Bulletin
de la Banque de France
239/2 - JANVIER-FÉVRIER 2022

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

Politique monétaire et inflation

L'augmentation de la masse monétaire pendant la crise Covid : analyse et implications

À la suite de la crise Covid, la masse monétaire a augmenté à des rythmes historiquement élevés dans la zone euro et aux États-Unis en 2020, avant de revenir sur une tendance d'augmentation plus modérée en 2021. Cette évolution est due à une importante création monétaire par les banques centrales et les banques commerciales, soutenue par l'achat de titres publics. Parallèlement, les émissions de dette publique ont également atteint des sommets pour faire face aux conséquences de la crise sanitaire. Cet article explique les principaux mécanismes à l'origine de ces évolutions et explore également les relations entre ce surcroît de création monétaire et le niveau des prix.

Louis BÊ DUC et Cristina JUDE
Direction de l'Économie et de la Coopération internationales

Jean-Charles BRICONGNE
Direction des Enquêtes de conjoncture et des Analyses microéconomiques et structurelles

Matthieu BUSSIÈRE, Adrian PENALVER et Miklos VARI
Direction des Études monétaires et financières

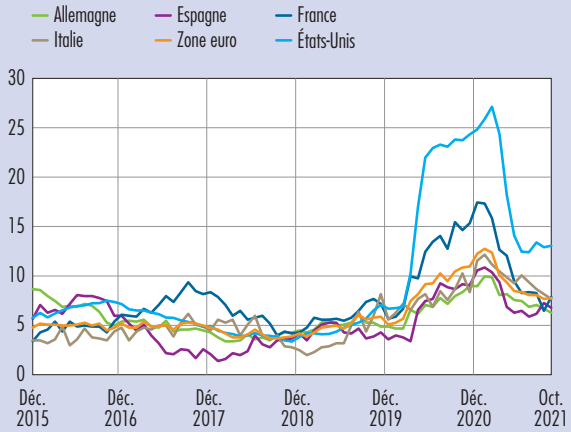
Franck SÉDILLOT et Yann WICKY
Direction des Statistiques monétaires et financières

Codes JEL
E31 et E51

12 %
le taux de croissance de la masse monétaire en zone euro fin 2020 a plus que doublé (5 % en 2019), pour retomber à 7 % fin 2021

25 %
le taux de croissance de la masse monétaire aux États-Unis fin 2020 a quintuplé (5 % en moyenne en 2019), pour retomber à 13 % fin 2021

Croissance des agrégats monétaires en zone euro et aux États-Unis
(taux de croissance en %, en glissement annuel)

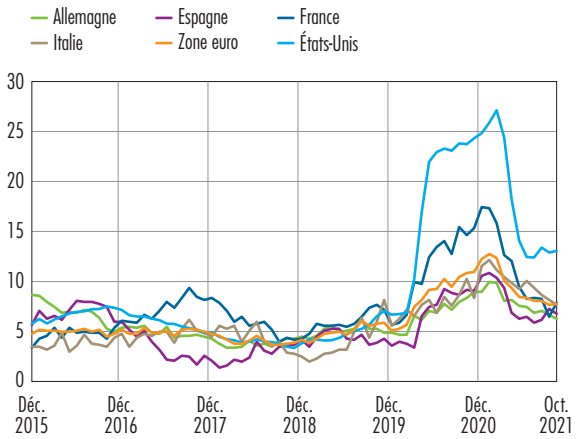


Note : Pour les États-Unis, l'agrégat correspond à M2, car la Fed ne publie plus M3 depuis 2006.
Sources : Banque centrale européenne, Réserve fédérale des États-Unis (Fed).

Entre 2019 et 2020, dans la zone euro, le taux de croissance de la masse monétaire (M3, agrégat large permettant de prendre en compte d'éventuels transferts entre actifs liquides, cf. définition en annexe) a nettement augmenté. Il est passé de 5 % à environ 12 %, ce qui correspond à un flux annuel de 1 589 milliards d'euros. Cette progression de 7 points de pourcentage sur un an est la plus rapide enregistrée depuis la création de l'euro. Une augmentation encore plus marquée a été observée aux États-Unis, où le taux de croissance de M2 est passé d'environ 5 % à 25 % (cf. graphique 1). Ce rythme soutenu d'expansion monétaire a suscité des inquiétudes parmi les économistes quant à d'éventuelles pressions inflationnistes [1].

La dynamique monétaire en 2020 a été principalement alimentée par la réponse budgétaire à la crise Covid, elle-même facilitée par les achats à grande échelle de titres de dette publique par les institutions financières monétaires (IFM) [2], en particulier les banques centrales. La singularité de cette période est bien mise en relief par la normalisation qui s'est amorcée, dès les premiers mois de 2021, et se traduit par un taux de croissance annuel d'environ 7 % en zone euro en décembre 2021. Cet article explique les principaux mécanismes à l'origine de ces évolutions et explore également les relations entre ce surcroît de création monétaire et le niveau des prix, en se concentrant sur la phase initiale de la crise, durant laquelle les évolutions ont été les plus marquées.

G1 Croissance des agrégats monétaires en zone euro et aux États-Unis
(taux de croissance en %, en glissement annuel)



Note : Pour les États-Unis, l'agrégat correspond à M2, car la Fed ne publie plus M3 depuis 2006.
Sources : Banque centrale européenne, Réserve fédérale des États-Unis (Fed).

1 Une forte augmentation des agrégats monétaires en zone euro, principalement alimentée par l'achat massif de dette publique par les IFM

Une forte croissance des dépôts détenus par les ménages et les sociétés non financières

Dans la zone euro, la masse monétaire (ou monnaie au sens large) est définie comme l'ensemble des billets de banque et des pièces, des dépôts et des titres de créance à court terme et des parts d'OPCVM monétaires, détenus par les agents résidents hors IFM et administrations centrales [3]. La masse monétaire est inscrite au passif du bilan des IFM. Les dépôts des SNF ont le plus augmenté au cours de la période récente dans la zone euro, suivis par les dépôts des ménages. En 2020, le taux de croissance des dépôts semble assez proche entre les pays de la zone euro, à l'exception de la France, où il apparaît beaucoup plus élevé, une tendance que l'on retrouvait en 2017 (cf. encadré 1).

