

L'influence des non-résidents sur la création monétaire dans la zone euro

Michel BOUTILLIER
Université Paris X-Nanterre

Dominique NIVAT, Vichett OUNG
Banque de France

Même si l'évolution de la masse monétaire de la zone euro (M3) résulte avant tout de facteurs internes, l'influence des non-résidents sur cet agrégat est loin d'être négligeable. Dans une économie ouverte comme celle de la zone euro, les échanges réels et surtout financiers avec l'extérieur sont susceptibles de faire varier amplement les encaisses des agents résidents détenteurs de monnaie.

À la fin du troisième trimestre 2007, le taux de croissance annuel de M3 s'établissait à 11,3 %, en hausse de 2,8 points par rapport à la fin du troisième trimestre 2006. L'examen des contreparties de la masse monétaire montre que la vigueur de la progression des crédits bancaires au secteur privé résident explique l'essentiel de la croissance de M3 depuis deux ans. Toutefois, le renforcement de la croissance de la masse monétaire entre octobre 2006 et septembre 2007 est également imputable à l'accroissement des créances nettes des banques sur l'extérieur (i.e. la contrepartie extérieure), dont une partie seulement reflète les transactions entre les agents non financiers résidents et les non-résidents.

À cet égard, la présentation monétaire de la balance des paiements confirme que le gonflement des entrées de capitaux liées aux achats par les non-résidents de titres de la zone euro a significativement contribué, à partir de septembre 2006, à l'accroissement de la contrepartie extérieure et, ce faisant, à l'accélération de l'agrégat M3. Cet effet a toutefois été atténué car une partie des titres acquis par les non-résidents ont été émis ou cédés par les banques résidentes qui ont ainsi accru leurs ressources à long terme ou réduit leurs portefeuilles de titres (publics en particulier) : dans un cas comme dans l'autre, les acquisitions des non-résidents n'ont donc pas eu d'incidence sur la croissance de M3 en raison de l'interdépendance des contreparties de la masse monétaire. Au total, la contrepartie extérieure explique près de la moitié du renforcement de la croissance monétaire observé entre octobre 2006 et septembre 2007, le reste tenant aux facteurs internes traditionnels.

Mots-clés : M3, agrégats monétaires, contreparties de la masse monétaire, créances extérieures nettes, balance de paiements, investissements de portefeuille, institutions financières monétaires

Codes JEL : E41, E51, F32, F41, G15

NB : Les données présentées dans cet article, de source BCE, ont été mises à jour le 26 novembre 2007.

I | L'accélération de la masse monétaire depuis le dernier trimestre 2006...

Les agrégats monétaires de la zone euro ont enregistré ces deux dernières années une croissance soutenue, principalement du fait de l'essor des concours des institutions financières monétaires (IFM)¹ au secteur privé de la zone euro. Ces concours ont

ainsi contribué pour un peu plus de 16 points de pourcentage à la croissance annuelle de l'agrégat M3 sur les quatre trimestres s'achevant en septembre 2007 (cf. graphique 1). Au sein des concours au secteur privé, les prêts accordés par les banques ont crû à un rythme annuel de 11,0 %, tandis que leurs avoirs en titres de créance émis par des agents non financiers (ANF) résidents augmentaient de 31,6 % et leurs avoirs en actions de 3,7 %. Ainsi, la vigueur de la croissance de la masse monétaire sur cette période

ENCADRÉ I

Les contreparties de la masse monétaire de la zone euro

Le bilan consolidé des IFM de la zone euro regroupe, à son passif, l'ensemble des avoirs monétaires des résidents de la zone euro, parmi lesquels ceux détenus par les agents non financiers et les institutions financières non monétaires (autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension) forment la masse monétaire M3. Ce passif englobe également les ressources à long terme des IFM, qui n'entrent pas dans l'agrégat puisqu'elles sont par nature non monétaires.

À l'actif du bilan consolidé des IFM, figurent les principales contreparties de la masse monétaire : les crédits aux résidents de la zone euro et les portefeuilles de titres émis par les résidents de la zone euro, ainsi que le poste créances extérieures nettes correspondant au solde des créances sur les non-résidents et des engagements envers les non-résidents (la contrepartie extérieure).

