

Le partage des revenus de la politique monétaire au sein de l'Eurosystème

Les banques centrales de la zone euro assurent la mise en œuvre décentralisée d'une politique monétaire unique décidée collégialement. Leurs revenus monétaires suivent une tendance commune, mais évoluent aussi en fonction de facteurs propres à chaque juridiction. Ces revenus sont en grande partie mutualisés, puis partagés entre banques centrales nationales (BCN) selon des règles définies par le cadre légal. Concrètement, chaque BCN reçoit ou reverse chaque année un « solde de partage » : la différence entre les revenus qui lui sont dus et ceux qu'elle a générés. Cet article analyse l'évolution récente des soldes de partage des quatre plus grandes BCN de la zone euro et montre qu'elle résulte d'un mécanisme cohérent, qui tient compte notamment du rôle particulier de certaines banques centrales dans la mise en œuvre des programmes d'achats de titres supranationaux entre 2015 et 2022.

William ARRATA
Secrétariat général
Direction financière

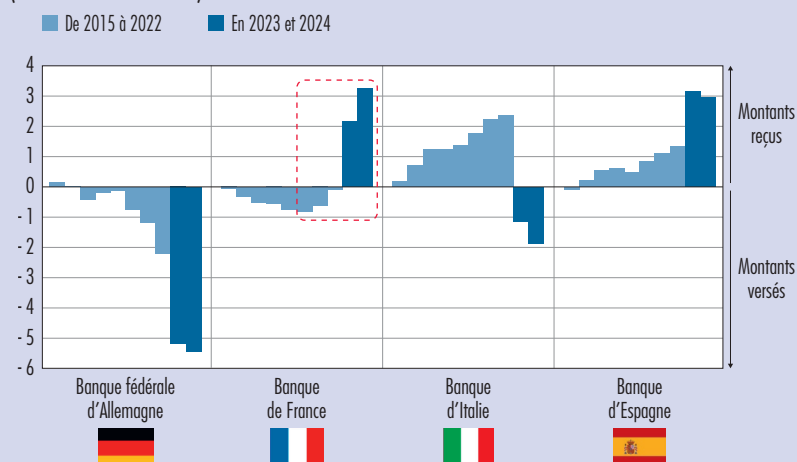
Codes JEL
E42, E58,
F33

Thibaut GENTIL
Direction générale de la Stabilité financière et des Opérations
Centre de modélisations analytiques du pôle de stabilité financière

3,3 milliards d'euros
reçus par la Banque de France en 2024
au titre du partage du revenu monétaire
des banques centrales de la zone euro

800 millions d'euros
versés par la Banque de France
en 2020

Montants reçus/versés par les quatre plus grandes banques centrales nationales de l'Eurosystème dans le cadre du partage du revenu monétaire
(en milliards d'euros)



Note : La Banque de France, contributrice nette au titre du partage du revenu monétaire entre 2015 et 2022, est devenue bénéficiaire nette en 2023-2024 (cf. pointillé rouge *supra*).
Sources : Banques centrales nationales.

Au 1^{er} octobre 2025, l'Eurosystème regroupe les 20 banques centrales nationales (BCN) des États membres de la zone euro et la Banque centrale européenne (BCE). Les gouverneurs de ces institutions se réunissent régulièrement au sein du Conseil des gouverneurs pour définir les orientations de la politique monétaire. Les décisions prises s'appliquent à l'ensemble des juridictions. Leur mise en œuvre est déléguée aux BCN¹ qui en tirent l'essentiel de leurs produits et charges d'intérêt. Ainsi, au premier ordre, les produits nets d'intérêt des différentes BCN évoluent de manière synchronisée (cf. tableau *infra*, bloc ①). Dans un contexte d'excédent de liquidité, ils se sont inscrits à des niveaux élevés sur la période 2015-2022 de taux bas, puis ont fortement baissé à la suite de la remontée des taux en 2023 et 2024. Les banques centrales, membres de l'Eurosystème, ont pour objectif d'assurer la stabilité des prix en zone euro, et peuvent ainsi alterner des périodes de résultats positifs et négatifs en fonction des mesures prises pour remplir ce mandat (Bénassy-Quéré, 2024 et 2025).

Autour de cette tendance commune, les revenus d'intérêt des BCN varient en fonction de facteurs nationaux, comme les caractéristiques du système bancaire ou les entrées et sorties de liquidités. Ces facteurs nationaux dépendent eux-mêmes, en partie, de l'intégration monétaire de la zone euro. C'est pourquoi les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) prévoient des règles de redistribution² entre juridictions, qui visent à maintenir une répartition proportionnée des revenus tirés de la politique monétaire commune (dits revenus monétaires). Ces règles de partage aboutissent aux produits nets d'intérêt indiqués dans le bloc ② du tableau ci-dessous et sont décrites dans la première partie de cet article.

Pour une BCN, le solde de partage du revenu monétaire correspond à la différence entre revenu après redistribution et revenu avant redistribution (cf. bloc « ② – ① » du tableau). Depuis 2023, les soldes de partage de certaines des principales BCN ont changé de signe (cf. graphique 1 *infra*), suscitant parfois des interrogations (Baglioni, 2024 ; Cesaratto *et al.*, 2025). Ces évolutions sont analysées dans la seconde partie de cet article.

Produits nets d'intérêt des quatre plus grandes banques centrales nationales de l'Eurosystème

(en milliards d'euros)

	① Produit net d'intérêt avant partage du revenu monétaire				② Produit net d'intérêt après partage du revenu monétaire				② – ① Solde de partage du revenu monétaire				
	DE	FR	IT	ES	DE	FR	IT	ES	DE	FR	IT	ES	Autres
2015	2,3	5,9	6,4	4,1	2,4	5,9	6,6	4,0	0,1	- 0,1	0,2	- 0,1	- 0,1
2016	3,3	6,8	7,0	4,5	3,3	6,5	7,8	4,8	0,0	- 0,3	0,7	0,2	- 0,6
2017	4,2	7,6	8,0	5,1	3,8	7,1	9,2	5,6	- 0,4	- 0,5	1,2	0,5	- 0,9
2018	4,9	8,7	9,4	6,1	4,7	8,1	10,6	6,7	- 0,2	- 0,6	1,2	0,6	- 1,1
2019	4,6	8,1	9,6	6,1	4,5	7,4	10,9	6,6	- 0,1	- 0,7	1,4	0,5	- 1,0
2020	2,9	6,0	8,5	4,6	2,1	5,2	10,3	5,5	- 0,8	- 0,8	1,8	0,8	- 0,9
2021	2,5	6,7	8,1	4,4	1,3	6,1	10,3	5,5	- 1,2	- 0,6	2,2	1,1	- 1,5
2022	4,0	7,5	6,6	4,2	1,7	7,4	9,0	5,5	- 2,2	- 0,1	2,4	1,4	- 1,4
2023	- 13,9	- 16,8	- 4,8	- 8,9	- 19,1	- 14,7	- 5,9	- 5,8	- 5,2	2,2	- 1,1	3,1	1,0
2024	- 13,1	- 19,3	- 4,2	- 9,4	- 18,5	- 16,0	- 6,1	- 6,5	- 5,4	3,3	- 1,9	3,0	1,1

Notes : Code pays (ISO) DE mis pour Banque fédérale d'Allemagne, FR pour Banque de France, IT pour Banque d'Italie, ES pour Banque d'Espagne.

Le produit net d'intérêt (PNI) est la principale composante du résultat des banques centrales nationales. Par exemple, en 2024, le résultat avant imputation sur les provisions de la Banque fédérale d'Allemagne est de - 19,8 milliards d'euros, contre un PNI après partage de - 18,5 milliards d'euros ; pour la Banque de France, les données sont respectivement de - 17,8 et - 16 milliards d'euros.