De fait, l'accumulation de dépôts par les SNF de la zone euro atteint 518 milliards d'euros en 2020, dont 445 milliards au cours des trois premiers trimestres de l'année. Ces montants correspondent à une hausse de l'encours d'environ 20 % sur un an (contre 6 % en 2019), alors que l'activité de nombreuses entreprises a été ralentie, sinon stoppée, durant plusieurs mois en 2020, ce qui aurait pu les conduire à tirer plus largement sur leurs trésoreries. Celles-ci ont cependant été renforcées par les différentes aides publiques mises en place.

Les ménages ont également accru leur épargne liquide, qui a atteint 607 milliards d'euros en 2020, dont 423 milliards au cours des trois premiers trimestres de l'année.

1 Par exemple, Morgan Stanley, relayé par CNBC, déclarait : « *La Fed pourrait ne pas avoir le contrôle de la croissance de la masse monétaire, ce qui signifie qu'elle n'aura pas non plus le contrôle de l'inflation, si elle se déclenche* ».

2 Une définition des IFM est disponible sur le *site Internet de la Banque de France*.

3 Plus précisément, les ménages, les sociétés non financières (SNF), les administrations publiques hors administrations centrales, les compagnies d'assurance et fonds de pension, les fonds d'investissement non monétaires et autres sociétés financières diverses non IFM.

ENCADRÉ 1

La croissance monétaire en France en 2020

Depuis 2016, la contribution de la France à la croissance de M3 en zone euro a progressé à un rythme plus élevé que la moyenne de la zone euro. En 2020 notamment, cet écart a dépassé 3,3 points de pourcentage en moyenne. La contribution française est portée à la fois par les dépôts à vue et les livrets A des ménages (+ 150 milliards d'euros), et par les dépôts des sociétés non financières – SNF (+ 167 milliards d'euros). Ce flux de 317 milliards d'euros représente 28 % de l'ensemble des flux de dépôts à vue et assimilés de la zone euro (soit 1 116 milliards) et 20 % du flux de M3 de la période (soit 1 589 milliards).

Pour les ménages, une grande partie de cette accumulation de dépôts provient de l'épargne financière c'est-à-dire du surcroît du revenu disponible sur la consommation et l'investissement immobilier. Leurs actifs financiers nets ont ainsi augmenté de 115 milliards d'euros en 2020. Cette hausse reflète probablement l'effet restrictif des contraintes sanitaires sur la consommation (fermeture de restaurants et de magasins, suspension des voyages) ainsi que l'effet positif sur les revenus des mesures prises par le gouvernement français sur le maintien des salaires dans les entreprises (le chômage partiel et le fonds de solidarité par exemple).

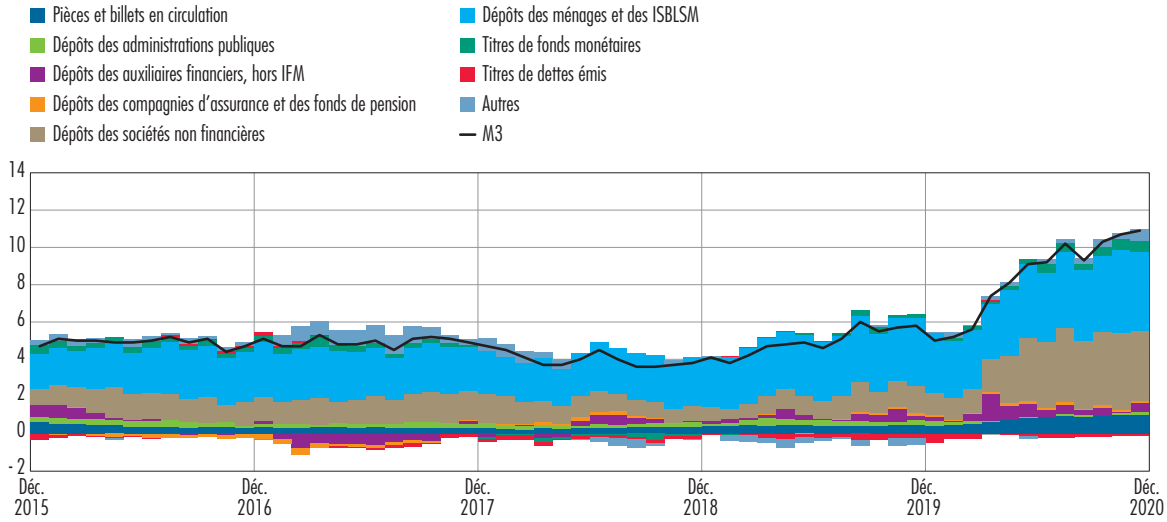
Pour les sociétés non financières, plus de 130 milliards d'euros de prêts garantis par l'État à des conditions de coût favorables ont été accordés en 2020, en plus des prêts aux conditions du marché.

Dans l'ensemble, les **institutions financières monétaires** (IFM) françaises ont contribué dans une très large mesure à la dynamique monétaire de la zone euro, représentant 42 % des flux de crédit au secteur privé de la zone euro et 22 % des crédits au gouvernement (la part de la France dans le PIB de la zone euro s'élevant à 20 %).

Ainsi les dépôts de ces deux catégories d'agents, qui contribuent pour 70 % à la hausse de M3 en 2020 (cf. graphique 2), ont progressé de 1 125 milliards d'euros, contre une augmentation annuelle moyenne de 407 milliards de 2015 à 2019, ce qui équivaut à un surcroît de dépôts d'environ 700 milliards.