Bilan consolidé (simplifié) des IFM de la zone euro (a)

(en milliards d'euros)

	30 septembre 2005	30 septembre 2006	30 septembre 2007	Variation 2006/2005	Variation 2007/2006
Crédits aux résidents (APU)	833	824	811	- 9	- 13
Crédits aux résidents (ANF hors APU)	8 073	8 984	9 946	911	962
Titres autres qu'actions émis par APU résidents	1 526	1 531	1 434	5	- 97
Titres autres qu'actions émis par ANF résidents	507	620	806	113	186
Actions émises par ANF résidents	730	809	857	80	47
Non ventilé par zone géographique et divers	1 808	2 045	2 603	237	557
Créances nettes sur l'extérieur	450	484	674	34	190
Total actif	13 927	15 298	17 131	1 371	1 833
M3	6 919	7 533	8 373	614	840
M1	3 322	3 581	3 819	259	238
M2-M1	2 610	2 864	3 297	254	433
M3-M2	986	1 088	1 257	102	169
Ressources non monétaires	4 678	5 090	5 538	412	449
Non ventilé par zone géographique et divers	2 330	2 675	3 219	345	544
Total passif	13 927	15 298	17 131	1 371	1 833

(a) y compris Eurosysteme

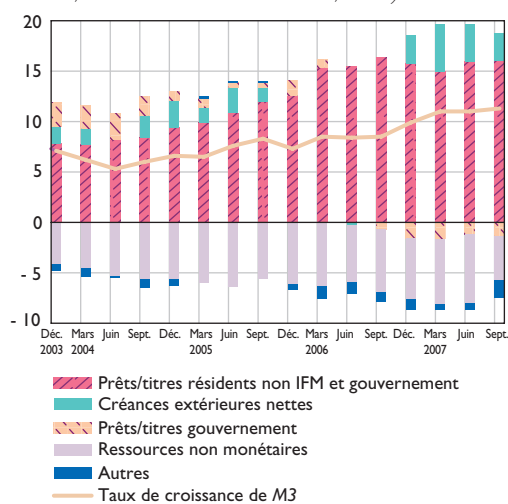
.../...

¹ Dans la suite de cet article, les banques sont assimilées aux institutions financières monétaires (IFM), les établissements de crédit étant les principaux agents du secteur des IFM concernés par les relations avec les non-résidents.

Les créances nettes des IFM sur l'extérieur découlent en principe de l'ensemble des opérations des IFM identifiées comme étant conclues avec des non-résidents. Toutefois, les avoirs des non-résidents en titres de participation (actions) et de titres de créance à long terme émis par les IFM ne sont pas inclus dans la contrepartie extérieure car ils ne sont pas sectorisés dans le bilan monétaire. En effet, dans l'état actuel des choses, ni les statistiques monétaires ni les comptes financiers de la zone euro ne permettent d'opérer une ventilation par secteur émetteur des encours de titres émis par les agents résidents de la zone et détenus par des agents non-résidents.

Graphique 1 Contribution des contreparties de M3 à la croissance monétaire

(données cvs, contribution à la croissance, en %)



est essentiellement imputable au recours accru du secteur privé résident à l'endettement, dans un contexte marqué par le redressement de la conjoncture économique de la zone euro et la persistance de conditions financières plutôt favorables.

Mais ces évolutions ne suffisent pas à expliquer l'accélération de M3 enregistrée à compter du quatrième trimestre de 2006, son rythme annuel (en données cvs) passant de 8,5 % fin septembre 2006 à 11,3 % à la fin du troisième trimestre 2007. Si la contribution du crédit interne à la croissance de M3 explique très largement l'évolution soutenue de l'agrégat (cf. graphique 1), c'est la contrepartie extérieure qui est principalement à l'origine de cette accélération de 2,8 points entre la fin de l'automne 2006 et le troisième trimestre 2007.

2| ...est liée pour une part significative à l'accroissement de la contrepartie extérieure

Après avoir atteint à fin mars 2007 un niveau inédit depuis la création de la zone euro, à 340 milliards d'euros, le flux annuel des créances nettes des banques sur l'extérieur ² s'est établi à 206 milliards d'euros fin septembre, contre - 9 milliards à fin septembre 2006. Cet accroissement substantiel de la contrepartie extérieure est dû à la très forte progression des crédits bancaires aux non-résidents, qui l'a largement emporté sur l'augmentation des dépôts de ces derniers (cf. graphique 2). Parallèlement, les banques résidentes ont acheté davantage de titres à long terme (actions et obligations) émis par des non-résidents qu'elles n'ont vendu de titres de créance à court terme à ces derniers. Au total, la contribution de la contrepartie extérieure à la croissance de M3 s'est nettement renforcée depuis le quatrième trimestre 2006.

