



## LES DESSOUS DE LA CRÉATION MONÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS

Céline Choulet

Dans le sillage de la crise de la Covid-19, les dépôts bancaires, qui constituent la composante principale de la masse monétaire, ont connu une croissance extrêmement dynamique dans la zone euro comme aux États-Unis. Les origines de cette monnaie nouvellement créée ont souvent été imparfaitement identifiées de même que les facteurs éventuels de sa destruction. La méthodologie européenne de suivi de la monnaie offre pourtant une précieuse grille d'analyse. Nous proposons dans cet article de la transposer aux données américaines. Elle enseigne que l'amplification du programme d'achats de titres de la Réserve fédérale et le dispositif de prêts aux entreprises garantis par le Trésor expliquent à eux seuls l'emballage du rythme de croissance des dépôts bancaires. Elle rappelle aussi que le surcroît de monnaie créée ne s'évaporerait pas de manière soudaine au sortir de la pandémie ou des politiques monétaires non conventionnelles.

2

## MAROC : CONFIANCE DE MISE MALGRÉ LES DIFFICULTÉS

Stéphane Alby

Les répercussions de la pandémie sur l'économie marocaine sont significatives. Après une chute historique de 6,3% de son PIB en 2020, les premiers signaux de reprise restent fragiles en dépit des avancées de la vaccination au Maroc et en Europe, de loin son principal partenaire économique. L'atonie de l'activité touristique en est la principale raison. L'appui des autorités restera donc crucial cette année. Malgré la hausse de la dette publique, l'assainissement des finances publiques ne devrait commencer qu'à partir de 2022. Les agences S&P et Fitch ont relégué le pays en catégorie « spéculative ». Pourtant, la stabilité macroéconomique ne soulève pas pour l'instant d'inquiétudes majeures. En revanche, l'étroitesse des marges budgétaires pourrait à terme devenir problématique. Une intensification du programme de réformes apparaît d'autant plus indispensable que le ralentissement tendanciel de la croissance et son faible contenu en emploi interpellaient déjà avant la crise.

19

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# LES DESSOUS DE LA CRÉATION MONÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS

**Dans le sillage de la crise de la Covid-19, les dépôts bancaires, qui constituent la composante principale de la masse monétaire, ont connu une croissance extrêmement dynamique dans la zone euro comme aux États-Unis. Les origines de cette monnaie nouvellement créée ont souvent été imparfaitement identifiées de même que les facteurs éventuels de sa destruction. La méthodologie européenne de suivi de la monnaie offre pourtant une précieuse grille d'analyse. Nous proposons dans cet article de la transposer aux données américaines. Elle enseigne que l'amplification du programme d'achats de titres de la Réserve fédérale et le dispositif de prêts aux entreprises garantis par le Trésor expliquent à eux seuls l'emballement du rythme de croissance des dépôts bancaires. Elle rappelle aussi que le surcroît de monnaie créée ne s'évaporerait pas de manière soudaine au sortir de la pandémie ou des politiques monétaires non conventionnelles.**

Depuis le choc de la Covid-19, la croissance exceptionnelle de la masse monétaire, et plus spécifiquement celle des dépôts des ménages et des entreprises auprès des banques, a suscité de nombreux commentaires et analyses, parfois erronés. Certains observateurs, notamment, l'ont associée au comportement attentiste ou contraint des épargnants. La constitution d'une épargne de précaution face aux aléas économiques, ou « forcée » par les restrictions sanitaires, aurait ainsi contribué à accroître la masse des dépôts bancaires. D'autres ont suggéré que le report provisoire de certains projets d'investissement aurait soutenu le gonflement de la trésorerie des entreprises. À présent que les restrictions sont peu à peu levées, que les dépenses de consommation et d'investissement se redressent, d'aucuns prédisent une destruction de la masse de dépôts accumulés. Ces analyses ne sont pas nécessairement incorrectes sous l'angle micro-économique, mais elles le sont assurément sous l'angle macro-économique<sup>1</sup>.

En réalité, la consommation « empêchée » et le surcroît d'épargne des ménages, qui en a résulté, n'ont pas d'eux-mêmes accru la masse monétaire dans l'économie. Ils ont tout au plus réduit sa circulation et déformé sa répartition entre secteurs institutionnels ou, au sein d'un même secteur, entre agents. Parmi les ménages, la croissance des dépôts, très dynamique au niveau agrégé, a été inégale en raison des pertes de revenu ou d'emploi subies par certains. De la même manière, le renoncement des entreprises à certaines dépenses ou certains projets d'investissement a pu limiter les transferts de richesse entre secteurs d'activité. L'incidence différenciée de la pandémie et le recours inégal aux dispositifs de soutien à la trésorerie ont aussi pu déformer la répartition des dépôts entre secteurs. Les entraves à la circulation de la monnaie, dues aux mesures sanitaires visant à endiguer la pandémie de Covid-19, n'expliquent toutefois pas, au niveau agrégé, la progression rapide des dépôts observée depuis plus d'un an. Elles ont, au contraire, pénalisé la croissance économique et freiné la dynamique de crédit, canal traditionnel de création monétaire. La reprise des dépenses de consommation et d'investissement n'est pas, quant à elle, synonyme de destruction de monnaie car elle soutient l'activité économique et la demande de crédits (et donc la création monétaire).