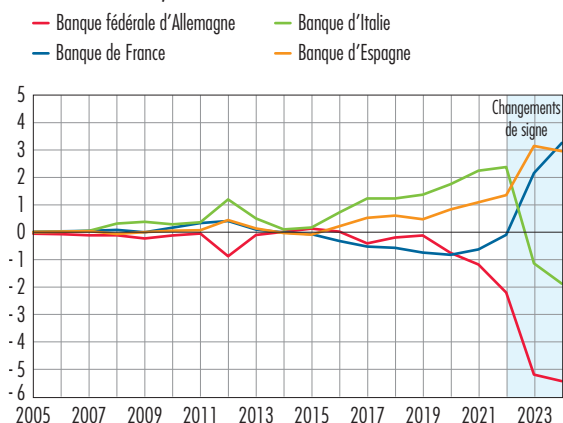
Sources : Banques centrales nationales (comptes annuels) ; calculs des auteurs.

1 La BCE a participé à la mise en œuvre de certaines mesures de politique monétaire non conventionnelle (des achats de titres). Elle ne tient cependant pas les comptes de dépôt des banques commerciales et ne leur accorde pas de prêts.

2 Cf. article 32 des statuts du SEBC et décision (UE) 2016/2248 de la BCE.

G1 Soldes de partage du revenu monétaire des quatre plus grandes banques centrales nationales de l'Eurosystème, entre 2005 et 2024

(en milliards d'euros)



Source : Eurosystème.

1 Les règles de partage du revenu monétaire

Les interactions entre une banque centrale nationale et les banques de sa juridiction

Dans l'Eurosystème, la mise en œuvre de la politique monétaire est décentralisée. Chaque BCN interagit majoritairement avec les banques commerciales de sa juridiction. Elle assure la tenue de leurs comptes de dépôt et leur fournit des liquidités (c'est-à-dire des dépôts, dits réserves, et des billets) par différentes opérations de refinancement³ ou en conséquence de programmes d'achats de titres. Dans une configuration simplifiée où i) elle a pour seule mission de mettre en œuvre la politique monétaire en traitant uniquement avec les banques de sa juridiction et ii) elle n'enregistre pas de flux de liquidités interjuridictions, son bilan se présente tel que dans le schéma 1.

À l'exception des billets, la plupart des postes de ce bilan sont rémunérés. Mais leur taille relative varie d'une BCN à l'autre. Certaines BCN peuvent par exemple détenir

S1 Bilan simplifié d'une banque centrale nationale assurant uniquement la mise en œuvre locale de la politique monétaire, en l'absence de flux interjuridictions

Actif	Passif
Titres (en politique monétaire non conventionnelle)	Billets
Prêts aux banques à court terme (essentiellement en politique monétaire conventionnelle) ou à long terme (en politique monétaire non conventionnelle)	Réserves obligatoires
	Réserves en excès (essentiellement en politique monétaire non conventionnelle)

Source : Auteurs.

une plus forte proportion de titres ou de prêts que d'autres. Elles peuvent aussi détenir des titres de rendement plus élevés que d'autres, et ainsi dégager des revenus monétaires plus importants. Cependant, bien que sa mise en œuvre soit fortement décentralisée, la politique monétaire de la zone euro est établie collégialement, pour l'ensemble de la zone. Dans cet esprit, les revenus d'intérêt qu'elle permet de dégager dans chaque juridiction sont mutualisés, puis distribués⁴ aux BCN selon une clé de partage dite clé Eurosystème⁵. Concrètement, chaque BCN reçoit ou reverse chaque année un certain montant, appelé solde de partage du revenu monétaire. Ce montant correspond à la différence entre ce qui lui est dû dans le cadre du partage et les revenus générés par son propre bilan. Dans le cas simplifié (et fictif) où les seuls agrégats des bilans des BCN correspondent à ceux du schéma 1, le solde de partage d'une BCN se calcule comme suit (équation en haut de page suivante).

La BCE ne participe pas au partage du revenu monétaire : la somme des soldes de partage de toutes les BCN de la zone euro est donc nulle.

3 Cf. <https://www.banque-france.fr/fr/strategie-monetaire/cadre-operationnel/operation-refinancement>

4 Les revenus dégagés par les titres souverains achetés dans le cadre de la politique monétaire depuis 2015 sont traités différemment. Cette exception est précisée dans la suite de l'article.

5 La clé Eurosystème d'une BCN (en 2024, 27% pour l'Allemagne, 20% pour la France, 16% pour l'Italie, 12% pour l'Espagne) dépend de la population et du produit intérieur brut de son pays. Elle est mise à jour tous les cinq ans ou en cas d'entrée d'un nouveau pays dans la zone euro.

$$\text{Solde_Partage_Simplifié}_i = \underbrace{\text{Clé}_i}_{\text{Solde de partage simplifié d'une BCN } i} \times \underbrace{\sum_{k \in \text{BCN ZE}} (\underbrace{L_{\text{titres}_k} + L_{\text{prêts}_k} - L_{\text{réserves}_k}}_{\text{Somme des intérêts générés par tous les bilans des BCN de l'Eurosystème (sur les titres, les prêts et les réserves)}} - (\underbrace{L_{\text{titres}_i} + L_{\text{prêts}_i} - L_{\text{réserves}_i}}_{\text{Intérêts générés par le bilan de la BCN } i}})$$

Si la règle de partage exposée ci-dessus suffit dans des cas simples, décrire le mécanisme tel que réellement appliqué au sein de l'Eurosystème implique d'ajouter les règles instaurées pour tenir compte i) des flux de liquidités interjuridictionnels et ii) de la diversité des missions des BCN, dont le bilan ne se compose pas exclusivement d'agrégats monétaires générant des revenus partagés. Ces règles sont développées ci-après.

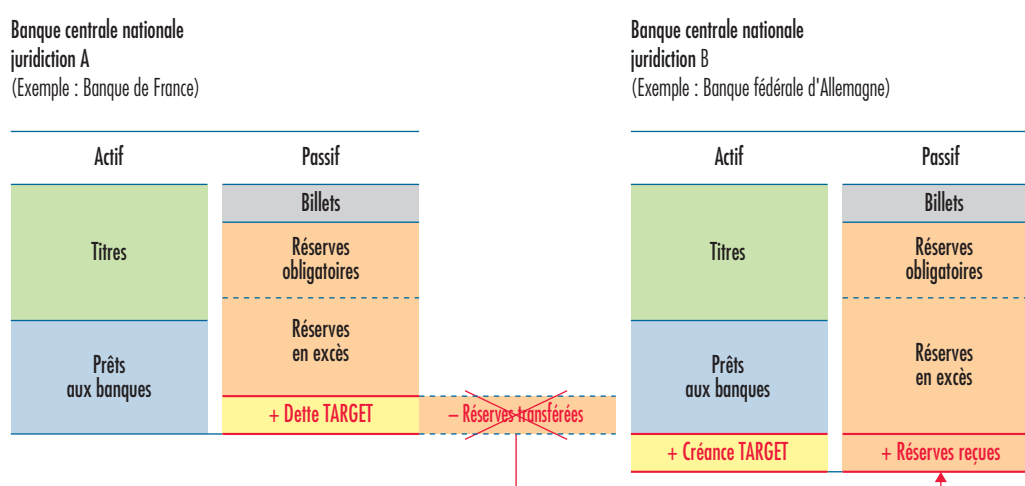
La circulation des liquidités

Les liquidités scripturales et fiduciaires circulent entre les différentes juridictions de la zone euro. Les banques commerciales utilisent une partie de leurs dépôts à la banque centrale (c'est-à-dire leurs réserves) pour effectuer des opérations transfrontalières, pour leur propre compte ou celui de leurs clients. Par exemple, si le client d'une banque française paie un achat de marchandises au

client d'une banque allemande, ses dépôts sont transférés du passif de la banque française vers celui de la banque allemande. En miroir, un montant identique de réserves est transféré de l'actif de la banque française à celui de la banque allemande. Autrement dit, des réserves sont transférées du passif de la Banque de France à celui de la Banque fédérale d'Allemagne, mais la première ne cède pas d'actif à la seconde. Le bilan des deux BCN se rééquilibre donc par des positions TARGET (Jobst *et al.*, 2012) : une dette TARGET est inscrite au passif de la Banque de France et une créance TARGET à l'actif de la Banque fédérale d'Allemagne (cf. schéma 2). Ces positions sont rémunérées à un taux dit taux de référence, dont la valeur est fixée par décision du conseil des gouverneurs de la BCE. Jusqu'à fin 2024, elle correspondait à la valeur du taux des opérations principales de refinancement. Depuis le 1^{er} janvier 2025, elle est égale à la valeur du taux de la facilité de dépôt⁶.