Cependant, une simple approche comptable ne saurait suffire à déterminer avec exactitude l'incidence finale des relations avec l'étranger en termes de création de monnaie car elle ne suffit pas à expliquer la nature des opérations sous-jacentes entre agents non financiers résidents et agents non résidents. Révéler l'influence de ces dernières est l'objet de la présentation monétaire de la balance des paiements (cf. encadré 2). Fondée sur une décomposition entre opérations courantes ³, investissements directs, achats et ventes d'actifs financiers, dépôts et emprunts entre les agents non financiers résidents et les non-résidents, celle-ci permet en effet de retracer les opérations qui sont à l'origine des variations des avoirs et des engagements des banques résidentes vis-à-vis des non-résidents, et donc de la contrepartie extérieure de M3.

² Selon la méthodologie des statistiques monétaires, les flux correspondent aux variations d'encours corrigées des effets de valorisation et de divers ajustements comptables.

³ Les transactions courantes englobent les exportations et importations de biens et services, les paiements de revenus et les transferts courants.

ENCADRÉ 2

La présentation monétaire de la balance des paiements

La présentation monétaire de la balance des paiements a pour objet de différencier les transactions entre résidents et non-résidents en fonction de leur incidence sur la création monétaire. Cela revient à établir une distinction entre les opérations monétaires des IFM résidentes avec les non-résidents et les autres opérations de balance des paiements. Il faut cependant résoudre au préalable quelques difficultés : la connaissance des opérations des non-résidents sur les titres d'OPCVM monétaires de la zone ; l'identification des opérations des non-résidents sur les titres de créance émis par les IFM de durée inférieure à deux ans ; le traitement des erreurs et omissions. En pratique, pour l'élaboration des statistiques sur la présentation monétaire de la balance des paiements, la BCE retranche des achats nets de titres par les non-résidents les achats nets de titres d'OPCVM monétaires de la zone et de titres de créance émis par les IFM de durée initiale inférieure à deux ans, tels qu'ils peuvent être calculés à partir du bilan des IFM, cette information ne pouvant pas être obtenue par la balance des paiements de la zone euro. La BCE considère en outre que les erreurs et omissions nettes correspondent à des opérations mal identifiées des agents non financiers.

Compte tenu de leur signe, presque systématiquement négatif depuis 2002¹, les erreurs et omissions peuvent être imputées soit à une surestimation du solde des transactions courantes de la zone euro, soit à des sorties de capitaux des agents non financiers.

¹ Sur la période de quatre trimestres se terminant en septembre 2007, les erreurs et omissions nettes présentent ainsi un solde cumulé de - 132 milliards.

Deux exemples peuvent illustrer l'incidence de ces opérations avec les non-résidents sur la création monétaire :

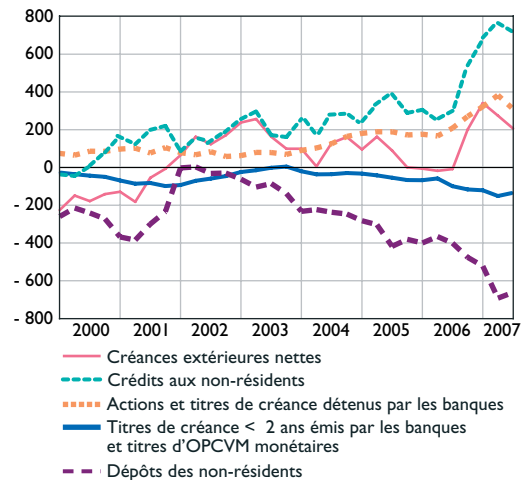
- lorsqu'un importateur non résident achète un bien ou un titre à une entreprise résidente et règle cet achat par débit de son compte bancaire local au profit de cette entreprise, il y a création monétaire parallèlement à la baisse des engagements extérieurs des banques résidentes (en l'occurrence vis-à-vis de la banque de l'importateur non résident), laquelle se traduit par une augmentation des créances nettes sur l'extérieur ;
- lorsqu'un non-résident souscrit un titre émis par une administration publique ou une entreprise non financière résidente et règle cette souscription par débit de son compte bancaire local au profit de l'administration publique ou de l'entreprise émettrice, il y a augmentation parallèle des créances nettes sur l'extérieur et de la masse monétaire, celle-ci s'accroissant du montant du dépôt effectué par l'administration ou l'entreprise auprès des banques résidentes à l'occasion du règlement de l'émission.

