de leurs clients.

⁸ Facilité permanente, accordée à la demande des établissements, et permettant de retirer des liquidités par le biais de dépôts à 24 heures (<https://www.banque-france.fr/page-sommaire/presentation-de-la-politique-monetaire>).

⁹ Pour une étude sur la période récente des relations entre les politiques monétaires non conventionnelles, la création de monnaie et l'inflation, cf. Bussière, Pfister et Sahuc (2020).



déflation et une contraction de l'offre de crédit, les programmes d'achats d'actifs se sont développés (cf. graphique 4, poste « Titres détenus »). Occupant une place croissante au bilan depuis 2007, ils font baisser les taux d'intérêt de long terme pratiqués sur les marchés financiers. Les programmes d'achat d'actifs ont complété l'impact des opérations classiques de refinancement, qui interviennent quant à elles d'abord sur les taux de très court terme. Ces programmes se sont traduits par une augmentation nette du bilan – à partir des années de crise financière, 2007 et 2008, et de crise des dettes souveraines de la zone euro, en 2011. De moins de 50 milliards d'euros en 2007 (2,5% du PIB), le portefeuille résultant des achats d'actifs a régulièrement augmenté jusqu'à environ 150 milliards à la fin de 2014 (7% du PIB), puis fortement accéléré pour atteindre près de 740 milliards en juin 2020, soit 32% du PIB (cf. graphique 4). *A contrario*, les volumes des opérations de refinancement à destination des institutions de crédit sont restés stables autour de 200 milliards, de 2008 jusqu'au début de 2020, avant de s'accroître lors la crise de la Covid-19. Au passif, les dépôts des banques et de l'État sont passés de près de 220 milliards en 2008 à environ 970 milliards au début de 2020, soit 40% du PIB.

L'accroissement du bilan de la banque centrale suite à la mise en place de mesures exceptionnelles de politique monétaire est proportionné aux enjeux

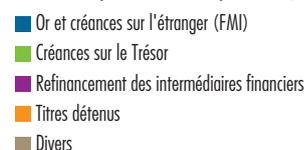
Considérée dans une perspective de long terme, et comme illustré dans les graphiques précédents, la mobilisation intensive par les banques centrales de leurs outils de politique monétaire a eu des conséquences évidentes sur la taille de leur bilan.

L'expansion du bilan de l'Eurosystème est ainsi bien plus élevée que la croissance du PIB : son poids dans le PIB a progressé de 36 points entre 2008 et 2018. Toutefois, au regard des bilans des autres acteurs financiers, l'expansion du bilan de l'Eurosystème n'est que d'une importance secondaire sur les dix dernières années (Levy-Garboua, Mouriaux et Sabatini, 2020). En effet, la croissance du secteur financier depuis 2007 a été principalement tirée par le secteur financier non bancaire ¹⁰.

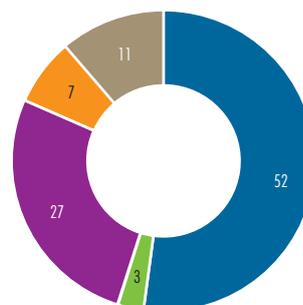
Certes le bilan d'une banque centrale marque des phases de croissance soutenue, de changement de structure, mais cela reflète avant tout la capacité unique qu'ont les banques centrales à réagir aux chocs économiques et financiers, très rapidement et massivement lorsque nécessaire, par la mise en place d'actions stabilisatrices.

G5 Structure simplifiée de l'actif de la Banque de France

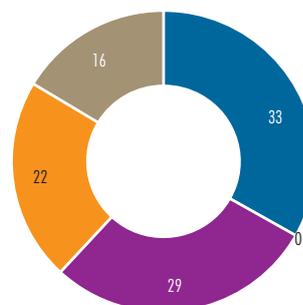
(en % du total du bilan, moyenne sur la période)



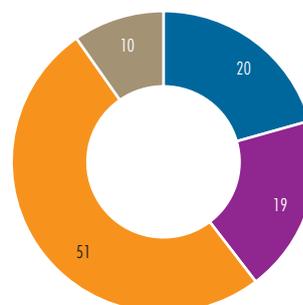
a) De 1974 à 2005



b) De 2006 à 2014



c) De 2015 à juin 2020



Source : Banque de France.