S2 Illustration du mécanisme TARGET

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



Note : TARGET, système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*).

Source : Auteurs.

⁶ Décision (UE) 2024/2939 de la Banque centrale européenne.

Si une BCN peut « subir » ces mouvements de liquidités, elle peut également les déclencher, par exemple lorsqu'elle achète des titres à des banques commerciales hors de sa juridiction. Elle inscrit alors les titres à son actif, tandis que les réserves créées par l'opération apparaissent au passif d'une autre BCN. Une dette TARGET est donc enregistrée à son passif, et une créance TARGET équivalente à l'actif de l'autre BCN. Les achats de titres par les banques centrales ont engendré la majorité des positions TARGET constatées en 2024. Ils expliquent notamment la dette TARGET de la BCE, qui possède un portefeuille de titres de politique monétaire, mais n'a pas de dépôts à son passif.

Contrairement aux dépôts, les billets garantissent l'anonymat des transactions, ce qui empêche de suivre leur circulation dans l'économie. Il n'est donc pas possible d'intégrer l'effet des flux fiduciaires interjuridictions dans les bilans des banques centrales. L'Eurosystème dispose néanmoins d'un principe comptable analogue à TARGET pour traiter le cas des billets : la « position billets » (Handig *et al.*, 2007 ; Krsnakova *et al.*, 2012). Elle est fixée forfaitairement, de sorte que la quantité de billets au passif d'une BCN corresponde à 92 % du montant des billets en circulation dans la zone euro multiplié par sa clé Eurosystème. Les 8 % restants sont attribués à la BCE, dont la position billets est donc positive (BCE créditrice des autres BCN). Cette position – à l'actif dans le schéma 3 ci-contre – est rémunérée au taux de référence, comme une position TARGET.

Le partage du revenu monétaire prend en compte les positions TARGET et billets. En les ajoutant à la formule simplifiée écrite plus haut, et en se référant au bilan figuré en schéma 3, une forme « intermédiaire » du solde de partage peut s'écrire comme ci-dessous.

$$\text{Solde_Partage_Intermédiaire}_i = \text{Clé}_i \times \sum_{k \in \text{BCN Z€}} (I_{\text{titres}_k} + I_{\text{prêts}_k} - I_{\text{réserves}_k} + I_{\text{posTarget\&Billets}_k}) - (I_{\text{titres}_i} + I_{\text{prêts}_i} - I_{\text{réserves}_i} + I_{\text{posTarget\&Billets}_i})$$

S3 Exemple de bilan pour une banque centrale nationale fictive dont la seule mission consiste en la mise en œuvre de la politique monétaire

Actif	Passif	
Créance Billets	Billets	Billets réalloués
Prêts aux banques	Réserves obligatoires	Billets mis en circulation par la BCN
Titres	Réserves en excès	
Créance TARGET		

Source : Auteurs.

À l'échelle de l'Eurosystème, la somme des positions TARGET et billets est nulle. Les intérêts versés (et reçus) au titre de ces positions sont donc rétrocédés lors du partage du revenu monétaire, à l'exception des intérêts issus des positions de la BCE, qui n'entrent pas dans ce partage (cf. annexe 2).

Les interactions entre le bilan monétaire partagé et le bilan non partagé

Si les activités des BCN se limitaient à la mise en œuvre de la politique monétaire, le bilan en schéma 3 suffirait à les décrire. Si, en plus, les intérêts générés par ces activités étaient tous partagés, les règles de partage précédemment décrites suffiraient à calculer les revenus attribués à chaque BCN. Mais certaines activités de banques centrales génèrent d'autres revenus, non partagés. Par exemple, les BCN tiennent les comptes de certains agents non bancaires (principalement les Trésors publics et les agences non centrales). Elles exercent aussi des activités pour compte propre sur les marchés financiers : elles investissent, gèrent leurs réserves de change, interagissent avec le Fonds monétaire international, etc.

De plus, la mise en œuvre de la politique monétaire non conventionnelle a nécessité d'introduire des règles spécifiques. En particulier, si les revenus et les risques liés aux titres publics supranationaux, aux obligations d'entreprises non financières et aux obligations bancaires sécurisées achetées après 2014 sont partagés, ils ne le sont pas pour les titres d'État acquis depuis 2015.

Ainsi, le bilan des BCN ressemble à celui du schéma 4 ci-dessous (représentation « comptable »). L'ensemble des postes monétaires qui génèrent des revenus partagés forme ici le bilan monétaire partagé (encadré en rouge). Celui-ci n'a pas de raison d'être parfaitement équilibré : actif et passif peuvent être de taille différente. Par exemple, en achetant des titres souverains, qui apparaissent à l'actif du bilan non partagé, les BCN créditent les comptes de

dépôt des banques, qui apparaissent au passif du bilan monétaire partagé. Elles créent ainsi une différence entre la taille de l'actif et celle du passif du bilan monétaire partagé. Cette différence, un « actif net partagé », peut être mise en évidence en représentant le bilan des BCN avec une position intercalaire (cf. schéma 4, représentation « analytique »). Cet actif net partagé entre dans le partage du revenu monétaire et est également rémunéré au taux de référence. Autrement dit, si une BCN présente des actifs non partagés financés par des passifs de politique monétaire partagés, elle doit mutualiser une partie forfaitaire des revenus d'intérêt dégagés par ces actifs. Inversement, si une BCN présente des passifs non partagés qui financent des actifs partagés (c'est-à-dire un actif net partagé négatif), une part forfaitaire du coût de ces passifs doit être partagée.

S4 Bilan schématique d'une banque centrale nationale de l'Eurosystème

Représentation « comptable »

Actif	Passif
*	
Créance Billets	Billets
Prêts aux banques	
Créance TARGET	Réserves obligatoires
Titres (p)	
Titres (np)	Réserves en excès
Autres actifs	Autres passifs

Représentation « analytique »

Actif	Passif
*	
Créance Billets	Billets
Prêts aux banques	
Créance TARGET	Réserves obligatoires
Titres (p)	
Actif net partagé	Réserves en excès
Titres (np)	Contrepartie de l'actif net partagé
Autres actifs	Autres passifs

□ Bilan monétaire partagé, c'est-à-dire dont les intérêts sont (intégralement) partagés

■ Créances et dettes intra-Eurosystème **

(p) Titres de politique monétaire, hors : i) titres émis par les États centraux, leurs agences et les administrations locales acquis depuis 2015 ;
ii) obligations bancaires sécurisées achetées avant 2014

(np) Titres de politique monétaire listés en i) et ii) ci-dessus, et titres acquis en dehors des activités de politique monétaire (cf. accord sur les actifs financiers nets – *agreement on net financial assets*, ANFA – du 19 décembre 2022)

* Par convention, chaque banque centrale nationale intègre un petit montant d'or (non rémunéré) à son bilan monétaire partagé en proportion de sa clé Eurosystème (cf. annexe II-A-6 de la décision (UE) 2016/2248).

** D'autres positions inter-banques centrales peuvent exister et être intégrées au bilan monétaire partagé. Elles sont ici négligées pour des raisons de simplicité.

Source : Auteurs.