Dans un cas comme dans l'autre, les deux opérations décrites ci-dessus conduisent à un accroissement des dépôts des agents non financiers résidents, et

donc à une augmentation de la masse monétaire parallèlement à l'augmentation des créances nettes des banques sur l'extérieur. De manière plus générale, la présentation monétaire de la balance des paiements permet de vérifier que seules les opérations impliquant des agents non financiers résidents sont susceptibles d'avoir une incidence sur la création monétaire.

Graphique 2 Opérations des banques avec les non-résidents

(cumul quatre trimestres glissants, en milliards d'euros)

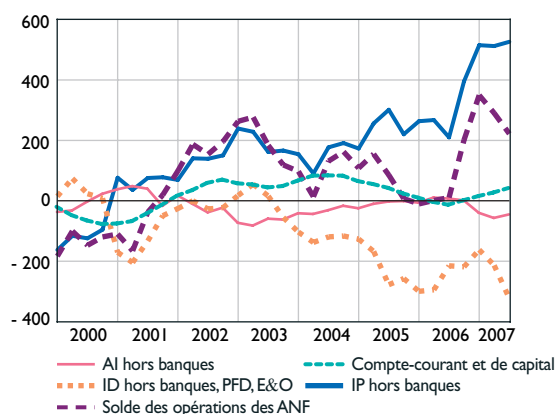


3| Depuis le quatrième trimestre 2006, les non-résidents ont procédé à des achats massifs de titres émis dans la zone euro...

La présentation monétaire de la balance des paiements montre que la forte croissance de la contrepartie extérieure de M3 observée à partir du quatrième trimestre 2006 tient essentiellement aux investissements de portefeuille, et plus particulièrement aux achats de titres non monétaires de la zone euro par les non-résidents, très largement supérieurs aux achats de titres étrangers par des résidents (cf. graphique 3). Les premiers sont ainsi passés de 509 milliards d'euros sur la période comprise entre octobre 2005 et septembre 2006 à 726 milliards sur les quatre trimestres suivants, tandis que les seconds tombaient de 298 à 194 milliards d'euros.

Graphique 3 Présentation monétaire de la balance des paiements

(cumul quatre trimestres glissants, en milliards d'euros)



Note : Le graphique ci-dessus détaille l'ensemble des opérations des agents non financiers (ANF) résidents avec l'extérieur : investissements directs (ID), transactions sur produits financiers dérivés (PFD), erreurs et omissions (E&O), investissements de portefeuille (IP), « autres investissements » (AI) et transactions courantes ou transferts en capital.

Toutes choses égales par ailleurs, l'accroissement des investissements nets de portefeuille (321 milliards d'euros) aurait impliqué à lui seul une accélération de l'ordre de 4 points de la croissance de la masse monétaire⁴. Toutefois cet accroissement représente un montant largement supérieur à la variation des créances extérieures nettes (215 milliards d'euros). En effet, d'autres postes de la balance des paiements contribuent à la variation des créances extérieures nettes des banques : sur les quatre derniers trimestres analysés, la contribution à l'évolution de M3 des autres opérations des agents non financiers de la zone euro avec l'extérieur a été positive pour les opérations courantes et le compte de capital (55 milliards), mais négative (prêts et placements – 61 milliards, produits financiers dérivés, – 61 milliards, erreurs et omissions – 32 milliards) ou négligeable pour les autres rubriques (investissements directs).

4| ... dont seule une partie a été toutefois source de création monétaire

Si les investissements nets de portefeuille ont fortement contribué à l'accroissement de la contrepartie extérieure depuis la fin 2006, leur incidence sur la croissance de M3 a été néanmoins atténuée par les mécanismes d'interdépendance des contreparties de cet agrégat (cf. encadré n°3).