Nous proposons ici de nous attarder sur le cas américain. Le premier intérêt de notre démarche est que l'identification des sources de création/destruction monétaire, usuelle en zone euro, n'est, à notre connaissance, pas commune de l'autre côté de l'Atlantique.

Dans la zone euro, les dessous de la monnaie sont en effet précisément identifiés. La Banque centrale européenne (BCE) publie chaque mois des statistiques relatives aux principales contreparties de la masse monétaire (BCE, 2021). Leur suivi informe sur les sources principales de création et de destruction de la monnaie. Leur analyse enseigne ainsi que l'amplification du programme d'achats de titres souverains

de la BCE et les dispositifs nationaux de prêts garantis aux entreprises expliquent à eux seuls la création monétaire exceptionnelle qu'a connue la zone euro. Certes, la monnaie créée au cours de l'année écoulée sera progressivement détruite dès lors que la banque centrale réduira son bilan, que les entreprises rembourseront les prêts garantis par les États, ou encore dès lors que les épargnants arbitreront en faveur de dépôts à terme non constitutifs de la masse monétaire (cf. infra) ou investiront en titres émis par le système bancaire. Cette destruction partielle se traduira par une décélération de la croissance de la monnaie. Pour autant, le maintien d'une croissance positive des encours de crédits bancaires continuera de soutenir la création monétaire.

Aux États-Unis, le concept de masse monétaire est relativement peu usité de nos jours ; il est notamment absent des comptes rendus des réunions du comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed). Ce ne fut pas toujours le cas. La Grande Dépression de 1929 marque les premiers efforts de la Fed à surveiller la croissance monétaire, sous l'impulsion notamment de l'économiste Lauchlin Currie, qui fut l'un des premiers à proposer une définition empirique de la monnaie (Currie, 1935). L'intérêt académique pour les agrégats monétaires s'est encore renforcé au lendemain de la Seconde Guerre mondiale. Une littérature abondante a notamment été consacrée à l'analyse de la vélocité de la monnaie et au lien entre demande de monnaie et inflation (Friedman, 1956 et 1960). Les travaux sur la définition et la mesure de la masse monétaire se sont également poursuivis, les innovations financières et transformations du système financier ayant fait apparaître de proches substituts aux comptes à vue bancaires dans les années 1970 puis 1980 (Andersen, Bordo et Rockoff, 2003). À partir de 1975, la Réserve fédérale a défini des fourchettes de croissance cible pour les agrégats monétaires et les crédits bancaires, et élevé la croissance de la monnaie au rang d'objectif intermédiaire de politique monétaire. En pratique, toutefois, ces cibles n'ont été que rarement atteintes et l'évolution de la monnaie peu décisive (Anderson et Kavajecz, 1994). C'est finalement avec la mise en place en 1979 de la procédure de gestion des réserves « non empruntées »<sup>2</sup> que la Réserve fédérale, sous la présidence de Paul Volcker, a le plus étroitement contrôlé la croissance monétaire. À partir de 1982, toutefois, les agrégats monétaires et de crédit n'ont plus joué un rôle central dans la définition de la politique monétaire américaine. Pour diverses raisons (innovations financières, évolution des moyens de paiement, hausse de la proportion de monnaie fiduciaire en dollar détenue à l'étranger), la croissance de la monnaie est devenue plus difficile à prédire et à relier à celle des autres grandeurs macroéconomiques (Bernanke, 2006). La Fed continue de fournir les données relatives aux diverses composantes de la monnaie mais le suivi de son évolution et l'analyse de ses contreparties ne font pas l'objet de publications.

<sup>1</sup> Une idée, plus critiquable encore, voudrait que le surplus de dépôts actuel proviendrait d'une insuffisance de la demande de crédits.

<sup>2</sup> Volume de réserves en banque centrale excédant les emprunts des institutions de dépôts auprès de la Fed (réserves dont l'évolution n'est pas liée à celle des prêts de la Fed aux banques mais à l'évolution des autres postes de bilan de la Fed)



Le second intérêt de notre démarche est que, tandis que la zone euro n'a pour l'heure jamais expérimenté la sortie d'une politique d'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*, QE), l'expérience américaine offre l'opportunité d'en apprécier les effets. Les évolutions observées lors des phases de drainage des liquidités centrales, de resserrement monétaire puis de réduction du bilan de la Fed entre 2015 et 2019 sont certes en partie spécifiques aux modalités d'intervention de la Réserve fédérale et à la physionomie du système financier américain. Elles rappellent néanmoins que la monnaie ne s'évapore pas au sortir d'une politique monétaire non conventionnelle. Bien que notre article ait une visée plus pédagogique que prospective, nous évoquons enfin quelques pistes de réflexion quant aux principaux facteurs susceptibles de soutenir ou de ralentir la création de monnaie aux États-Unis au cours des prochains trimestres.

## L'analyse européenne de la création monétaire appliquée au cas américain

Nous avons transposé la méthodologie développée dans la zone euro aux données américaines afin d'identifier les sources de création/destruction monétaire aux États-Unis. Cet exercice, délicat, a nécessité quelques hypothèses arbitraires afin d'être mené à bien, les statistiques américaines n'étant pas conçues dans cette perspective. Ses résultats requièrent, en outre, d'être interprétés au regard des singularités du mode de financement de l'économie et du système financier américain.