In fine, le solde de partage du revenu monétaire d'une BCN i peut s'écrire⁷ :

$$\text{Solde_Partage}_i = \text{Clé}_i \times \sum_{k \in \text{BCN Z€}} (L_{\text{titres_partagés}_k} + L_{\text{prêts}_k} - L_{\text{réserves}_k} + L_{\text{posTarget\&Billets}_k} + L_{\text{Actif_net_partagé}_k}) \\ - (L_{\text{titres_partagés}_i} + L_{\text{prêts}_i} - L_{\text{réserves}_i} + L_{\text{posTarget\&Billets}_i} + L_{\text{Actif_net_partagé}_i})$$

La somme des actifs nets partagés des BCN n'est pas forcément nulle.

2 L'évolution des soldes de partage du revenu monétaire

Jusqu'en 2014 : des soldes plutôt faibles

Les soldes de partage du revenu monétaire sont restés relativement faibles jusqu'en 2014 (cf. graphique 1). Ils ont augmenté ponctuellement en 2012 sous l'effet des prêts à long terme octroyés aux banques pour lutter contre la fragmentation financière de la zone euro. En dehors de cet épisode, et à quelques autres exceptions près⁸, le bilan monétaire partagé de l'Eurosystème était constitué d'**agré-gats rémunérés au taux MRO**⁹ et de billets (non rémunérés) : le revenu monétaire partagé était surtout composé du revenu de seigneurage¹⁰. Or, par construction, avec le mécanisme d'ajustement de la circulation des billets, le revenu de seigneurage qui revient aux BCN est toujours réparti proportionnellement aux clés Eurosystème (cf. partie 1), d'où les faibles soldes de partage du revenu monétaire.

2015-2021 : une amplification des soldes en lien avec la politique monétaire non conventionnelle

Entre fin 2014 et 2022, l'Eurosystème a engagé plusieurs mesures de politique monétaire non conventionnelle pour faire face à différentes crises. Les BCN ont mis en œuvre ces mesures, qui ont augmenté la taille de leur bilan et

généralisé **de nouveaux agrégats, rémunérés à des taux différents du taux MRO** :

- elles ont octroyé de nouveaux prêts à long terme aux banques (TLTRO¹¹ I, II et III), avec des taux de rémunération généralement inférieurs au taux MRO ;
- elles ont acheté des titres de différentes catégories d'émetteurs : majoritairement des obligations souveraines (sur le marché secondaire) aux revenus non partagés, mais aussi des obligations supranationales, des obligations d'entreprises non financières, et des obligations bancaires sécurisées, aux revenus partagés ;
- elles ont ainsi créé d'importants volumes de dépôts bancaires à leur passif, dont la majorité est devenue excédentaire (par rapport aux réserves obligatoires) et a été rémunérée, en partie au moins, au taux de la facilité de dépôt.

Ces trois agrégats ont procuré aux BCN des revenus d'intérêt (positifs jusqu'en 2021), qu'elles se sont partagés. Dans la décomposition des soldes de partage des quatre plus grandes BCN ressort la place prépondérante des parts liées aux dépôts des banques et aux prêts de type TLTRO (cf. graphique 2 *infra*). La Banque fédérale d'Allemagne et la Banque de France ont chacune concentré une fraction des dépôts excédentaires de la zone euro supérieure à leur clé Eurosystème. À l'inverse, les prêts ont été consentis principalement aux banques

⁷ D'autres règles de partage des revenus monétaires existent, non décrites dans ce document. Elles régissent par exemple l'entrée d'un nouveau pays dans la zone euro. Leurs effets se révèlent mineurs sur la période récente.

⁸ Notamment des titres souverains dans le cadre du *Securities Market Programme*, et de petits montants de réserves en excès.

⁹ Taux des opérations principales de refinancement (*main refinancing operations*).

¹⁰ Les billets constituent des ressources gratuites auxquelles sont adossés des actifs produisant des revenus d'intérêt (au taux MRO).

¹¹ *Targeted longer-term refinancing operations*, opérations ciblées de refinancement à plus long terme.

italiennes et espagnoles. L'effet des titres de politique monétaire aux revenus partagés s'est avéré moins important, et légèrement positif pour la Banque fédérale d'Allemagne, car le rendement des obligations bancaires sécurisées et des obligations d'entreprises non financières à son bilan était comparativement inférieur au rendement moyen de celles achetées par les autres banques centrales.

Par ailleurs, l'augmentation de la taille des bilans des BCN s'est accompagnée d'une expansion des positions intra-Eurosystème, dont notamment :

- les créances et dettes TARGET des différents pays, en lien avec la situation d'abondance de liquidité ;
- l'actif net partagé, en conséquence de l'augmentation du volume de titres souverains aux revenus non partagés, dont la contrepartie principale est une hausse des montants de dépôts bancaires aux revenus partagés.

Cependant, le taux de référence en vigueur, c'est-à-dire le taux MRO, était proche de zéro en 2015 et nul entre 2016 et 2021. Les créances et dettes intra-Eurosystème n'ont donc pas produit de revenu significatif et n'ont pas affecté les soldes de partage du revenu monétaire.

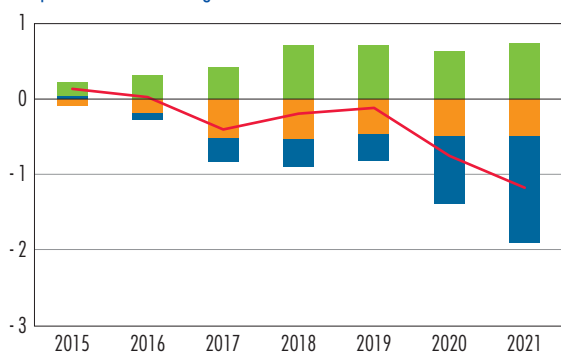
G2 Décomposition des soldes de partage des quatre plus grandes banques centrales nationales de l'Eurosystème entre 2015 et 2021

Vue « brute »

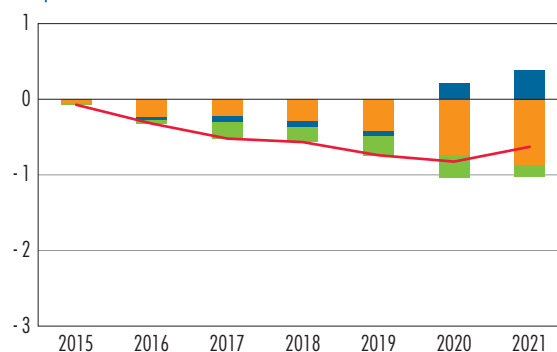
(en milliards d'euros)

— Solde de partage du revenu monétaire ■ Part liée aux titres aux revenus partagés ■ Part liée aux dépôts des banques ■ Part liée aux prêts aux banques

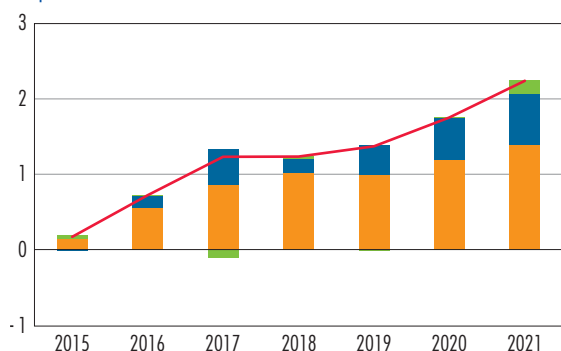
a) Banque fédérale d'Allemagne



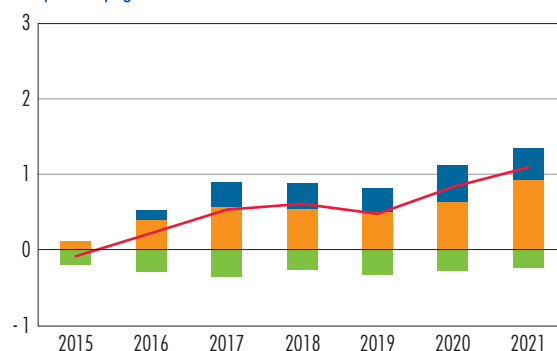
b) Banque de France



c) Banque d'Italie



d) Banque d'Espagne



Note : En vue « brute », les revenus liés à chaque poste du bilan sont calculés en multipliant les montants au bilan par les taux d'intérêt auxquels ils sont rémunérés. Les montants résiduels liés à des règles de partage subsidiaires non décrites dans ce document ainsi qu'à des ajustements au titre des années précédentes sont regroupés dans la « part liée aux titres aux revenus partagés ».