En effet, face à une forte demande externe de titres de créance à long terme de la zone euro, du fait notamment de l'alourdissement des engagements de retraites et du poids croissant des investisseurs institutionnels (sociétés d'assurance et fonds de pension) privilégiant la détention de titres longs⁵, les banques ont accru leur offre de titres, soit en émettant des titres à leur nom, soit en cédant des titres qu'elles détenaient en portefeuille. Ainsi, depuis 2006, les banques ont sensiblement accru leurs émissions de titres de créance à long terme. Ceci peut également s'expliquer, notamment en France et en Espagne, par le souci de limiter leur position

4 Les flux annuels d'investissements nets de portefeuille dans la zone euro sont passés de 211 milliards fin septembre 2006 à 532 milliards fin septembre 2007, soit un accroissement de 321 milliards. L'encours brut de M3, qui s'élevait à 6 919 milliards fin septembre 2005, s'est établi à 7 533 milliards fin septembre 2006. L'accroissement des investissements nets de portefeuille a ainsi contribué pour quatre points à l'accélération de la croissance de M3 observée entre la période de quatre trimestres s'achevant en septembre 2006 et celle s'achevant en septembre 2007 : 4,0 % = (532/7 533) – (211/6 919)].

5 Selon le Committee on the global financial system (CGFS) (2007), ce déséquilibre entre offre et demande de titres longs aurait été amplifié sur la période récente, d'une part, par les efforts de désendettement conduits dans un certain nombre d'États européens et, d'autre part, par la généralisation des normes IFRS pour les fonds de pension anglo-saxons, qui a pour effet d'inciter ces derniers à réduire leur risque de transformation et à mieux adosser leurs engagements à des actifs à long terme.

ENCADRÉ 3

L'interdépendance des contreparties de la masse monétaire

La contrepartie extérieure est une source de création monétaire parmi d'autres. Ses évolutions soulèvent donc les mêmes enjeux que celles des autres contreparties en termes de risques pour la stabilité des prix. Dans certains cas toutefois, l'augmentation de la contrepartie extérieure n'a pas d'incidence sur la position monétaire des IFM vis-à-vis des agents non financiers résidents. Tel est le cas notamment lorsque les banques cèdent aux non-résidents des titres de la zone euro, publics ou privés, qu'elles avaient acquis antérieurement. Ces cessions n'impliquant pas d'agent résident appartenant à un secteur détenteur de monnaie sont sans effet sur la masse monétaire, l'augmentation des créances nettes des IFM sur l'extérieur qui en résulte étant compensée par une réduction des créances des IFM sur un secteur résident ; en d'autres termes, l'augmentation de la contrepartie extérieure à l'actif du bilan des IFM coïncide avec la diminution de la contrepartie « Titres émis par des agents non financiers résidents » (cf. tableau de l'encadré 1), illustrant ainsi le mécanisme d'interdépendance des contreparties de la masse monétaire.

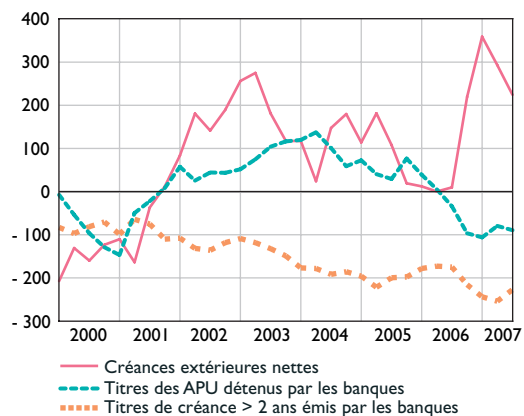
Le mécanisme est de même nature pour les titres de créance de durée supérieure à deux ans émis par les IFM résidentes, dès lors qu'ils sont acquis par des non-résidents : l'accroissement des créances nettes sur l'extérieur qui s'ensuit ne se traduit pas par une augmentation de la masse monétaire, mais par une hausse des ressources non monétaires des IFM (cf. tableau de l'encadré 1).

de transformation liée au développement de leur portefeuille de crédits à l'habitat et à la raréfaction des ressources d'une durée supérieure à deux ans sous forme de dépôts. On peut supposer qu'une bonne part de ces émissions a été souscrite par des non-résidents, auquel cas contrepartie extérieure et engagements financiers à long terme ont pu augmenter en parallèle, sans la moindre incidence sur la masse monétaire. Cependant, l'importance exacte du phénomène ne peut être déterminée avec précision en l'état actuel du dispositif statistique de l'Eurosysteme.