G2 Taux de croissance de M3 et contribution au taux de croissance de chaque composante

(en %)



Notes : Tous les engagements inclus ici (par exemple, les pensions, les titres de créance, etc.) sont des composantes de M3.
IFM, institutions financières monétaires ; ISBLSM, institutions sans but lucratif au service des ménages.
Source : Banque centrale européenne, SDW, statistiques monétaires.

La principale source de croissance de M3 en zone euro a été l'achat massif de titres publics par les IFM

Face à une chute drastique de l'activité économique, les gouvernements de la zone euro ont lancé des plans de relance budgétaire massifs, comprenant des transferts aux ménages et aux entreprises (notamment par le biais de plans de chômage partiel, de subventions aux entreprises, de transferts sociaux [4]), ainsi que des reports d'impôts. Au total, le montant des transferts publics nets d'impôts reçus par les ménages et les entreprises s'est élevé à plus de 500 milliards d'euros en 2020.

Ces transferts, ainsi que la baisse importante des recettes fiscales, ont entraîné une augmentation substantielle du déficit budgétaire de la zone euro, qui est passé de 0,6% du PIB en 2019 à 7,2% du PIB en 2020, conduisant ainsi à d'importantes émissions d'obligations publiques. La plupart de ces obligations ont été acquises par les IFM et, en particulier, par l'Eurosystème (cf. tableau), déclenchant une importante création monétaire (voir l'encadré 2, détaillant le lien entre le bilan des IFM et la monnaie).

Acquisition de titres par les institutions financières monétaires (IFM) en 2020 en zone euro

(en milliards d'euros)

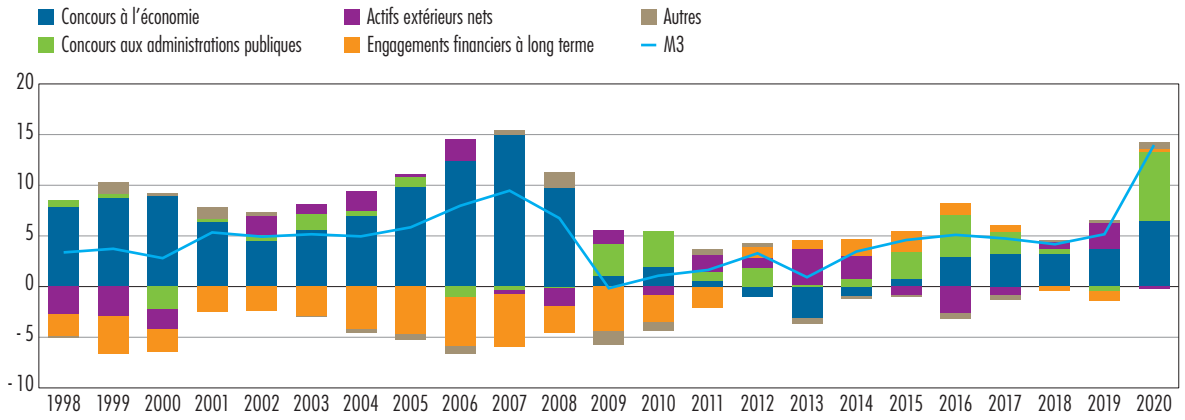
Achats de titres publics par les IFM	1 063
dont :	
Banques commerciales	*319*
Banque centrale (Eurosystème)	*744*
Augmentation de la dette publique	1 037
dont :	
Dépôts auprès de la banque centrale	*538*
Transferts publics	*499*

Source : Eurosystème, bilan des IFM, statistiques sur les détentions de titres.

En examinant les « contreparties de M3 » [5], c'est-à-dire essentiellement les variations des postes du bilan des IFM qui constituent la contrepartie de la croissance monétaire, le graphique 3 montre que l'augmentation exceptionnelle de la masse monétaire en 2020 s'explique principalement par l'achat massif de titres publics par les IFM. Les flux annuels de concours aux administrations publiques en pourcentage du PIB ont atteint le plus haut niveau observé depuis la création de la zone euro. Les concours

G3 Évolution de M3 et de ses contreparties

(flux annuels, en % du PIB)



Note : Les concours à l'économie comprennent les crédits aux secteurs non IFM hors administrations publiques et les titres émis par ceux-ci, détenus par les IFM. Les concours aux administrations publiques incluent les crédits aux administrations publiques et les titres émis par celles-ci, nets des dépôts de l'administration centrale auprès des IFM. Les engagements financiers à long terme représentent les engagements non monétaires des IFM. La rubrique « Autres » comprend notamment le capital et les réserves.
Source : Eurosystème, bilan des IFM.

4 Haroutunian *et al.* (2021).
5 Cf. El Amri *et al.* (2021).

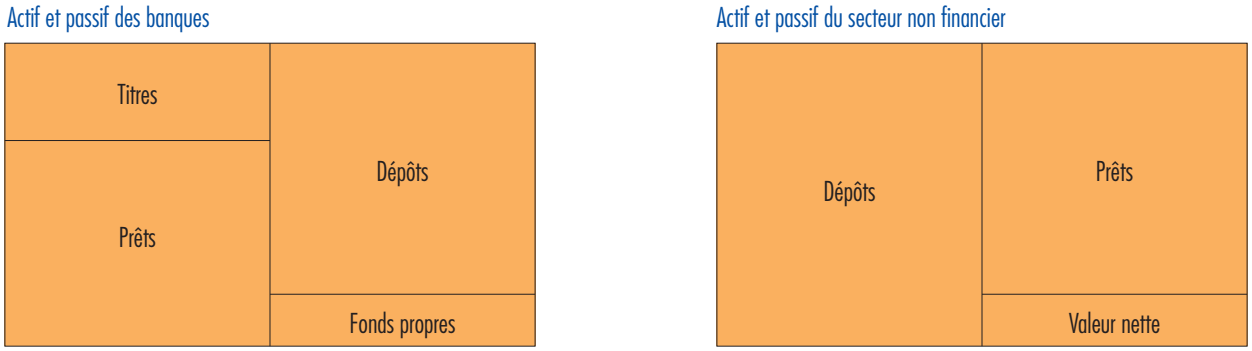
ENCADRÉ 2

Le bilan des institutions financières monétaires reflète la création de monnaie

Les sources de création monétaire peuvent être analysées en examinant les bilans du secteur bancaire et du secteur non financier. Dans les exemples ci-après, on se limite parmi les institutions financières monétaires (IFM) aux banques, et, parmi les non-IFM au secteur non financier.