### Les composantes de la masse monétaire

La masse monétaire correspond à l'ensemble des valeurs détenues par les agents économiques pouvant être instantanément utilisées comme moyens de paiement ou susceptibles d'être immédiatement converties en liquidités<sup>3</sup>. En zone euro, la quantité de monnaie en circulation dans l'économie est mesurée par l'agrégat monétaire M3<sup>4</sup>. Aux États-Unis, l'agrégat monétaire le plus proche de l'agrégat européen M3 est l'agrégat M2<sup>5</sup>.

La structure de la masse monétaire est identique dans les deux économies (tableau 1). La monnaie scripturale (dépôts au passif des bilans bancaires) constitue la plus grande partie de la masse monétaire (environ 85% de M3 comme de M2), loin devant la monnaie fiduciaire (pièces et billets au passif du bilan des banques centrales, environ 10%), tandis que les instruments de marché n'en représentent qu'une fraction marginale (5%). Une partie des dépôts bancaires n'est pas incluse dans la définition de la masse monétaire (20%<sup>6</sup> en moyenne dans les deux économies) : c'est le cas des dépôts à terme d'une maturité supérieure à deux ans en zone euro et des dépôts à terme excédant 100 000 dollars aux États-Unis.

### Le bilan consolidé des émetteurs de monnaie

La méthodologie européenne consiste à élaborer le bilan consolidé des institutions financières et monétaires (IFM), soit, dans la zone euro, celui de l'Eurosystème, des établissements de crédit et des fonds monétaires, aussi appelé « bilan monétaire ». D'après la définition de l'agrégat M2, les trois secteurs émetteurs de la monnaie aux États-Unis sont : la Fed, les institutions de dépôts et les fonds monétaires *retail*<sup>7</sup>. Nous avons toutefois fait le choix de négliger la contribution des fonds monétaires retail à la création monétaire en raison du manque de profondeur historique des données disponibles et de la ventilation insuffisamment précise de leurs portefeuilles d'investissement<sup>8</sup>. Notre analyse se concentre donc sur le bilan consolidé des « IFM » américaines hors fonds monétaires retail et sur les contreparties de l'agrégat M2 diminué des parts de fonds monétaires retail (soit 94% de M2). L'encadré 1 présente notre démarche.

### Les contreparties de la masse monétaire

L'élaboration du bilan consolidé des IFM permet d'identifier les principales contreparties de la masse monétaire : les concours au secteur privé résident (prêts octroyés par les IFM et titres de dette émis par le secteur privé non monétaire détenus par les IFM), les concours nets au secteur public (concours des IFM aux administrations centrales nets des avoirs de ces dernières auprès des IFM), les avoirs extérieurs nets (créances des IFM sur des contreparties non résidentes nettes des dettes des IFM à leur égard) et les ressources à long terme (dettes [hors dépôts constitutifs de la masse monétaire], capital et réserves). Le résidu (différence entre le volume d'expositions identifiées plus haut et la masse monétaire) constitue « les autres contreparties » de la masse monétaire. L'encadré 2 présente les bilans consolidés respectifs des IFM américaines et de la zone euro au 31 décembre 2020 (dernières données disponibles pour la comparaison). Du point de vue des IFM, les éléments constitutifs de la masse monétaire représentent une ressource et sont donc inscrits au passif de leur bilan consolidé. Une augmentation de la masse monétaire a ainsi pour contrepartie soit un accroissement des postes à l'actif du bilan consolidé des IFM, soit une baisse des ressources non monétaires au passif de leur bilan.

BILAN CONSOLIDÉ DES IFM	
Actif	Passif
Concours au secteur privé	Masse monétaire
Concours aux administrations centrales	Dépôts des administrations centrales
Avoirs extérieurs nets	Ressources à long terme

Contreparties de la masse monétaire

<sup>3</sup> La notion de masse monétaire ne doit pas être confondue avec celle de base monétaire. Cette dernière inclut, à l'instar de la masse monétaire, les pièces et billets (au passif du bilan de la banque centrale) mais également, et contrairement à la masse monétaire, les réserves des banques auprès de la banque centrale (à l'actif des bilans bancaires et au passif du bilan de la banque centrale). Rappelons que les réserves en banque centrale ne peuvent pas être prêtées à la clientèle non bancaire. L'évolution de leur volume agrégé dépend de l'évolution de la taille du bilan de la banque centrale et de la structure de son passif.

<sup>4</sup> Il inclut les pièces et billets, les dépôts à vue, les dépôts à terme d'une maturité inférieure ou égale à deux ans, les dépôts bancaires assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois (comptes sur livrets), les titres de dette à moins de deux ans émis par les banques, les parts de fonds monétaires et les titres placés en pension livrée.

<sup>5</sup> Ce dernier inclut les pièces et billets, les dépôts à vue, les autres dépôts liquides (comptes sur livrets), les dépôts à terme n'excédant pas 100 000 dollars et les parts de fonds monétaires s'adressant à une clientèle d'investisseurs particuliers (*retail funds*).

<sup>6</sup> Moyenne des dix dernières années.