Sources : Eurosystème ; calculs des auteurs.

2022-2024 : avec le début de la normalisation de la politique monétaire, certains soldes ont changé de signe

Au second semestre 2022, puis en 2023 et 2024, l'Eurosystème a normalisé sa politique monétaire en matière de taux d'intérêt : le taux MRO est graduellement passé de 0 % à 4,5 %, avant de baisser jusqu'à 3,15 %. L'encours de titres acquis par les BCN a légèrement diminué, dans un processus de normalisation très progressif.

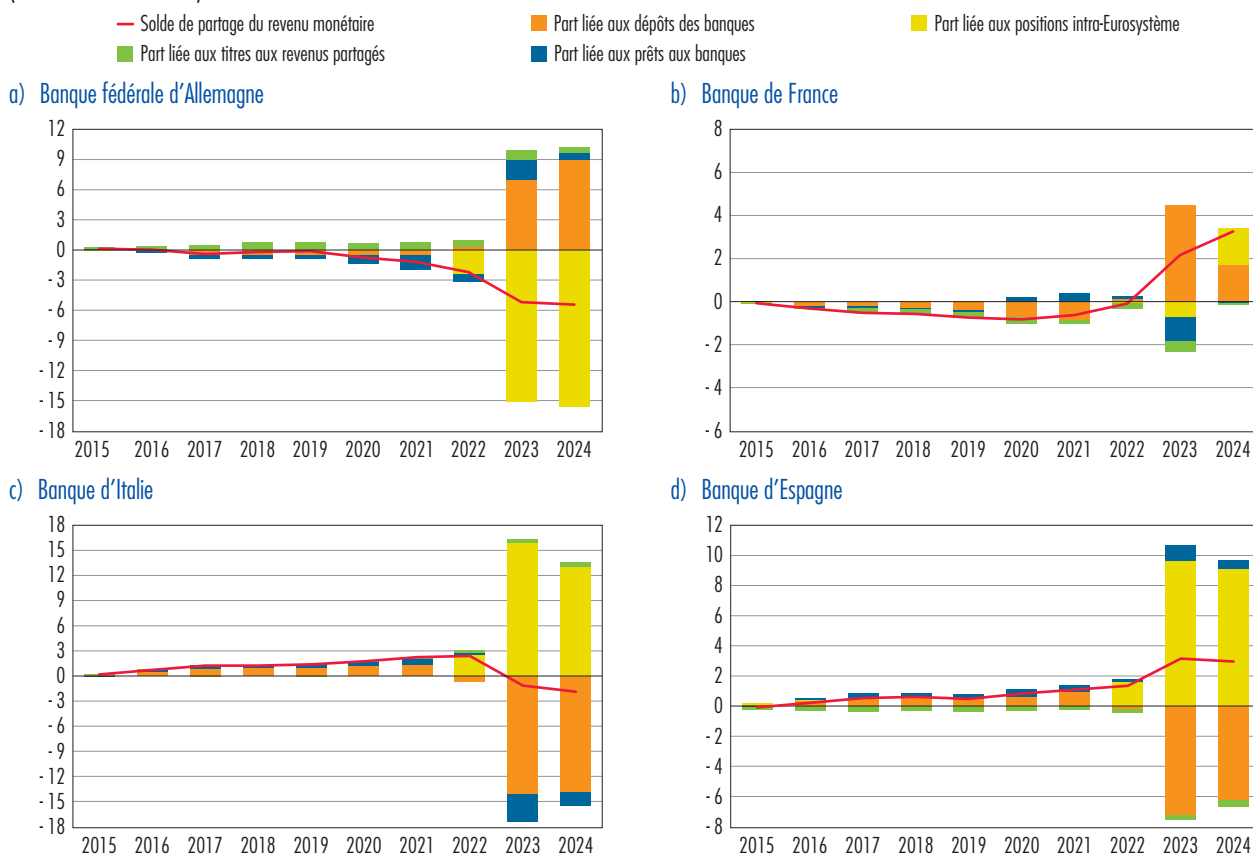
Sur la période 2022-2024, les soldes de partage du revenu monétaire comprennent donc les trois mêmes composantes qu'entre 2015 et 2021, plus une quatrième. En effet, avec un taux MRO devenu positif, les créances et dettes intra-Eurosystème génèrent des revenus qui influencent les

soldes de partage. Le graphique 3 permet d'en mesurer l'importance : contributions fortement négatives au solde de partage de la Banque fédérale d'Allemagne, contributions positives pour les banques centrales italienne et espagnole, et proches de zéro pour la Banque de France. Cette dernière configuration vient de ce que les revenus tirés par la Banque de France de sa position nette intra-Eurosystème sont assez proches de la part des revenus issus des positions intra-Eurosystème qui lui est allouée par sa clé. Mais ce n'est pas le cas pour les trois autres grandes BCN. Par exemple, les revenus nets que la Banque fédérale d'Allemagne tire de sa position intra-Eurosystème sont sensiblement supérieurs à sa quote-part selon la clé Eurosystème. Elle en reverse donc une part au titre du partage (cf. barre jaune négative dans le graphique 3).

G3 Décomposition des soldes de partage des quatre plus grandes banques centrales nationales de l'Eurosystème entre 2015 et 2024

Vue « brute »

(en milliards d'euros)



Note : En vue « brute », les revenus liés à chaque poste du bilan sont calculés en multipliant les montants au bilan par les taux d'intérêt auxquels ils sont rémunérés. Les montants résiduels liés à des règles de partage subsidiaires non décrites dans ce document ainsi qu'à des ajustements au titre des années précédentes sont regroupés dans la « part liée aux titres aux revenus partagés ».

Les positions intra-Eurosystème correspondent aux positions TARGET et billets ainsi qu'aux actifs nets partagés, tels que décrits dans le schéma 4.

Sources : Eurosystème ; calculs des auteurs.

Toutefois, les contributions aux soldes de partage liées aux positions intra-Eurosystème sont en grande partie compensées par des contributions opposées liées aux dépôts bancaires (figurées en orange). Pour simplifier, les achats d'actifs de la Banque d'Italie auprès d'institutions financières allemandes ont généré une liquidité déposée au passif de la Banque fédérale d'Allemagne, associée à une créance TARGET à son actif et à une dette TARGET au passif de la Banque d'Italie. Cette dernière a donc versé des intérêts croissants sur cette position, qui lui ont été rétrocédés lors du partage (d'où la grande taille de la barre jaune). En contrepartie, au moment du partage, elle a participé à la rémunération des liquidités qu'elle a générées au bilan de la Banque fédérale d'Allemagne (cf. barre orange négative).

Ainsi, les rémunérations des positions intra-Eurosystème peuvent être reliées aux autres positions et interprétées comme des coûts de portage. Dans l'exemple qui précède, il s'agit d'un coût de portage des dépôts. Cette interprétation peut se généraliser à tous les agrégats du bilan monétaire partagé d'une BCN : toutes choses égales par ailleurs, si un agrégat disparaît, il est compensé par une variation de même montant de la position TARGET (si l'agrégat apparaît en contrepartie dans le bilan d'une autre BCN) ou de l'actif net partagé (s'il est transféré dans la partie non partagée du bilan de la même BCN). Autrement dit, net de son coût de portage, le revenu monétaire généré par un actif – ou le coût engendré par un passif – est déterminé par la différence entre le taux d'intérêt auquel il est rémunéré et le taux de référence. Dans l'exemple des dépôts, le coût net correspond au taux de la facilité de dépôt (s'il s'agit de réserves excédentaires placées en facilité de dépôt) moins le taux de référence (le taux MRO jusqu'en 2024).