Dans l'exemple stylisé ci-dessous (cf. schéma a), les principaux actifs du système bancaire sont les prêts et les titres. Le principal passif des banques est constitué par les dépôts du secteur non financier. De l'autre côté, le secteur non financier détient principalement des dépôts bancaires et est débiteur du secteur bancaire.

Schéma a
Actif et passif du système bancaire et du secteur non financier (situation initiale)



Source : Banque de France.

Sur le schéma b, nous représentons les bilans du secteur des banques, lorsque ceux-ci décident d'acheter des titres supplémentaires (zone violette) et d'octroyer d'avantage de prêts (zone verte). Comme on peut le voir, les prêts supplémentaires accordés par le secteur bancaire se traduisent par des dépôts supplémentaires, car lorsqu'un prêt est accordé, les fonds sont généralement crédités sur le compte de l'emprunteur. Ce que résume l'expression : « les crédits font les dépôts ».

Dans le cas où la banque achète une obligation souveraine, on distingue deux étapes : i) l'achat de l'obligation par la banque commerciale, lors de l'émission de dette par le Trésor et ii) le versement (chomage partiel, etc.) par le gouvernement des fonds empruntés sur les comptes de dépôt des ménages auprès des banques. Ce n'est qu'à cette seconde étape que les dépôts du secteur non financier, et donc M3, s'accroissent.

À ce stade du raisonnement, s'agissant du bilan consolidé des banques, il n'a pas été fait de distinction entre la banque centrale et les banques commerciales [1].

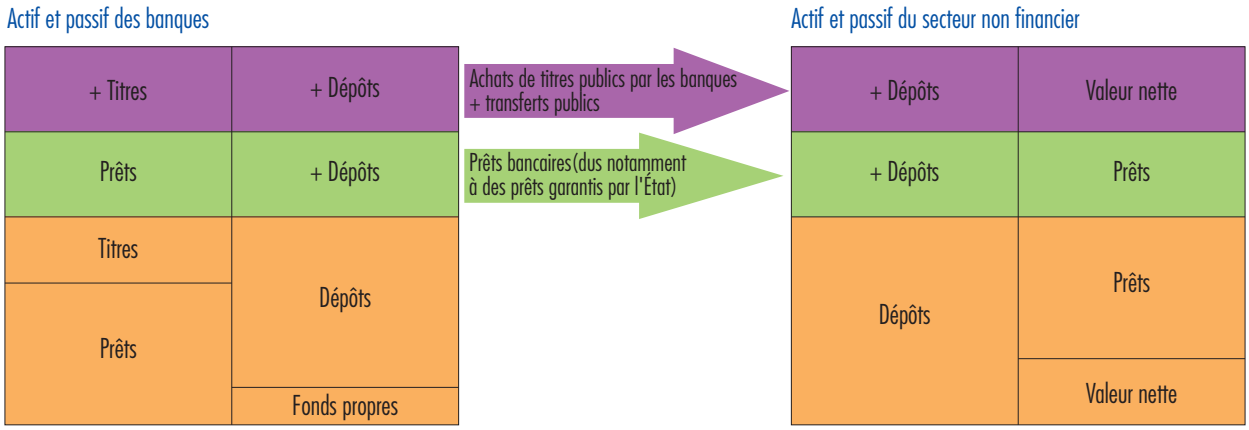
Si la banque centrale achète des obligations publiques aux banques commerciales, elle crédite en monnaie centrale les banques commerciales. Le bilan de la banque centrale va ainsi augmenter (titres d'État à l'actif et augmentation des dépôts de la banque commerciale au passif). La banque commerciale constatera une diminution de sa détention

.../...

1 À noter, que l'Eurosystème (la BCE et les 19 banques centrales nationales de la zone euro) n'est autorisé à acheter des obligations que sur le marché secondaire, c'est-à-dire auprès des investisseurs. Le marché secondaire se distingue du marché primaire, dans lequel l'État émet ses obligations auprès d'investisseurs.

de titres publics et une augmentation équivalente du solde de son compte auprès de la banque centrale. Les dépôts du secteur non financier et donc M3 resteront inchangés. Dans cet exemple, seuls les achats de titres publics par les banques commerciales créent de la monnaie, mais ces achats sont facilités par le refinancement massif par la banque centrale, ainsi qu'observé en 2020.

Schéma b
Actif et passif du système bancaire et du secteur non financier après l'achat de titres d'État par les banques et l'octroi de prêts supplémentaires



Source : Banque de France.

à l'économie ont également fortement progressé, notamment en raison de la croissance des prêts aux sociétés non financières (principalement sous forme de prêts garantis par l'État).