<sup>7</sup> Il existe aux États-Unis trois grands types de fonds monétaires : les *government funds*, les *prime funds* et les *tax-exempt funds*. Ces fonds peuvent s'adresser soit à une clientèle d'investisseurs institutionnels (*institutional funds*), soit à des investisseurs particuliers (*retail funds*). Ces derniers représentent 30% de l'industrie des fonds monétaires.

<sup>8</sup> L'*Investment Company Institute* (ICI) fournit la valeur globale des actifs des fonds monétaires retail depuis 2007. Il ne publie, en revanche, la structure des portefeuilles agrégés des trois grands types de fonds que depuis 2013, et sans distinction entre *institutional funds* et *retail funds*. L'*Office of Financial Research* (OFR) fournit, quant à lui, depuis 2011 des informations sur les portefeuilles des *retail prime funds* et *retail tax-exempt funds* mais pas sur ceux des *retail government funds* (qui concentrent 75% des actifs des trois types de *retail funds*). L'intégration des fonds monétaires retail dans le champ des « IFM » américaines nécessiterait donc de poser de nombreuses hypothèses ad-hoc.

## AGRÉGATS MONÉTAIRES

Zone euro				États-Unis			
EUR mds au 30/04/2021		% de M3	% du PIB nominal*	USD mds au 30/04/2021		% de M2	% du PIB nominal*
<b>M3</b>	<b>14 775</b>			<b>M2</b>	<b>20 109</b>		
• <b>M2</b>	<b>14 034</b>	<b>95%</b>	<b>124%</b>	• <b>M1</b>	<b>18 935</b>	<b>94%</b>	<b>90%</b>
• M1	10 582	72%	93%	• Billets et pièces	2 051	10%	10%
- Billets et pièces	1 402	10%	12%	• Dépôts à vue	3 772	19%	18%
- Dépôts à vue	9 180	62%	81%	• Autres dépôts liquides**	13 113	65%	62%
• Autres dépôts à court terme (M2-M1)	3 451	23%	31%	• <b>M2-M1</b>	<b>1 173</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>
- Dépôts à terme d'une maturité ≤ 2 ans	966	7%	9%	• Dépôts à terme ≤ USD 100 000	136	1%	1%
- Dépôts bancaires assortis d'un préavis de remboursement ≤ 3 mois	2 486	17%	22%	• Parts de fonds monétaires s'adressant aux particuliers ( <i>retail funds</i> )	1 037	5%	5%
• <b>Instruments de marché (M3-M2)</b>	<b>741</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>				
• Titres de dette ≤ 2 ans émis par les banques	27	0%	0%				
• Parts de fonds monétaires	605	4%	5%				
• Titres placés en pension livrée	109	1%	1%				

\* PIB annualisé à prix courants au T1 2021

\*\* Autres comptes à vue et comptes d'épargne. Avant mai 2020, les comptes d'épargne n'étaient pas inclus dans l'agrégat M1.

TABLEAU 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINNE

## Les sources de création/destruction monétaire et les singularités américaines

Le premier enseignement de notre exercice de comparaison est que, sur longue période, la masse monétaire américaine présente des contreparties de nature et de proportion comparables à celles de l'agrégat européen M3 (graphiques 1 et 2). Nous rappelons ici les principaux mécanismes à l'œuvre et les spécificités américaines.

### Les créances sur le secteur privé

#### « Les crédits font les dépôts »

Dans les deux économies – américaine et européenne –, en temps normal, les crédits au secteur privé constituent le principal moteur de croissance de la masse monétaire (McLeay, Radia et Thomas, 2014). Lorsqu'une banque octroie un crédit, elle accroît dans le même temps la masse des dépôts. En d'autres termes, elle crée de la monnaie en créditant le compte de son client. Ce pouvoir de création monétaire *ex nihilo* est en partie bridé par la réglementation prudentielle et influencé par la politique monétaire. Le remboursement d'un emprunt donne lieu, quant à lui, à une destruction de monnaie. À l'échelle d'une économie, une augmentation de l'encours de crédits (lorsque la production nouvelle agrégée excède les remboursements totaux) est ainsi source de création monétaire. Le solde de dépôt peut

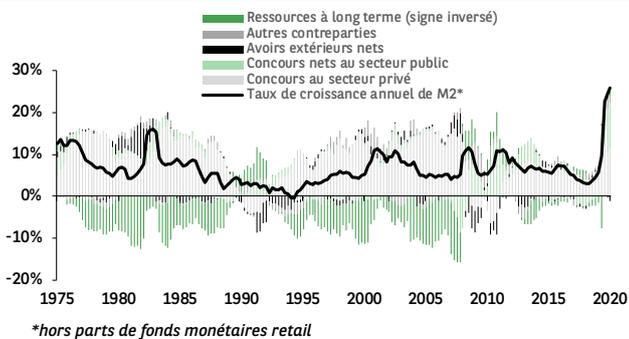
« se déplacer » vers le compte courant d'un client d'une autre banque (par exemple si l'emprunteur achète l'automobile d'un client d'une banque concurrente) mais à l'échelle agrégée, l'encours de dépôts progresse avec celui des créances à l'économie (à la conversion près des dépôts en billets et pièces ou à leur « fuite » vers l'étranger près).