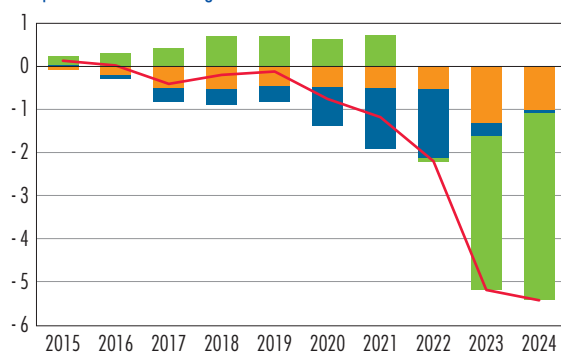
G4 Décomposition des soldes de partage des quatre plus grandes banques centrales nationales de l'Eurosystème entre 2015 et 2024

Vue « nette des coûts de portage »

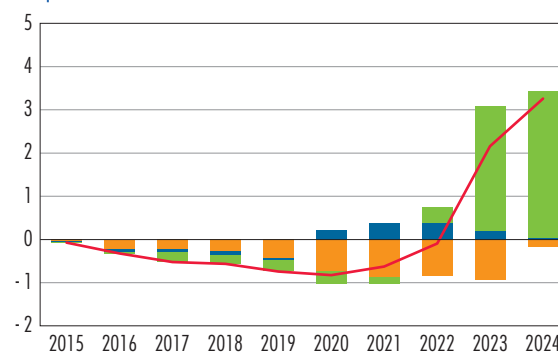
(en milliards d'euros)

— Solde de partage du revenu monétaire ■ Part liée aux titres aux revenus partagés ■ Part liée aux dépôts des banques ■ Part liée aux prêts aux banques

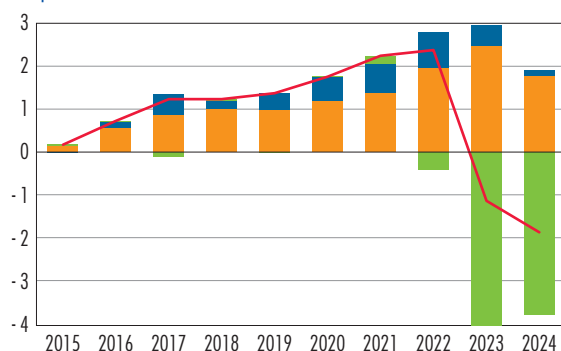
a) Banque fédérale d'Allemagne



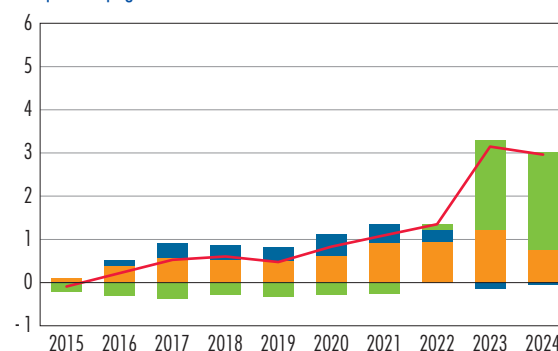
b) Banque de France



c) Banque d'Italie



d) Banque d'Espagne



Note : En vue « nette des coûts de portage », les revenus liés à chaque poste du bilan sont calculés en multipliant les montants au bilan par les taux d'intérêt auxquels ils sont rémunérés moins le taux de référence (cf. annexe 1). Les montants résiduels liés à des règles de partage subsidiaires non décrites dans ce document ainsi qu'à des ajustements au titre des années précédentes sont regroupés dans la « part liée aux titres aux revenus partagés ». Sources : Eurosystème ; calculs des auteurs.

En éliminant ainsi les parties des soldes qui se compensent par construction (cf. annexe 1), les évolutions observées à partir de 2022 deviennent plus faciles à interpréter. Les fortes variations des soldes de partage relevées en 2023 sont avant tout liées aux détentions de titres de politique monétaire aux revenus partagés (cf. graphique 4 *supra*). Ces titres, pour l'essentiel achetés pendant la période de taux bas, offrent un rendement moyen substantiellement plus bas que leur coût de financement, le taux MRO (3,8 % en moyenne en 2023, et 4,1 % en 2024). Or, les banques centrales française et espagnole en ont acheté une part supérieure à leur clé Eurosystem. En particulier parce que, contrairement à la Banque fédérale d'Allemagne et à la Banque d'Italie, elles participent des BCN désignées pour acheter des titres publics supranationaux pour le compte de l'ensemble de l'Eurosystem (cf. annexe 3). Une quote-part du coût de portage associé leur est donc rétrocédée à travers le partage du revenu monétaire.

*
**

En conclusion, entre 2014 et 2022, l'Eurosystem a mené des politiques monétaires non conventionnelles, et seulement quelques banques centrales nationales ont été chargées d'acheter certaines catégories de titres pour le compte de toutes, en particulier les obligations supranationales. Bien qu'à faible rendement, entre 2015 et 2021, ces titres ont légèrement bénéficié aux BCN qui les détenaient, grâce à leur coût de portage nul. Cependant, à partir de mi-2022, la remontée des taux a induit un coût de portage élevé et donc un rendement net fortement négatif. Les BCN qui portaient ces titres, comme la Banque de France et la Banque d'Espagne, ont partagé les coûts avec les autres BCN, ce qui a rendu leurs soldes de partage très positifs et a contribué à la baisse de ceux des autres BCN. Ainsi, si les variations des soldes de certaines BCN peuvent paraître significatives, elles résultent d'un mécanisme de partage des revenus adapté à la mise en œuvre décentralisée d'une politique monétaire commune.

Bibliographie

[Baglioni \(A.\) \(2024\)](#)

« Implementing monetary policy with excess reserves: Fiscal implications for the euro area », *IEP@BU Policy Brief*, université Bocconi, mars.

[Bénassy-Quéré \(A.\) \(2024\)](#)

« Comptes des banques centrales : le trou d'air était attendu », *tribune*, Banque de France, 28 mars.

[Consulter le document](#)

[Bénassy-Quéré \(A.\) \(2025\)](#)

« Comptes des banques centrales : le corollaire du succès », *tribune*, Banque de France, 27 mars.

[Consulter le document](#)

[Cesaratto \(S.\), Febrero \(E.\) et Pantelopoulos \(G.\) \(2025\)](#)

« Redistributing central bank incomes and expenses across the Eurosystem: the Eurosystem's monetary income », *Open Economies Review*, avril.

[Handig \(M.\) et Holzfeind \(R.\) \(2007\)](#)

« Euro banknotes in circulation and the allocation of monetary income within the Eurosystem », *Monetary Policy & the Economy. Quarterly Review of Economic Policy – 5 Years After - Austria's Experience with the Euro*, Q1/07, Banque nationale d'Autriche, p. 150-163, février.

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

« Understanding TARGET2: The Eurosystem's euro payment system from an economic and balance sheet perspective », *Monetary Policy & the Economy. Quarterly Review of Economic Policy – 10 Years of Euro Cash*, Q1/12, Banque nationale d'Autriche, p. 81-91, mars.

[Krsnakova \(L.\) et Oberleithner \(M.\) \(2012\)](#)

« How euro banknotes in circulation affect intra-Eurosystem balances », *Monetary Policy & the Economy. Quarterly Review of Economic Policy – 10 Years of Euro Cash*, Q1/12, Banque nationale d'Autriche, p. 70-80, mars.