¹⁰ Le secteur financier non bancaire comprend les organismes de placement collectif non monétaire, les autres intermédiaires financiers, les institutions captives et prêteurs non institutionnels, les auxiliaires financiers, les sociétés d'assurance et fonds de pension.



Ainsi, après la fin du système monétaire instauré par les accords de Bretton Woods, le bilan de la Banque de France est passé de 28 milliards d'euros courants en 1975 à 117 milliards en 1984. Cet accroissement tient avant tout à celui des avoirs de réserves, matelas de précaution qu'il fallait constituer et pouvoir mobiliser en raison de l'instabilité monétaire à laquelle était confrontée la France, économie avancée de plus en plus ouverte sur le monde, mais de taille intermédiaire. Les variations de valeur des devises – notamment les couples FRF-USD et FRF-DEM – déterminaient aussi les changements de taille du bilan. Le choix d'ancrer la monnaie dans une construction européenne, au milieu des années 1980, a ouvert une période de stabilité du bilan (à 115 milliards d'euros en moyenne entre 1984 et 1999), aboutissant au passage à l'euro. S'ensuivit une hausse graduelle jusqu'à la crise de 2007 – reflétant largement la croissance du besoin de financement de l'économie –, moment à partir duquel le total de bilan va nettement progresser, à un rythme annuel moyen de 11 %, passant d'environ 350 milliards à près de 1 600 milliards en juin 2020 (cf. graphique 5), non pas cette fois pour accompagner la demande de financement, mais pour prévenir les risques de restriction de crédit.

Apprécié par rapport à la taille de l'économie, l'accroissement du bilan de la Banque de France ¹¹ est intervenu par paliers de plus en plus courts ; le bilan représente

aujourd'hui 68,2% du PIB, contre 13,2% en moyenne sur une très longue période allant de 1949 à 2006. Durant ces 57 ans, les variations autour de la moyenne sont principalement attribuables aux différents régimes d'inflation, le bilan progressant moins vite que le PIB.

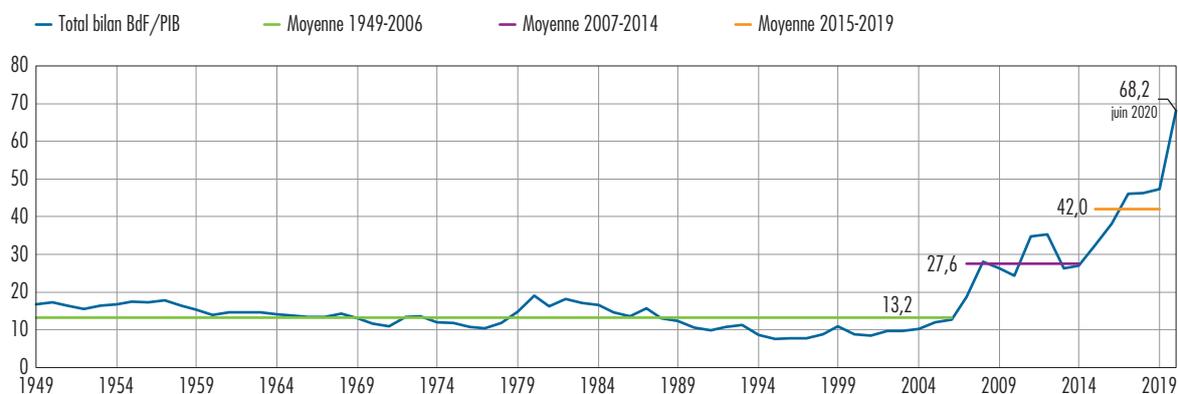
Sur la période 2007-2014, marquée par une inflation contenue et la mise en œuvre d'une relance post-crise de 2008, le poids du bilan de la Banque de France atteint 27,6 % du PIB. Il passe à 42,0 % sur la période 2015-2019, sous l'effet de la mise en œuvre des programmes d'achats d'actifs (cf. graphique 6).

Le bilan de l'Eurosystème connaît une évolution qualitativement similaire à celui de la Banque de France depuis 2008 (cf. graphique 7).

Les mesures de politique monétaire non conventionnelle prises en 2015 (nous n'étudions pas ici les opérations antérieures, telles que les VLTRO ¹² de 2011, le lancement de l'OMT ¹³ en 2012 et les TLTRO ¹⁴ en 2014) ont conduit à un quasi-doublement du poids du bilan de la Banque de France, à 42 % du PIB en moyenne à 2019. La crise de la Covid-19 l'a porté à 68 % en 2020. L'augmentation du bilan de l'Eurosystème et, en son sein, de celui de la Banque de France depuis 2007, traduit la mise en œuvre d'une politique monétaire active.