#### L'effet des titrisations de créances

Si la photographie instantanée du bilan consolidé des IFM offre une vision fidèle des contreparties de la masse monétaire à l'instant t, elle ne rend pas compte d'abondants flux de création/destruction monétaire qui se neutralisent mutuellement. L'équilibre de la masse monétaire américaine, en particulier, ignore d'importants flux monétaires temporaires en raison du recours intense à la titrisation de créances (Choulet et Quignon, 2021). La masse monétaire est augmentée des encours de crédit originés par les banques (+) mais elle est diminuée de leur fraction titrisée (-). En effet, la monnaie créée lors de l'inscription d'un prêt à l'actif d'une banque est détruite quand ladite banque cède le prêt à un investisseur non bancaire (effacement des dépôts mobilisés par celui-ci pour l'acquérir). Dans le cas des prêts hypothécaires, la destruction de monnaie intervient plus précisément au moment du placement des titres adossés aux prêts (*Mortgage-Backed Securities*, MBS) : la cession des prêts à une agence de refinancement hypothécaire (*Government-Sponsored Enterprise*, GSE) entraîne un transfert de *cash*



### CONTRIBUTIONS DES CONTREPARTIES DE M2\* À LA CROISSANCE MONÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE, CALCULS DE L'AUTEUR

### CONTRIBUTIONS DES CONTREPARTIES DE M3 À LA CROISSANCE MONÉTAIRE EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

du compte courant de la GSE auprès de la Fed vers celui de la banque originatrice (hausse des réserves des banques auprès de la Fed) ; la souscription par un investisseur non bancaire du MBS émis par la GSE réduit la masse des dépôts et conduit à un transfert d'avoirs en banque centrale de sens opposé, de la banque du client souscripteur vers la GSE. En revanche, lorsque l'investisseur est une IFM (par exemple la banque centrale dans le cadre d'un programme d'assouplissement quantitatif), le dépôt créé au moment de l'origination du crédit est préservé<sup>9</sup> puisque la contrepartie constituée du crédit est simplement transférée d'une IFM à l'autre mais ne « sort » pas du bilan consolidé des IFM.

#### Les achats de titres privés

Les achats et cessions de titres (titres de dette, actions et parts de fonds non monétaires) réalisés par les IFM, elles-mêmes, sont une autre source importante de flux de création/destruction monétaire. L'achat ou la souscription par une IFM d'un titre émis par un agent non monétaire résident (par exemple par une société non financière) à un autre agent non monétaire résident entraîne une augmentation des dépôts de l'agent (résident) qui a cédé ou émis le titre et contribue ainsi à une création de monnaie. Ce phénomène de « monétisation » tient à la nature de l'acheteur/souscripteur du titre. L'achat/souscription du même titre par un agent non monétaire (par exemple par une compagnie d'assurance) conduirait en effet à une simple circulation de dépôts entre agents et non à une création nette de dépôts (monnaie).

#### Les concours nets au Trésor

##### Les achats de titres publics

Les créances nettes sur les administrations centrales sont également un vecteur important de création monétaire, en particulier en période d'assouplissement quantitatif (QE). Elles prennent quasi-exclusivement

la forme d'acquisition de titres souverains (en vue, par exemple, d'accroître leurs portefeuilles d'actifs liquides dans le cas des banques commerciales, d'abaisser les rendements obligataires dans le cas de la banque centrale).

En pratique, l'émission d'obligations d'État en vue de financer de nouvelles dépenses occasionne plusieurs flux de création-destruction monétaire. In fine, le stock global de dépôts bancaires demeure inchangé lorsque le souscripteur final des titres est un agent non bancaire résident et augmente lorsque le souscripteur final est une IFM. Lorsque l'acheteur/souscripteur est un agent non monétaire, la levée de ressources réalisée par le Trésor, puis leur utilisation pour financer une nouvelle dépense publique, conduisent à une simple circulation de la monnaie existante. C'est le cas, par exemple, du compte de dépôts d'un fonds d'investissement ayant souscrit à l'émission du Trésor vers la société non financière ayant procédé à la rénovation d'une école ou vers un ménage bénéficiant d'un versement direct dans le cadre d'un plan de relance<sup>10</sup>.

En revanche, lorsqu'une banque commerciale ou une banque centrale achète des titres publics auprès d'un agent non monétaire (i.e. auprès d'un fonds de pension), le montant de la cession est crédité sur le compte bancaire de l'agent (ce qui implique une augmentation du montant des dépôts). La masse monétaire est accrue : l'achat des titres par l'institution monétaire (création monétaire) compense l'effet de la souscription initiale des titres par le fonds de pension (destruction monétaire)<sup>11</sup>, tandis que la réalisation de la dépense publique permet l'injection de dépôts supplémentaires<sup>12</sup>.

La liquidité circulant entre agents, les détenteurs finaux des dépôts créés dans le cadre d'un QE ne sont pas directement identifiables à partir des statistiques monétaires. En outre, les effets de second tour peuvent atténuer ou compenser les effets directs du QE sur la masse monétaire<sup>13</sup>.

<sup>9</sup> Les réserves de la GSE, réduites au moment de l'achat des prêts, sont reconstituées lors de l'acquisition des MBS par la Fed. Lorsque l'investisseur est non-résident, l'effet négatif de la baisse de la contrepartie « créances sur l'économie » (cession des prêts à la GSE) est compensé par la hausse de la contrepartie « créances nettes sur l'extérieur des IFM » (via la hausse des réserves de change de la banque centrale) : la masse monétaire créée à l'occasion de l'octroi des crédits est préservée.