Annexe 1

Décomposition des soldes de partage du revenu monétaire Vue « nette des coûts de portage »

Le bilan monétaire partagé d'une banque centrale nationale (BCN) peut être décomposé de la façon suivante.

**Bilan monétaire partagé d'une banque centrale nationale :
représentation analytique**

	Actif	Passif	
Rémunération : à un taux noté $t \Rightarrow$	Titres T	Billets B	(nets de l'« or monétaire ») $\Leftarrow$ non rémunérés
à un taux moyen noté $l \Rightarrow$	Prêts Longs aux banques L	Dépôts des banques D	$\Leftarrow$ Dépôts : D° non rémunérés +
au taux MRO noté $m \Rightarrow$	Prêts Courts aux banques C		D ^m rémunérés au taux MRO noté m +
au taux de référence noté $r \Rightarrow$	Positions intra- Eurosystème E		D ^d rémunérés au taux de la facilité de dépôt noté d

Notes :

L'agrégat « billets » correspond aux billets en circulation dans le pays de la banque centrale nationale (BCN). Plus précisément, ce sont ici les billets en circulation nets de « l'or monétaire » qui est une petite fraction des avoirs en or de la BCN. Selon les règles de partage du revenu monétaire, elle doit être intégrée au bilan monétaire partagé. L'or n'étant pas rémunéré, il est ici assimilé à des « billets négatifs ».

Les positions intra-Eurosystème regroupent notamment la position TARGET, la position « ajustement billets » et l'actif net partagé (cf. schéma 4 dans le corps de l'article).

Les dépôts des banques sont décomposés en trois sous-ensembles :

- les dépôts D° non rémunérés regroupent : i) les réserves excédentaires qui ne sont pas placées sur un compte de « facilité de dépôt » en période où le taux de la facilité est positif ; ii) les réserves excédentaires soumises au *two-tier system* entre le 30 octobre 2019 et le 21 juillet 2022 ; et iii) l'ensemble des réserves obligatoires après le 20 septembre 2023 ;
- les dépôts D^m rémunérés au taux MRO correspondent aux réserves obligatoires jusqu'au 21 décembre 2022 ;
- les dépôts D^d rémunérés au taux de la facilité de dépôt regroupent : i) les réserves excédentaires placées sur un compte de « facilité de dépôt » ; ii) les réserves excédentaires non placées en période où le taux de la facilité de dépôt est négatif (hors part soumise au *two-tier system* entre le 30 octobre 2019 et le 21 juillet 2022 ; et iii) les réserves obligatoires entre le 22 décembre 2022 et le 20 septembre 2023. Est ici négligé le fait que certains dépôts ont été rémunérés à des taux spécifiques, non nuls et différents des taux de politique monétaire.

TARGET est le système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel.

Source : Auteurs.

Avec les notations de ce schéma, l'expression brute du revenu monétaire (journalier) à partager de la BCN s'écrit :

$$R = \frac{1}{360} [(T.t + L.l + C.m + E.r) - (B.0 + D^0.0 + D^m.m + D^d.d)]$$

Dans cette expression, le revenu associé à chaque poste du bilan monétaire partagé est égal au produit de son montant par le taux auquel il est rémunéré. Ainsi, les titres sont considérés comme rapportant $T.t$, les prêts longs $L.l$, etc.

Pour obtenir la « vue nette des coûts de portage », il convient i) de réécrire E en fonction des autres éléments du bilan, et ii) de regrouper les termes de l'expression pour obtenir un taux net – du coût de portage – pour chaque poste :

$$i) : R = \frac{1}{360} [(T.t + L.l + C.m + \underbrace{(B + D^0 + D^m + D^d - T - L - C).r}_{\text{Décomposition de } E \text{ par identité comptable}}) - (B.0 + D^0.0 + D^m.m + D^d.d)]$$

Décomposition de E par identité comptable

$$ii) : R = \frac{1}{360} [\underbrace{T.(t-r)}_{\text{}} + L.(l-r) + C.(m-r) + B.r + D^0.r + D^m.(r-m) + D^d.(r-d)]$$

$T.t$ est le revenu brut issu des titres
et $-T.r$ le coût de portage

Dans cette nouvelle décomposition, les titres T , par exemple, sont considérés comme rapportant $T.(t-r)$. Cette approche est plus fidèle à la réalité financière, car si nous analysons l'effet de la présence d'un poste isolé (*ceteris paribus*) au bilan monétaire partagé de la BCN, le revenu qui lui est attribuable n'apparaît pas simplement lié à son taux de rémunération. En détenant les titres T , la BCN diminue d'autant sa position intra-Eurosystème : soit elle réduit sa créance TARGET (par rapport à la situation où une autre BCN détiendrait ces titres), soit elle réduit son actif net partagé (par rapport à une situation où elle détiendrait ces titres dans la partie non partagée de son bilan). Ainsi, elle substitue des titres à une position intra-Eurosystème, et substitue donc un revenu de $T.t$ à un revenu de $T.r$, d'où le revenu net du coût de portage de $T.(t-r)$ associé aux titres.

Si nous notons $\tilde{T}, \tilde{L}, \tilde{C}, \tilde{B}, \tilde{D}^0, \tilde{D}^m, \tilde{D}^d$ les sommes des postes $T, L, C, B, D^0, D^m, D^d$ de toutes les BCN de Eurosystème, et $\tilde{t}, \tilde{l}$ les équivalents de t et l , la vue « nette du coût de portage » du revenu monétaire à partager de l'ensemble des BCN s'écrit de la même manière :

$$\tilde{R} = \frac{1}{360} [\tilde{T}.(\tilde{t}-r) + \tilde{L}.(\tilde{l}-r) + \tilde{C}.(m-r) + \tilde{B}.r + \tilde{D}^0.r + \tilde{D}^m.(r-m) + \tilde{D}^d.(r-d)]$$

De plus, pour toute journée antérieure au 1^{er} janvier 2025, nous avons $r = m$. En notant k la clé Eurosystème de la BCN et $\tilde{X}$ la quote-part $k \times \tilde{X}$ pour chaque agrégat $\tilde{X}$, la vue « nette du coût de portage » du solde de partage du revenu monétaire de la BCN (i. e. $S = \tilde{R} - R$) s'écrit alors :

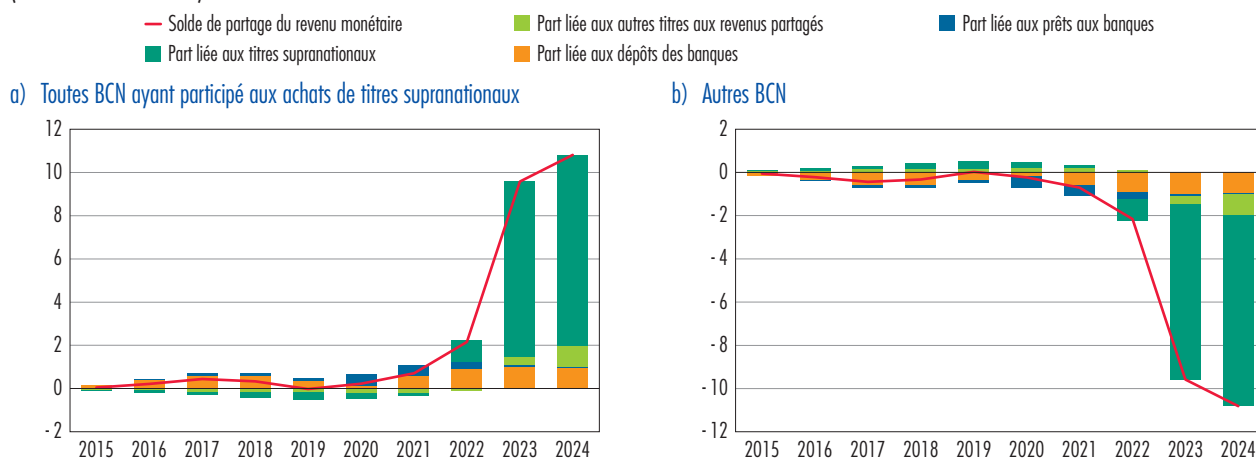
$$S = \frac{1}{360} \left[\underbrace{\tilde{T}(\tilde{t}-m) - T(t-m)}_{\text{Part liée aux titres aux revenus partagés}} + \underbrace{\tilde{L}(\tilde{l}-m) - L(l-m)}_{\text{Part liée aux prêts longs ([T]LTRO)}} + \underbrace{(\tilde{B}-B)m}_{\text{Part liée aux billets } (\approx 0)} + \underbrace{(\tilde{D}^0 - D^0)m + (\tilde{D}^d - D^d)(m-d)}_{\text{Part liée aux dépôts des banques}} \right]$$