G6 Total du bilan de la Banque de France rapporté au PIB courant, depuis 1949

(en %)



Sources : Banque de France, Insee ; calculs des auteurs.

¹¹ Sur la base d'estimation du PIB du deuxième trimestre réalisée par l'Insee en octobre 2020.

¹² *Very long term refinancing operations* (opérations de refinancement de très long terme).

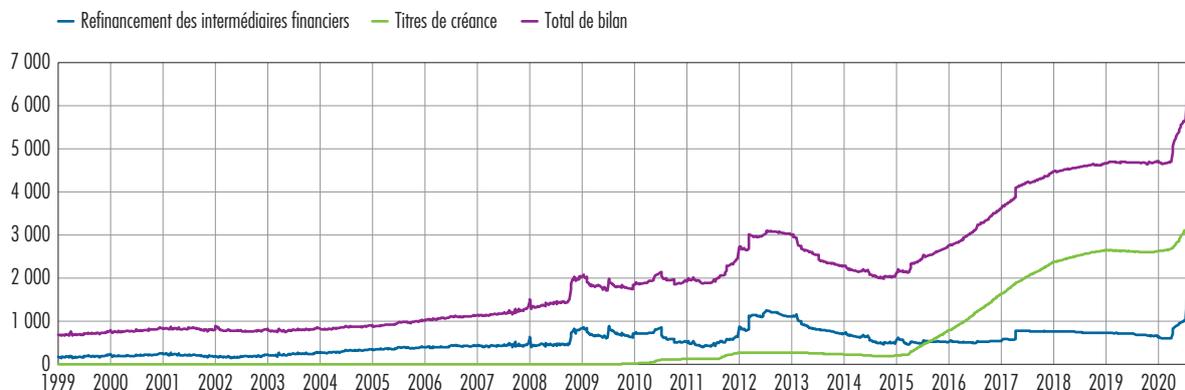
¹³ *Outright monetary transactions* (opérations monétaires sur titres).

¹⁴ *Targeted longer-term refinancing operations* (opérations ciblées de refinancement de long terme).



G7 Actif du bilan de l'Eurosystème entre 1999 et 2020

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

L'Eurosystème a décidé de lancer en 2015 un programme de grande ampleur d'achat d'actifs (*asset purchase programme*, APP) avec l'acquisition de titres initialement détenus par les institutions de crédit. Le changement d'échelle dans le volume de titres de créances détenus par l'Eurosystème illustre l'ampleur du programme. Les achats d'actifs s'accompagnent d'opérations ciblées de refinancement de long terme : il s'agit de crédits de l'Eurosystème, de maturité 4 ans pour le TLTRO II et 3 ans pour les TLTRO III, accordés aux banques distribuant des crédits aux entreprises. Le taux d'intérêt des TLTRO et leurs règles de répartition sont déterminés de façon à maximiser l'incitation des banques à octroyer des crédits aux entreprises et aux ménages. Les banques emprunteuses sont donc incitées à distribuer des crédits pour bénéficier des taux d'intérêt les plus favorables des TLTRO. Ces opérations de refinancement à destination des institutions de crédit soutiennent en effet les prêts aux entreprises et aux ménages, à des conditions favorables.

3 Les contreparties de la monnaie renseignent sur les variations des agrégats

Si l'analyse d'un écart entre la variation des agrégats de monnaie et une norme « idéale » – censée correspondre à l'objectif de stabilité des prix – n'est plus utilisée actuellement, l'analyse complète du bilan monétaire, c'est-à-dire de la monnaie d'une part, et de ses contreparties qui sont le crédit et la contrepartie extérieure d'autre part (cf. graphique 2), permet d'aborder d'autres questions.