<sup>10</sup> La transaction s'accompagne également d'un transfert de liquidités en banque centrale. Le placement des titres s'accompagne d'un transfert de *cash* du compte courant de la banque du client souscripteur auprès de la Fed vers celui du Trésor ; la réalisation de la dépense publique se traduit quant à elle par un transfert de *cash* du compte de dépôt du Trésor auprès de la Fed vers celui de la banque du client bénéficiaire de la dépense publique. In fine, les volumes de dépôts bancaires et de réserves en banque centrale sont inchangés.

<sup>11</sup> La souscription par le fonds de pension de titres publics détruit une partie de ses dépôts. La cession du titre public par le fonds de pension à une IFM lui permet de renflouer son compte de dépôts.

<sup>12</sup> L'achat de titres publics par une IFM auprès d'une autre IFM n'a aucun effet sur la masse monétaire tandis qu'un achat auprès d'un non résident est de nature à la réduire (baisse de la contrepartie « créances nettes sur l'extérieur » via la baisse des réserves de change de la banque centrale).

<sup>13</sup> Atténuer si, par exemple, un *hedge fund* résident ayant cédé des titres à la banque centrale investit ses nouvelles liquidités en titres émis par une société non financière non résidente. Compenser si, par exemple, un non-résident ayant cédé des titres à la banque centrale nationale réinvestit sur le sol national, en souscrivant à l'émission de titres de dette d'une société non financière résidente.

### Le gonflement des avoirs du Trésor

La création monétaire nette qui découle des achats de titres publics par les IFM auprès d'agents non monétaires résidents est néanmoins contrariée lorsque le creusement du déficit public s'accompagne d'un gonflement des avoirs du Trésor. Lorsque le produit des émissions nettes de titres publics ne sert pas immédiatement à financer des dépenses supplémentaires mais est partiellement thésaurisé sur le compte du Trésor (auprès des banques commerciales ou de la banque centrale), la monnaie créée à l'occasion de l'achat des titres par une IFM est « stérilisée ». Toutes choses égales par ailleurs, il n'y a création nette de monnaie qu'à la condition d'une augmentation des créances nettes des IFM sur le Trésor. En 2020, l'effet du QE sur la croissance monétaire a ainsi été nettement modéré aux États-Unis par l'accroissement des dépôts du Trésor auprès de la Fed (ces derniers ont représenté jusqu'à 26% du passif de la Fed à la fin juillet 2020, cf. infra).

### Les avoirs extérieurs nets

La contrepartie extérieure nette (qui se traduit, lorsqu'elle est positive, par des entrées nettes de capitaux) joue peu dans l'évolution (nette) de la masse monétaire, dans la zone euro comme aux États-Unis. Dans le cas des États-Unis en particulier, la photographie du bilan consolidé des « IFM » masque toutefois d'importantes entrées et sorties de capitaux, les premières découlant d'investissements directs et de portefeuille effectués par les non-résidents, les seconds, du déficit de la balance courante américaine (Choulet et Quignon, 2021). Lorsque les flux monétaires sortants (importations par exemple) ne sont pas - ou seulement partiellement - compensés par des entrées de capitaux sur le territoire national, les « créances nettes sur l'extérieur » des institutions monétaires (comprenant notamment les réserves de change de la banque centrale) et la masse monétaire diminuent. Aux États-Unis, la relative concomitance des sorties et des entrées de capitaux (investissements de portefeuille et directs) aboutit, sinon à une neutralité, du moins à une contribution modeste de l'évolution des créances nettes sur l'extérieur des « IFM » américaines. En dépit de leur ampleur, les flux monétaires entrants et sortants se compensent pour l'essentiel, de sorte que la contrepartie « avoirs sur l'extérieur » joue un rôle négligeable dans les évolutions de la masse monétaire américaine.

### Les ressources à long terme

La souscription par des agents non monétaires de dépôts à terme non constitutifs de la masse monétaire (d'une maturité supérieure à deux ans dans le cas de la zone euro, de montants unitaires supérieurs à USD 100 000 aux États-Unis) ou d'obligations et actions émises par les banques a pu générer d'importants flux de destruction monétaire par le passé (tout en préservant les stocks de dépôts bancaires dans le premier cas). Cette contribution négative a toutefois nettement reflué au cours des dernières années (le contexte de taux bas a réduit le coût d'opportunité associé à la détention d'une épargne très liquide, peu ou pas rémunérée, tandis que les QE ont réduit la nécessité pour les banques de lever de la dette de marché en améliorant la couverture des crédits par les dépôts). En 2020, à l'exception du premier trimestre marqué par un stress extrême sur la liquidité<sup>14</sup>, leur évolution (à la

baisse) a même concouru à une création nette de monnaie. Aux États-Unis, la banque centrale entretient des relations étroites avec certaines institutions financières non monétaires, en raison de leur rôle central dans le fonctionnement des marchés financiers. L'évolution de leurs avoirs auprès de la Fed a joué, à certaines périodes, un rôle non négligeable (mises en pension de titres auprès des fonds monétaires<sup>15</sup>, dépôts des GSE et des chambres de compensation).