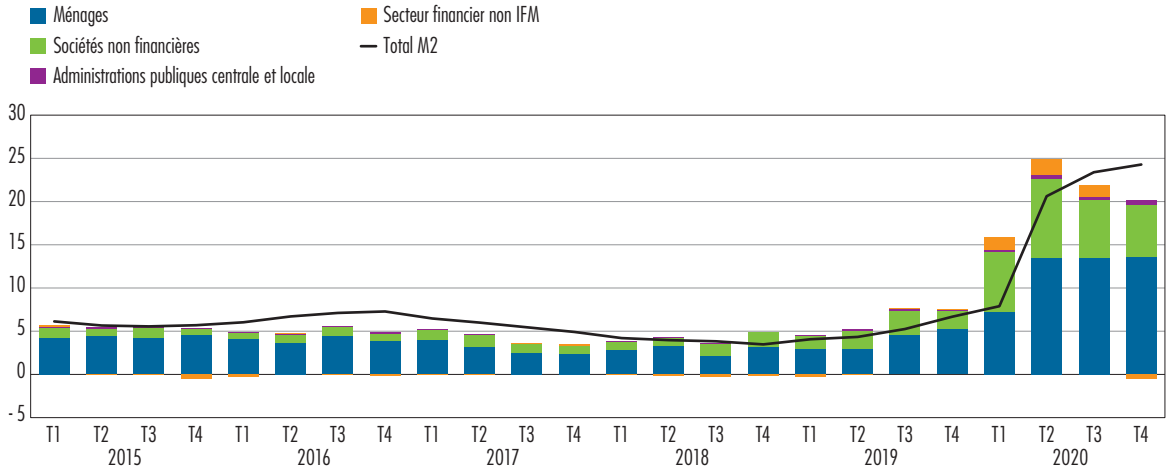
Cette situation diffère de celle de 2016, où les concours aux administrations publiques avaient également augmenté suite au programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) de la banque centrale, mais sans croissance significative de la dette publique. À l'époque, les IFM avaient principalement acheté des titres publics à des non-résidents (Koijen *et al.*, 2017), ce qui avait entraîné une détérioration des « actifs extérieurs nets », sans effet sur M3. À l'inverse, en 2020, la contrepartie extérieure a peu changé, car la plupart des titres publics acquis par les IFM correspondaient à ceux nouvellement émis (Sirello, 2020). Un épisode similaire de forte hausse de la dette publique, ainsi que de la contrepartie « concours aux administrations publiques », a eu lieu en 2009-2010, après la crise financière. À l'époque, cependant, M3 n'avait pas beaucoup augmenté, car les banques avaient enregistré une forte progression de leurs émissions de titres à long terme [6], ces derniers ne faisant pas partie de M3.

Dans le contexte actuel, on peut se demander pourquoi les ménages et les SNF n'ont pas réduit leurs dépôts en achetant des produits d'assurance ou des titres financiers. En effet, selon les modèles traditionnels de placement financier des ménages, les dépôts liquides (intégrés dans M3) rapportent un taux d'intérêt inférieur (souvent nul) au rendement d'autres actifs financiers ou réels. Toutefois, les actifs sans risque rapportent actuellement des taux d'intérêt négatifs dans la zone euro et la courbe des rendements est relativement plate. Détenir des dépôts liquides n'implique donc pas une forte perte pour les ménages (ou un coût d'opportunité élevé). En conséquence, les ménages ont préféré détenir leur patrimoine financier sous forme de dépôts, dans une période marquée par l'incertitude.

6 Cf. Banque centrale européenne – BCE (2010) : « *Les données suggèrent que, jusqu'au début de 2010, l'ajustement brutal observé dans les risques et les rendements pertinents a entraîné un déplacement des investissements financiers vers des instruments non monétaires [...] les investissements dans des instruments IFM à plus long terme ont également augmenté* ».

G4 Contributions des secteurs à la croissance de M2 aux États-Unis

(taux de croissance en %, en glissement annuel)



Note : IFM, institutions financières monétaires.
Source : Proxy basé sur les comptes financiers en stock publiés par la Fed.

2 Une hausse de la masse monétaire encore plus marquée aux États-Unis, principalement du côté des dépôts des ménages

Les actifs monétaires ont plus augmenté aux États-Unis que dans la zone euro

Fin 2020, l'agrégat monétaire M2 [7] a augmenté de 25 % en variation annuelle, après une hausse moyenne de 5 % en 2019 (cf. graphique 4). Cela représente presque le double du taux de croissance historique le plus élevé, atteint dans les années 1970, avec une accélération de 20 points de pourcentage par rapport à 2019 (bien plus rapide que l'accélération de 7 points en zone euro).

Pour les États-Unis, le dernier épisode de forte croissance monétaire remonte à 2011-2012, lorsque M2 avait augmenté de 6 % à 10 % par an (et dans une moindre mesure en 2016, lorsque M2 avait progressé de plus de 7 %). À l'époque, d'importantes injections de liquidités par la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) avaient entraîné une hausse des réserves bancaires auprès de la banque centrale, mais pas d'accélération de M2, car cette liquidité est restée dans le système bancaire et n'a été que faiblement déployée dans le secteur privé. En 2020, en revanche, le Congrès américain semble être l'acteur principal de la croissance de la masse monétaire. Contrairement à l'épisode précédent, l'émission de titres publics par le gouvernement fédéral a financé les transferts directs aux ménages et aux entreprises, augmentant ainsi leurs dépôts. Le département du Trésor a émis 4 582 milliards de dollars de titres publics en 2020. Ces emprunts publics massifs ont pu être réalisés grâce au programme illimité d'achats d'actifs lancé par la Fed en mars 2020, qui l'a finalement conduite à acheter 2 533 milliards de dollars de bons du Trésor en 2020. Comme le montre le graphique 5 *infra*, la détention de titres publics par les IFM (principalement la Fed) a constitué de loin la contrepartie la plus dynamique de M3.