Tout d'abord, les évolutions de la monnaie et du crédit permettent notamment d'inscrire dans le temps long des

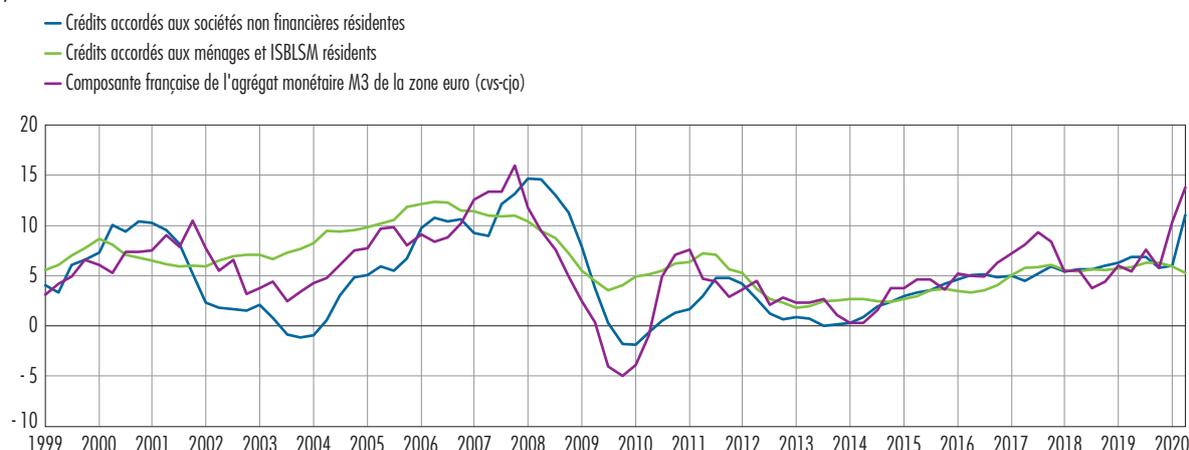
chocs transitoires, et d'éviter des surs réactions auxquelles pourrait exposer un recours exclusif à l'analyse, prise isolément, des indicateurs économiques et financiers de court terme. La corrélation entre la croissance de M3 et la croissance des crédits aux entreprises et aux ménages en France est ainsi particulièrement visible sur moyenne période (cf. graphique 8). Les écarts qui ne manquent pas de se produire sur courte période nous renseignent sur la chronologie et l'importance des chocs.

Ensuite, la transmission de la politique monétaire peut s'observer en analysant régulièrement comment les instruments monétaires, au sein des agrégats, se substituent les uns aux autres (des dépôts à vue vers les comptes à terme, les titres de créances négociables à court terme, etc.) – cf. graphique 9. Une réallocation des dépôts à vue non rémunérés en direction de placements de « quasi-monnaie » peut traduire, en signal faible, un retour de confiance dans la croissance économique et le regain des anticipations d'inflation. En effet, comme les dépôts à vue sont moins rémunérateurs et moins risqués, des mouvements de substitution entre instruments monétaires par les ménages et les entreprises peuvent renseigner sur le degré d'aversion au risque des agents et corroborer les diagnostics issus d'indicateurs de marché ou d'enquêtes. Bien entendu, cette analyse doit toujours être replacée dans le contexte plus général décrit par d'autres indicateurs. Par exemple, la forte accélération des agrégats de type M3 dans le sillage de la crise Covid ne tient pas seulement à la politique monétaire : ceci résulte largement de facteurs non directement monétaires et au moins en partie transitoires (effet du confinement sur les dépenses des



G8 Taux de croissance de la composante française de M3 et des crédits au secteur privé en France entre 1999 et 2020

(en %)



Notes : cvs-cjo, correction des variations saisonnières et des jours ouvrables ; ISBLSM, institution sans but lucratif au service des ménages. La composante française de l'agrégat monétaire M3 exclut de l'agrégat large M3 les pièces et billets qui sont répartis en fonction de la quote-part de chaque banque centrale nationale de l'Eurosystème dans le capital de la BCE, mais inclut le solde des engagements et avoirs monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro.

Source : Banque de France.