## La monnaie ne s'évapore pas

L'expérience américaine de l'assouplissement, puis du durcissement quantitatif (réduction du bilan de la Fed), offre l'opportunité d'appréhender la sensibilité de la masse monétaire aux politiques monétaires non conventionnelles mises en place depuis la grande crise financière, mais aussi les facteurs susceptibles de la renforcer ou de l'atténuer.

### Les contreparties de la monnaie depuis la grande crise financière

Nous avons résumé dans le tableau 2 l'évolution des contreparties de M2 depuis la grande crise financière<sup>16</sup>. Les colonnes ne sont pas comparables entre elles puisqu'elles couvrent des périodes de durées différentes. Elles renseignent en revanche, pour chaque épisode d'expansion/stabilisation/contraction du bilan de la Fed, sur le poids relatif de chacune des contreparties dans l'évolution de la masse monétaire. Ce découpage peut masquer les effets, parfois importants, de certaines mesures de politique monétaire ou de certains choix de portefeuille. Nous nous référons donc également aux graphiques 3, 4 et 5, qui fournissent une indication plus précise, mais moins synthétique, des contributions respectives.

### Les trois vagues successives d'assouplissement quantitatif entre la fin 2008 et la fin 2014

#### Les achats de titres, substitués au canal traditionnel de création monétaire

Les concours nets aux administrations centrales et les achats de titres privés (MBS) ont été les principaux vecteurs de création monétaire entre 2008 et 2014 (histogrammes vert et gris clair hachuré des graphiques 4 et 5). Entre septembre 2008 et janvier 2015, le bilan de la Fed s'est élargi de USD 3 600 mds (les réserves des banques auprès de la Fed de USD 2 700 mds). Comme évoqué plus haut, par le biais de ses achats de *Treasuries* (constitutifs de la contrepartie « créances nettes sur les administrations centrales ») et de MBS (« créances sur le secteur privé »), la Fed a créé de la monnaie en « monétisant » des titres de dette à long terme. Réalisés pour une large part auprès d'agents non monétaires, ces achats ont suppléé, lors de la grande crise financière de 2008, à l'assèchement du canal traditionnel de création monétaire : à partir de la fin 2008, tandis que les concours de prêts bancaires à l'économie se contractaient temporairement (remboursement ou effacement d'une partie des créances immobilières, baisse de la production nouvelle de crédits, histogramme gris clair du graphique 5), les dépôts de la clientèle ont ainsi continué de progresser rapidement<sup>17</sup>. Dès la fin 2013, en outre, la perspective de l'introduction de la norme de liquidité bâloise (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR<sup>18</sup>) dans

<sup>14</sup> Au premier trimestre 2020, le stress financier provoqué par le choc de la pandémie a conduit à une stérilisation des liquidités. La hausse des dépôts des GSE, des chambres de compensation (appels de marge) et des fonds monétaires (via le Reverse Repurchase Program) auprès de la Fed d'une part et des dépôts à terme et avances au passif des banques d'autre part expliquent la contribution très négative des engagements non monétaires à la croissance de M2 à cette date.

<sup>15</sup> Pour rappel, les fonds monétaires retail (lesquels représentent 30% de l'industrie des fonds) ont été exclus du champ des « IFM » américaines en raison de la ventilation insuffisamment précise de leurs portefeuilles de placement.

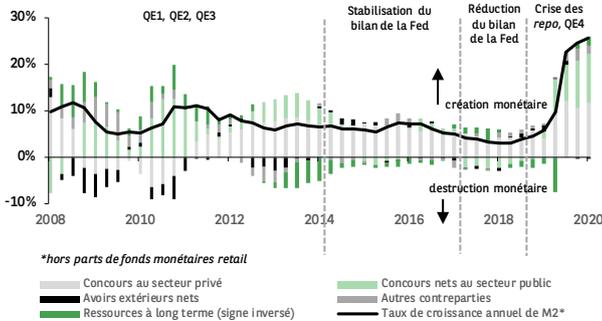
<sup>16</sup> Voir Choulet (2018) pour une analyse des effets de la déformation et de la réduction du bilan de la Fed sur les réserves des banques résidentes.

<sup>17</sup> Le remboursement des prêts déployés par la Fed à partir de 2008 au bénéfice des dealers, d'AIG et des véhicules spéciaux chargés d'acheter des billets de trésorerie et de déléster les fonds monétaires de certains de leurs actifs étant intervenu au cours de la phase 1, la contribution nette de la contrepartie « créances au secteur privé » de la Fed apparaît négative dans le tableau 2.