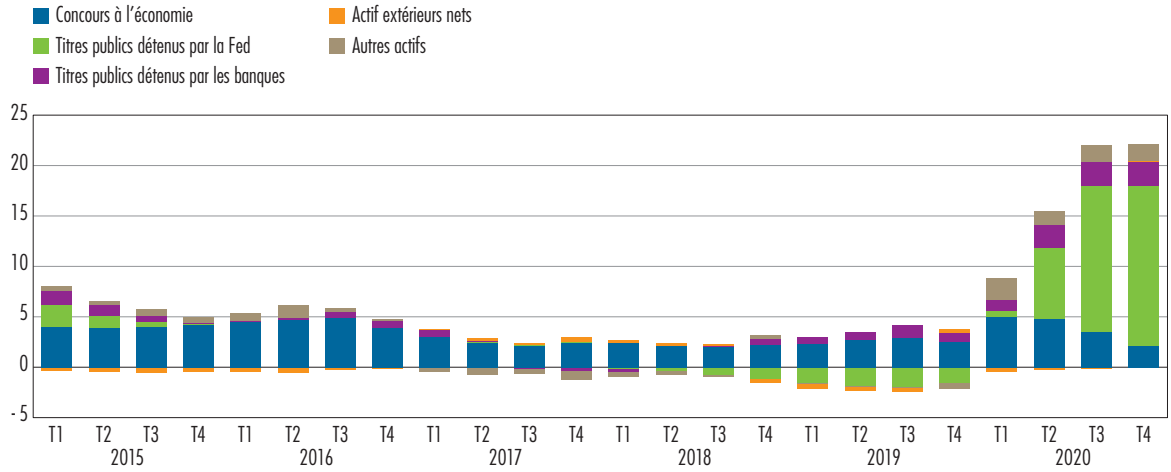
Une augmentation des liquidités particulièrement marquée pour les ménages

Contrairement à la zone euro, où les SNF représentaient les principaux contributeurs de l'augmentation des

7 Aux États-Unis, M2 comprend la monnaie fiduciaire, les dépôts à vue, les dépôts d'épargne, les dépôts à terme d'un montant inférieur à 100 000 dollars et les fonds communs de placement monétaires, détenus par les secteurs, à l'exclusion du gouvernement américain et des IFM. La Fed ne publie plus d'agrégat M3 depuis 2006.

G5 Contreparties de M2 aux États-Unis et contribution à la croissance

(en %)



Note : Fed, Réserve fédérale des États-Unis.
Source : Proxy fondé sur les comptes financiers en stock publiés par la Fed.

liquidités, ce sont essentiellement les ménages qui ont tiré la hausse de M2 aux États-Unis en 2020 [8]**, et les SNF dans une moindre mesure** (cf. graphique 4). Les ménages ont augmenté leurs dépôts de 23 % en 2020 par rapport à 2019, sachant qu'ils détiennent les trois quarts des dépôts bancaires. Les SNF ont également accru leurs dépôts de 24 % en 2020. Par ailleurs, un arbitrage de liquidité non neutre pour la dynamique de M2 a pu également jouer. En raison du niveau inédit d'incertitude, les agents ont préféré échanger des dépôts à terme (dont certains ne sont pas inclus dans M2 aux États-Unis, comme ceux supérieurs à 100 000 dollars) contre des dépôts à vue plus liquides (inclus dans M2).

La surreprésentation des ménages comme détenteurs de monnaie aux États-Unis s'explique par la spécificité des mesures de relance budgétaire américaine, ciblant particulièrement les ménages et moins les SNF. En effet, ces mesures ont consisté en des transferts directs aux ménages et des prêts non remboursables aux entreprises afin de payer les salariés, alors qu'en Europe on a eu recours plutôt à l'activité partielle et aux prêts garantis par l'État. Alors que les prêts sont généralement considérés comme source de nouveaux dépôts, les ménages américains ont contracté en 2020 nettement moins de prêts qu'ils n'ont effectué de nouveaux dépôts : 655 milliards de dollars de nouveaux prêts n'ont alimenté qu'un quart de la hausse de 2 526 milliards de dollars des dépôts. Le reste provient essentiellement des transferts publics, puisque les ménages ont reçu en 2020 environ 1 133 milliards de dollars de transferts nets supplémentaires (chèques directs, allocations chômage, chèques alimentaires, baisses d'impôts). Pour les SNF, on retrouve comme attendu une dynamique des prêts qui suit de près celle des dépôts : 714 milliards de dollars de prêts supplémentaires, contre 792 milliards de dollars de nouveaux dépôts pour les SNF. Le soutien aux entreprises a été moins important aux États-Unis, à la fois comparé aux ménages, mais aussi comparé aux mesures de soutien similaires en Europe. Les facilités de prêt d'urgence mises en place notamment par la Fed, comparables aux prêts garantis par l'État dans la zone euro, ont été peu souscrites. Le *Paycheck Protection Program*, l'un des principaux vecteurs de soutien aux entreprises américaines, a en fait agi comme un transfert indirect aux ménages, en accordant aux petites et moyennes entreprises (PME) des prêts non remboursables afin de payer les salaires des travailleurs.

8 Les statistiques monétaires américaines ne comportent pas de séries de masse monétaire par secteur comme en zone euro. Nous pouvons représenter l'évolution de M2 par secteur en agrégeant, à partir des comptes financiers des différents secteurs (ménages, SNF, secteur financier autre que les IFM et administrations locales), leurs avoirs en : espèces et dépôts à vue, dépôts à terme et parts d'OPCVM monétaires. Ce calcul n'est qu'approximatif mais reflète relativement bien l'évolution globale de M2.

Par rapport aux émissions de dette dans la zone euro, le Trésor américain a déboursé une part plus importante des fonds collectés à travers ces émissions. Cependant, le compte du Trésor américain auprès de la Fed restait encore très élevé, à 1744 milliards de dollars fin 2020 [9]. Le décaissement ultérieur de ces liquidités, ainsi qu'observé en 2021, a continué de stimuler la croissance de M2.

3 L'augmentation de la masse monétaire ne se traduit pas par une augmentation automatique des prix

Les sections précédentes montrent que l'augmentation de la masse monétaire au sens large, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, a résulté principalement des mesures de relance budgétaire, qui ont alimenté la croissance des dépôts et de la demande. Les évolutions à venir gardent une part d'incertitude, mais devraient plutôt impliquer une diminution du stimulus budgétaire.