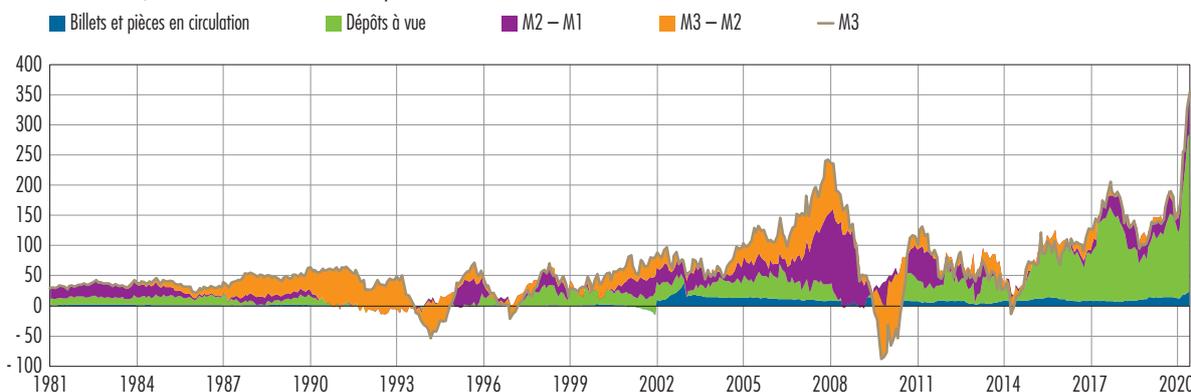
ménages, et des prêts garantis par l'État sur la trésorerie des entreprises, etc.). Dans ce cas, sans autres éléments décrivant la nature du « choc Covid », l'évolution de M3 ne peut être interprétée correctement. Mais une fois replacée dans son contexte, elle permet de bien situer l'ampleur du choc et son implication sur la détention de monnaie, dans une perspective de long terme.

L'analyse des contreparties de la monnaie peut contribuer à l'examen des évolutions du crédit lorsque se pose, par exemple, la question de la transmission de la politique monétaire (cf. Drumetz, Pfister et Sahuc, 2015). Un canal

de transmission important est le canal du crédit bancaire ; il s'appuie sur i) les asymétries d'information sur les marchés financiers et, conjointement, le rôle spécifique des banques au sein du système financier et ii) les frictions financières, notamment la substituabilité imparfaite entre les crédits bancaires et les titres, comme source de financement tant des banques que de l'ensemble du secteur privé. Mais l'évaluation du rôle du « canal bancaire » dans la hausse de l'investissement et de la consommation ne peut s'appuyer uniquement sur les statistiques monétaires. En effet, la politique monétaire aura par l'intermédiaire du crédit bancaire une incidence plus forte sur les dépenses des petites

G9 Composantes de l'agrégat M3 de la France

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 12 mois)



Source : Banque de France.



entreprises et des ménages, qui dépendent davantage des intermédiaires financiers, que sur les grandes entreprises qui ont directement accès aux marchés de capitaux, sans avoir à solliciter les banques. Il faut donc, là aussi, combiner analyse monétaire et exploitation d'autres sources.

En définitive, pris isolément, les agrégats de monnaie apparaissent moins réactifs et anticipateurs de tendances futures que les signaux extraits des prix de marché, et moins ciblés que des statistiques granulaires ou des enquêtes spécifiques au comportement des acteurs économiques. Ils apparaissent aussi moins performants que les modèles pour apprécier les retournements de tendance ou les

phénomènes de contagion. Néanmoins, ils présentent des avantages de stabilité de leur cadre conceptuel, d'une grande cohérence, d'existence de séries longues et de possibilités de comparaisons internationales entre grandes zones monétaires. Par conséquent, s'ils n'ont pas vocation à guider directement les décisions des banques centrales, ils facilitent en revanche la mise en cohérence des multiples angles d'analyse pris en considération dans les délibérations du Conseil des gouverneurs. Les conclusions de la revue de la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème devraient préciser leur rôle au regard des enjeux de politique monétaire et de stabilité financière à moyen terme.



Bibliographie

Bussière (M.), Pfister (C.) et Sahuc (J.-G.) (2020)

« Le lien entre monnaie et inflation depuis 2008 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 232/8, novembre-décembre.

[Télécharger le document](#)

Banque de France (2020)

La monnaie digitale de banque centrale, rapport rédigé sous la direction de C. Pfister, janvier.

[Télécharger le document](#)

Drumetz (F.), Pfister (C.) et Sahuc (J.-G.) (2015)

Politique Monétaire, De Boeck, octobre.

Landau (J.-P.), avec la collaboration d'A. Genais (2018)

Les crypto-monnaies, rapport au ministère de l'Économie et des Finances, juillet.

Levy-Garboua (V.), Mouriaux (F.) et Sabatini (M.) (2019)

« Le système financier de la zone euro après la crise : une mise en perspective (1999-2018) », *Bulletin de la Banque de France*, n° 226/8, novembre-décembre.

[Télécharger le document](#)

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Didier Névonnic

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Cécile Golfier

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