En outre, les banques ont réduit leurs positions en obligations émises par des administrations publiques de la zone euro, qui ont pu être partiellement rachetées par des non-résidents, entraînant une substitution entre la contrepartie extérieure et la contrepartie « concours aux administrations publiques ». Les banques de la zone euro ont ainsi cédé au total pour 90 milliards de titres publics sur la période de quatre trimestres s'achevant en septembre 2007, après un pic de 106 milliards au cours de celle se terminant en mars 2007 (cf. graphique 4). Ces opérations reflètent globalement un réaménagement des portefeuilles-titres des banques qui ont accru leurs avoirs en titres émis par les sociétés non financières résidentes d'un montant comparable à celui de leurs cessions de titres publics au cours de la période sous revue.

Graphique 4 Interdépendance des contreparties de la masse monétaire

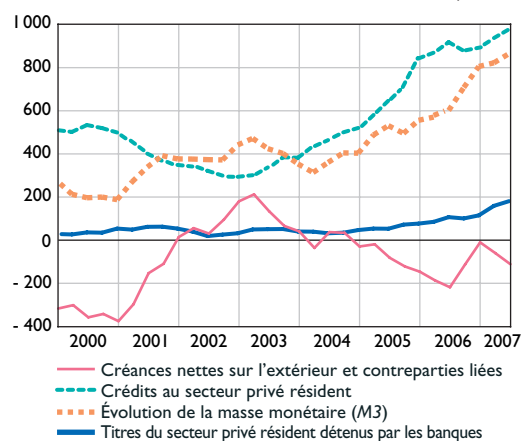
(cumul quatre trimestres glissants, en milliards d'euros)



On peut regrouper au sein d'une même composante les flux correspondant aux contreparties entre lesquelles on suppose qu'il y a interdépendance : créances nettes des banques sur l'extérieur, opérations nettes des banques sur titres publics et émissions nettes par les banques de titres de créance de durée supérieure à deux ans. Cet agrégat constitue ainsi un minorant de l'effet net de la contrepartie extérieure sur M3 puisqu'il est estimé sous l'hypothèse que les non-résidents ont acquis tous les titres publics à long

Graphique 5 Impact effectif de la contrepartie extérieure sur la création monétaire

(cumul quatre trimestres glissants, en milliards d'euros)



Note : La composante « Créances nettes sur l'extérieur et contreparties liées » regroupe la variation des créances nettes des banques sur l'extérieur, le solde des opérations des banques sur titres publics et les émissions nettes de titres de créance de durée supérieure à deux ans par les banques.

terme cédés par les banques et tous les titres de créance à plus de deux ans émis par celles-ci. Les variations de cet indicateur peuvent être comparées avec celles des crédits au secteur privé résident, principale contrepartie interne de l'agrégat (cf. graphique 5). Cet indicateur a augmenté de 106 milliards, contribuant ainsi pour un peu moins de la moitié à l'accélération globale de M3.

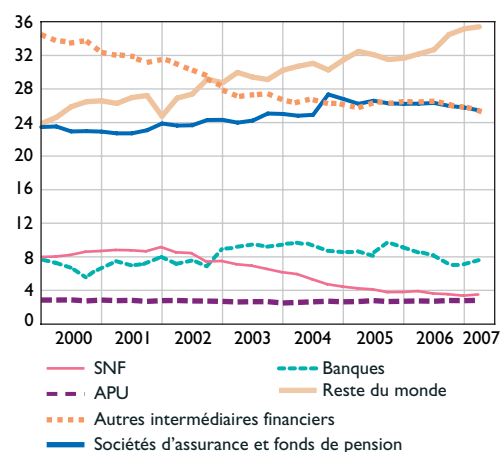
5| L'appétence des non-résidents pour les titres longs de la zone euro...