À plus long terme, que pourrait-il advenir de ces dépôts du secteur non financier ? La hausse de l'inflation est-elle inévitable ? L'inflation a effectivement augmenté en 2021 dans la zone euro et encore plus aux États-Unis, mais il ne faut pas nécessairement en conclure que cela provienne uniquement ou principalement de l'évolution de la demande : d'autres facteurs jouent du côté de l'offre tels que l'augmentation des prix de l'énergie ou des restrictions sur les capacités productives liées notamment au contexte sanitaire. La littérature existante est également nuancée quant aux liens possibles entre la monnaie et l'inflation.

Plusieurs remarques sont à prendre en considération :

- La croissance de la masse monétaire est allée de pair avec des mesures importantes de relance budgétaire dans la zone euro et aux États-Unis, et suggère que l'effet net de ces mesures a été d'accroître la richesse financière nette des SNF et des ménages, ce qui pourrait avoir un impact positif sur leurs dépenses et *in fine* sur l'inflation. Cet effet est, au moins en partie, contrebalancé par une augmentation des obligations fiscales implicites des résidents des pays concernés, conformément à la théorie de l'équivalence ricardienne [10], ce qui devrait limiter la consommation ;

- La partie des fonds levés par l'émission de dette publique qui n'a pas été dépensée et reste sur les comptes des gouvernements auprès de leur banque centrale est sans impact sur la masse monétaire. Si les fonds sont dépensés, la masse monétaire est amenée à augmenter probablement davantage ;

- Les ménages pourront également préférer utiliser leurs dépôts excédentaires pour réduire leurs dettes (et donc détruire de la monnaie) plutôt que pour augmenter leur consommation ou pour alimenter les placements financiers non monétaires ou immobiliers, ce qui favoriserait la hausse du prix des actifs plutôt que des prix des biens et services. Néanmoins, les mêmes incitations à détenir des dépôts lorsque les taux d'intérêt sont bas réduisent également l'incitation à rembourser les dettes. Les avoirs monétaires **des ménages** (plutôt que les agrégats monétaires totaux) semblent quant à eux avoir un meilleur lien avec l'inflation que les agrégats monétaires totaux, comme l'indique Bricongne (2015) en reconstruisant les avoirs monétaires sectoriels pour les États-Unis, le Royaume-Uni, la France et la zone euro [12]. Cela atténue les risques provenant de la fraction de la croissance monétaire des secteurs détenteurs de monnaie hors ménages, notamment dans le cas de la zone euro où les dépôts des entreprises ont davantage alimenté la croissance monétaire qu'aux États-Unis, relativement aux ménages. Quant à ces avoirs des ménages, leur augmentation pendant la période Covid-19 est atypique et pourrait bien être traitée par les ménages comme un transfert ponctuel. Si tel était le cas, elle devrait produire des effets limités sur le revenu futur attendu et la consommation courante (cf. encadré 3 *infra*) ;

9 Une partie de la réserve de liquidités pourrait s'expliquer par les fonds consacrés au *Paycheck Protection Program*, qui ne sont versés par le Trésor aux banques que lorsque le prêt est officiellement annulé.

10 Selon l'équivalence ricardienne, lorsque les administrations publiques s'endettent pour effectuer une relance budgétaire, les agents économiques sont capables d'anticiper une future hausse des impôts et réduisent ainsi leur consommation.

11 Les dépôts de l'administration centrale auprès de la banque centrale ne sont pas comptabilisés dans M2/M3.

12 *http://data.leo-univ-orleans.fr/media/search-works/2296/dr201518.pdf*

ENCADRÉ 3

Plusieurs études montrent que les transferts ponctuels ont un impact limité sur la consommation et les anticipations d'inflation

À partir d'une enquête sur les ménages néerlandais, van Rooij et de Haan (2019) suggèrent que seule une petite partie des transferts est susceptible d'être dépensée (environ 30 %), le reste étant principalement épargné ou utilisé pour le remboursement de la dette. Ils concluent que ces transferts, qu'ils proviennent de la banque centrale ou du gouvernement, produisent par ailleurs peu d'effet sur les anticipations d'inflation.

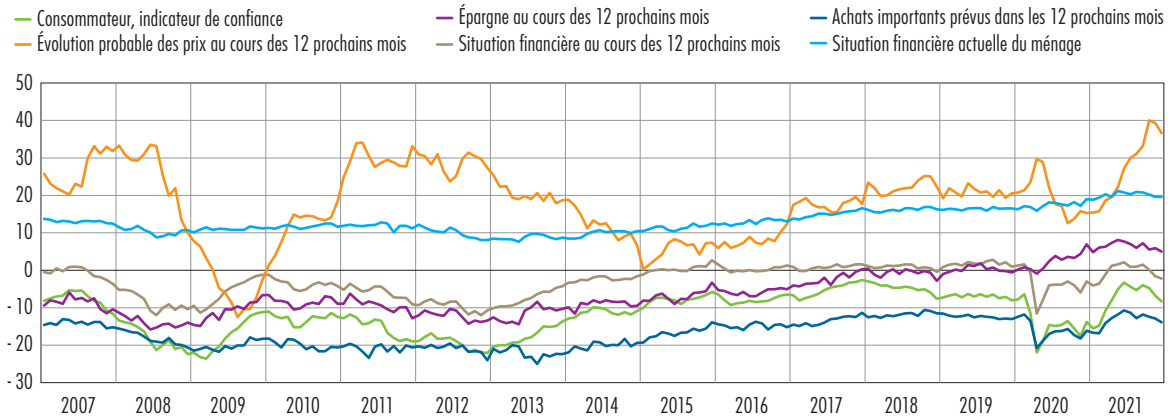
À l'aide d'enquêtes à grande échelle auprès des ménages américains, Coibion *et al.* (2020) et Baker *et al.* (2020) étudient comment les Américains ont utilisé les chèques directs reçus en 2020. Ils concluent que les ménages ont dépensé entre 30 % et 40 % des chèques reçus, le reste étant réparti de façon égale entre épargne et remboursement de la dette.