Cette décomposition permet d'établir le graphique 4 (cf. *supra*). L'importance des achats de titres supranationaux dans l'évolution récente des soldes de partage des revenus monétaires se lit également dans le graphique ci-dessous, qui distingue les BCN qui ont participé aux achats de titres supranationaux (cf. annexe 3) des autres BCN.

Décomposition des soldes de partage du revenu monétaire dans l'Eurosystème : banques centrales nationales détenant des titres supranationaux vs autres BCN

Vue « nette des coûts de portage »

(en milliards d'euros)



Note : Les montants résiduels liés à des règles de partage subsidiaires non décrites dans ce document ainsi qu'à des ajustements au titre des années précédentes sont regroupés dans la « part liée aux autres titres aux revenus partagés ».

Sources : Eurosystème ; calculs des auteurs.

Annexe 2

Intérêts sur les positions TARGET et partage du revenu monétaire

Par construction, la somme des positions TARGET des banques centrales de l'Eurosystème est nulle¹. Ainsi, si la Banque centrale européenne (BCE) participait au partage du revenu monétaire, les intérêts payés ou reçus durant une année au titre de ces positions seraient totalement annulés à la fin de l'année : par l'intermédiaire de son solde de partage, chaque banque centrale recevrait le montant qu'elle a payé ou paierait le montant qu'elle a reçu. La BCE étant seule à ne pas participer au partage du revenu monétaire², seuls les intérêts qu'elle a payés (ou reçus) ne sont pas annulés. Ils sont ainsi partagés entre les différentes BCN au prorata de leur clé Eurosystème,

ce qui aboutit aux montants surlignés dans le tableau ci-dessous.

Les intérêts payés sur les positions TARGET sont donc en grande partie rétrocédés en fin d'année à travers le partage des revenus monétaires. Mais en cours d'année, ils permettent une meilleure péréquation entre coûts et revenus. Par exemple, un afflux de dépôts bancaires au passif d'une BCN génère une charge que les intérêts sur la position TARGET issue de cet afflux aident à financer en attendant la fin d'année et le partage du revenu monétaire.

Partage des intérêts liés aux positions TARGET

(en milliards d'euros)

	Intérêts reçus au titre de la position TARGET avant partage	Intérêts reçus au titre de la position TARGET après partage	Part du solde de partage liée aux positions TARGET		Intérêts reçus au titre de la position TARGET avant partage	Intérêts reçus au titre de la position TARGET après partage	Part du solde de partage liée aux positions TARGET
	Banque fédérale d'Allemagne				Banque de France		
	(A1)	(A2)	(A3) = (A2) – (A1)		(F1)	(F2)	(F3) = (F2) – (F1)
2021	0	0	0		0	0	0
2022	7	1	- 6		0	0	1
2023	41	4	- 38		- 3	3	6
2024	44	4	- 40		- 6	3	9
	Banque d'Italie				Banque d'Espagne		
	(I1)	(I2)	(I3) = (I2) – (I1)		(E1)	(E2)	(E3) = (E2) – (E1)
2021	0	0	0		0	0	0
2022	- 4	0	4		- 3	0	3
2023	- 23	2	25		- 16	2	18
2024	- 20	3	22		- 18	2	20

Les « intérêts reçus au titre de la position TARGET après partage » correspondent aux intérêts payés par la Banque centrale européenne au titre de sa dette TARGET multipliés par la clé Eurosystème du pays concerné :

27% (clé Eurosystème de l'Allemagne) ; **20%** (clé de la France) ; **16%** (clé de l'Italie) ; **12%** (clé de l'Espagne).

Note : TARGET, système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*).

Sources : Eurosystème ; calculs des auteurs.

¹ En réalité, elle n'est pas exactement nulle, car certaines banques centrales hors zone euro détiennent des positions TARGET (Bulgarie, Danemark, Pologne, et Roumanie). Ces positions sont très faibles, et toujours positives.

² Si son résultat le permet, les intérêts reçus par la BCE sont redistribués aux BCN par le dividende.

Annexe 3

Répartition des achats de titres de politique monétaire au sein de l'Eurosystème

Titres souverains nationaux :

3 300 milliards d'euros au bilan de l'Eurosystème à fin 2024

Les banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème ne partagent ni les risques ni les revenus des programmes d'achat de titres des États centraux, de leurs agences et des administrations locales menés depuis 2015 : chaque BCN détient uniquement des titres de sa juridiction et possède une part du total (formé par toutes les BCN) proche de sa clé Eurosystème quand les conditions de marché le permettent¹. La BCE complète les achats.

Titres supranationaux :

387 milliards d'euros

À partir du 24 octobre 2019, seules six BCN au sein de l'Eurosystème conduisent les achats de titres supranationaux et de banques multilatérales de développement, afin de « simplifier la mise en œuvre du programme et de protéger le fonctionnement de marché » : ce sont les banques centrales de France, Espagne, Grèce, Slovaquie, Lettonie et Estonie². De plus, la Banque centrale du Luxembourg remplace ses obligations échues. Comme ce programme est mené en risques partagés, les revenus générés par les BCN en charge de ces achats sont ensuite redistribués à travers le solde de partage.

Obligations d'entreprises :

333 milliards d'euros

Les banques centrales de six pays, Allemagne, France, Italie, Espagne, Belgique et Finlande, effectuent les achats d'obligations d'entreprises pour le compte de l'ensemble

de l'Eurosystème. Chacune de ces BCN se voit confier un segment particulier du marché. Par exemple, la Banque de France est en charge des achats des obligations d'entreprises françaises, alors que la Banque nationale de Belgique achète les titres belges, chypriotes, grecs, luxembourgeois, maltais, portugais, slovènes, slovaques et néerlandais. Les titres néerlandais sont également achetés par la Banque fédérale d'Allemagne, la Banque d'Espagne et la Banque d'Italie³. Ce programme est mené en risques partagés, et les revenus ainsi générés par les BCN sont donc redistribués à travers le solde de partage.

Obligations bancaires sécurisées :

260 milliards d'euros

L'ensemble des BCN de l'Eurosystème mène, en risques et revenus partagés, les programmes d'achats d'obligations bancaires sécurisées (ou *covered bond purchase programmes*), hors CBPP 1 et 2. Les titres éligibles concernent les émetteurs de la zone euro, et les BCN ne sont pas tenues d'acheter uniquement des titres de leur juridiction. La BCE complète les achats.

Éditeur

Banque de France

Directeur de la publication

Claude Piot

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

Secrétaire de rédaction

Didier Névonnic

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

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



1 Par exemple, dans un premier temps, la Banque centrale de Grèce n'a pas procédé à des achats de titres souverains grecs car ceux-ci ne remplissaient pas les conditions d'éligibilité définies par l'Eurosystème.

2 Cf. BCE, FAQ on the public sector purchase programme: Q1.7 « Which NCBs bought EU supranational securities? »

3 Cf. BCE, FAQ on purchases of corporate sector purchase programme: Q2.4 « Who conducts the purchases? »