Une confirmation du résultat précédemment évoqué peut être tirée de l'analyse des comptes financiers de la zone euro : celle-ci permet en effet d'obtenir une vision assez précise de la détention des titres longs au sein de la zone euro (et principalement émis dans cette zone), dès lors que l'on prend soin de consolider la position des banques en la matière (cf. graphique 6). Elle montre ainsi que la baisse de la position des banques en titres de créance depuis le premier trimestre 2006 a été compensée par une augmentation de celle des non-résidents.

Dans une perspective à plus long terme, on observe au demeurant que tous les secteurs résidents ont vu

Graphique 6 Structure par détenteurs du marché des titres de créance de la zone euro (hors produits dérivés)

(en %)



leur part du stock de titres de créance baisser ou se stabiliser sur les six dernières années, alors que la part des titres de créance émis dans la zone euro et détenus par le reste du monde s'est accrue. Des facteurs structurels, dont quelques-uns sont évoqués ci-dessus, ont sans doute incité les non-résidents à acheter les titres cédés par des sociétés non financières et des institutions financières autres que les banques, sociétés d'assurance et fonds de pension.

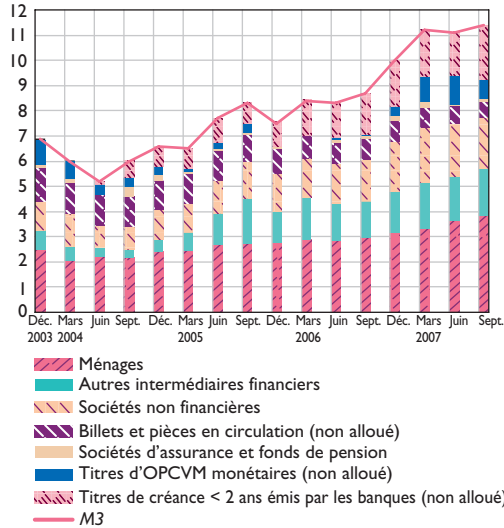
6| ... semble avoir conforté la préférence des agents résidents pour la détention de monnaie

La contribution de la contrepartie extérieure à la croissance de M3 a accentué le phénomène d'accumulation de monnaie par les résidents de la zone euro déjà relevé par ailleurs. De fait, les agents détenteurs de monnaie (ménages, sociétés non financières, autres intermédiaires financiers, etc.) ont eu tendance, dans l'ensemble, à augmenter leurs encaisses sur la période étudiée (cf. graphique 7).

Toutefois, si l'essor des crédits au secteur privé (cf. *supra*) explique sans doute au premier chef l'accroissement de la détention de monnaie par les

Graphique 7 Contribution des secteurs détenteurs à la croissance de M3

(données brutes en %)



Note : Le graphique ci-dessus détaille la contribution des secteurs détenteurs de monnaie à la croissance de l'agrégat M3. Trois composantes de l'agrégat ne peuvent toutefois être ventilées par secteur à ce jour : les billets et pièces en circulation, dont une partie non identifiable est détenue par des non-résidents, sont par convention réintégrés intégralement dans l'agrégat ; les titres d'OPCVM monétaires et les autres titres de durée inférieure à deux ans émis par les banques ne sont en revanche inclus dans l'agrégat qu'à hauteur de la part détenue par les résidents.

ménages au cours des deux dernières années, la création de monnaie liée aux opérations avec les non-résidents semble, pour sa part, avoir plutôt nourri la croissance des encaisses des autres agents du secteur privé, et notamment des sociétés non financières et des autres intermédiaires financiers.

Le renforcement de l'appétence des non-résidents pour les titres longs de la zone euro est ainsi allé de pair avec l'accroissement de la détention de monnaie par ces deux catégories d'agents résidents. Reste dès lors à cerner les raisons de ces comportements contrastés entre non-résidents et résidents. S'agissant des premiers, on peut citer, au-delà des facteurs structurels précédemment évoqués, l'attrait renforcé que les actifs longs libellés dans la monnaie unique ont pu exercer auprès des investisseurs internationaux, sur fond d'affaiblissement des performances relatives des actifs en dollars et de diversification des réserves de change d'un certain nombre de banques centrales, notamment asiatiques. Quant aux agents résidents, l'hypothèse la plus plausible est que dans un contexte de forte demande mondiale de titres longs, l'aplatissement tendanciel de la courbe des taux d'intérêt qui en est résulté, notamment dans la zone euro, a pu les inciter à se délester de ces titres et à privilégier la détention d'avoirs monétaires.