Ces ordres de grandeur pour les États-Unis sont cohérents avec Bilbiie *et al.* (2021) qui soulignent que « *les estimations disponibles de la propension à consommer des transferts de la loi CARES*[1] *se situent entre 25 % et 40 %. [...]. Il s'avère que ces estimations sont largement conformes à celles basées sur les précédents transferts de ce type.* » Bilbiie *et al.* (2021) affirment également que la hausse de l'épargne des ménages américains n'est pas si excessive si on la place dans le contexte des interventions gouvernementales sans précédent et qu'« *il est peu probable qu'elles génèrent une hausse de la demande post-pandémie* » [et donc de l'inflation].

1 *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act.*

G6 Zone euro : enquête sur la confiance des consommateurs

(solde des réponses)



Source : Commission européenne.

- Les anticipations font partie des facteurs qui peuvent, traditionnellement, alimenter l'inflation, et les enquêtes de la Commission européenne sur les ménages semblent montrer que les projections sur les prix et les achats importants sur les douze mois suivants ont été stables en zone euro (cf. graphique 6) au cours de l'année 2020, malgré des différences (limitées) entre les États membres et une augmentation ponctuelle autour du deuxième trimestre 2020 dans le contexte du premier confinement. Si les projections d'inflation des ménages en zone euro augmentent sur 2021, avec un pic en octobre, selon l'enquête de la Commission européenne, il reste toutefois difficile de faire la part entre la contribution de la croissance des agrégats monétaires et d'autres facteurs ;

- La littérature a largement exploré le lien entre l'évolution des agrégats monétaires et l'inflation, avec des conclusions mitigées. L'innovation financière et la difficulté de démêler les différentes motivations des détenteurs de monnaie entre autres éléments rendent cette relation difficile à établir. Binner *et al.* (2010) mettent ainsi en doute l'utilité des agrégats monétaires pour la prévision de l'inflation, alors que McCallum et Nelson (2010) et Berger et Österholm (2008) trouvent des indications d'un lien entre la croissance monétaire et l'inflation.

Bibliographie

Baker (S. R.), Farrokhnia (R. A.), Meyer (S.), Pagel (M.) et Yannelis (C.) (2020)
« Income, liquidity, and the consumption response to the 2020 economic stimulus payments », *NBER Working Paper*, n° 27097, National Bureau of Economic Research, septembre.

Banque centrale européenne – BCE (2010)
« The impact of the yield curve on recent development in monetary aggregates », *Monthly Bulletin Box*, p. 21, décembre.

Berger (H.) et Österholm (P.) (2008)
« Does money growth Granger-cause inflation in the Euro? Evidence from out-of-sample forecasts using Bayesian VARs », *Document de travail du FMI*, Fonds monétaire international, WP/08/53, mars.

Bilbiie (F.), Eggertsson (G.) et Primiceri (G.) (2021)
« US 'excess savings' are not excessive », VoxEU piece, mars.

Binner (J. M.), Tino (P.), Tepper (J.), Anderson (R.), Jones (B.) et Kendal (G.) (2010)
« Does money matter in inflation forecasting ? », Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, vol. 389, n° 21, p. 4793-4808, novembre.

Bricongne (J.-C.) (2015)
« La théorie quantitative de la monnaie revisitée : L'amélioration du pouvoir prédictif à court terme de la détention de monnaie par les ménages au regard des prix », *Document de travail du Laboratoire d'Economie d'Orléans*, 2015-18.

Coibion (O.), Gorodnichenko (Y.) et Weber (Y.) (2020)
« How Did U.S. Consumers Use their stimulus payments? » *NBER Working Papers*, n° 27693, National Bureau of Economic Research, Inc.

El Amri (W.), Mouriaux (F.), Wicky (Y.), Bussière (M.), Horny (G.) et Sahuc (J.-G.) (2021)
« La monnaie et ses contreparties, influences et reflets de la politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, n° 234/2, mars-avril.
Télécharger le document

Haroutunian (S.), Osterloh (S.) et Sławińska (K.) (2021)
« The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID19 crisis », *Bulletin économique de la Banque centrale européenne*, janvier.

Koijen (R. S. J.), Koulischer (F.), Nguyen (B.) et Yogo (M.) (2017)
« Euro-area quantitative easing and portfolio rebalancing », *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 107, n° 5, p. 621-627.

McCallum (B. T.) et Nelson (E.) (2010)
Money and inflation: some critical issues, in: Benjamin M. Friedman et Michael Woodford (éd.), *Handbook of Monetary Economics*, édition 1, vol. 3, chapitre 3, Elsevier, p. 97-153.

Sirello (O.) (2020)
« Qui a acheté les dettes en zone euro depuis le début de la crise sanitaire ? », *Bloc-Notes Éco*, billet n° 188, Banque de France, novembre.
Télécharger le document

Van Rooij (M.) et de Haan (J.) (2019)
« Would helicopter money be spent? » New evidence for the Netherlands, Applied Economics, vol. 51, n° 58, p. 6171-6189, décembre.

Annexe

Extrait de l'encadré du *Bulletin de la Banque de France* n° 234/2, mars-avril 2021

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 centrales [1] (considérées comme 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 bleus, 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.

…/…

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

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.

Éditeur
Banque de France

Directeur de la publication
Gilles Vaysset

Rédaction en chef
Corinne Dauchy

Secrétaire de rédaction
Nelly Noulin

Réalisation
Studio Création
Direction de la Communication

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France
https://publications.banque-france.fr/
Rubrique « Abonnement »