<sup>18</sup> Cette norme impose aux banques de détenir suffisamment d'actifs liquides de haute qualité, non grevés, pour faire face, aux sorties nettes de trésorerie à 30 jours qu'occasionnerait une grave crise de liquidité. Parmi les actifs considérés comme les plus liquides (ceux pouvant être convertis en liquidités sur des marchés privés sans perdre - ou



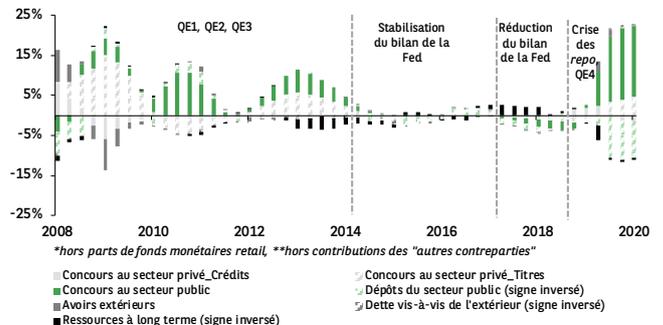
CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DE M2\* DEPUIS LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008



GRAPHIQUE 3

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, CALCULS DE L'AUTEUR

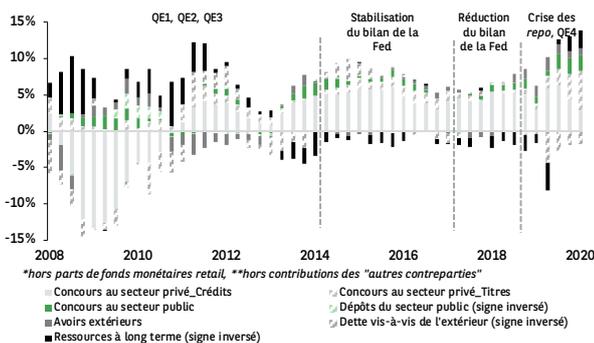
CONTRIBUTIONS DES CONTREPARTIES DE M2\* INSCRITES AU BILAN DE LA FED\*\*



GRAPHIQUE 4

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, CALCULS DE L'AUTEUR

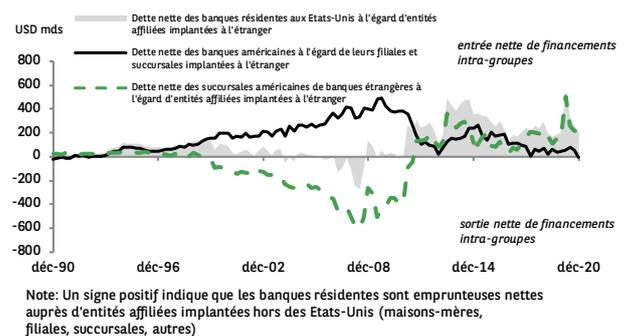
CONTRIBUTIONS DES CONTREPARTIES DE M2\* INSCRITES AU BILAN DES BANQUES\*\*



GRAPHIQUE 5

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, CALCULS DE L'AUTEUR

L'ENDETTEMENT NET EXTERNE DES BANQUES RÉSIDENTES DEPUIS 2010



GRAPHIQUE 6

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

le corpus réglementaire américain s'est accompagnée d'un gonflement des portefeuilles de *Treasuries* dans les bilans bancaires.

**L'effet négatif de l'élargissement de la dette nette externe...**

Les liquidités en dollar prêtées par la Fed lors des accords de *swap* conclus avec d'autres banques centrales entre la fin 2008 et début 2009 (« avoirs extérieurs », histogramme gris foncé du graphique 4) ont, in fine, été largement utilisées comme substituts à la fenêtre d'escompte par les succursales américaines de banques étrangères (confrontées à un assèchement brutal des marchés de dette à court terme en dollar, histogramme gris foncé hachuré du graphique 5). Leur contribution à la croissance monétaire a par conséquent été modeste<sup>19</sup>.

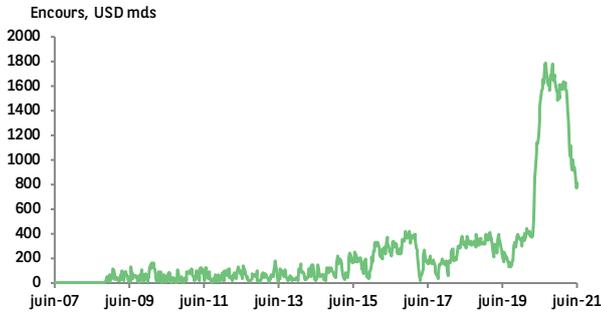
Par la suite, sous l'effet conjugué de l'assouplissement quantitatif et du changement de calcul de la commission FDIC, les flux de remboursement des prêts transfrontières intra-groupes par les maisons mères, plus rapides chez les banques étrangères (maisons mères étrangères de succursales américaines) que chez les banques américaines (à l'égard de leurs filiales et succursales étrangères), ont contribué à élargir la dette nette des banques commerciales résidentes vis-à-vis de l'extérieur (« dette vis-à-vis de l'extérieur », aire grise du graphique 6) (cf. Choulet, 2015). Cette tendance a été prolongée par les entrées nettes de financements intra-groupes dont ont bénéficié l'ensemble des banques résidentes (en particulier en 2011 et 2013).

en perdant très peu - de leur valeur), figurent les réserves en banque centrale et les créances sur - ou garantis par - des émetteurs souverains tels que les titres du Trésor ou les titres d'agences.

19 Pour rappel, un accord de *swap* permet à une banque centrale d'obtenir des dollars auprès de la Fed qu'elle prête ensuite aux banques commerciales de son ressort. En pratique, ce prêt s'accompagne d'un transfert de *cash* du compte de dépôt de la banque centrale étrangère (auprès de la Fed) vers celui d'une banque implantée aux États-Unis, affiliée ou correspondant de l'établissement bancaire étranger emprunteur. Le tirage de la ligne de *swap* accroît ainsi mécaniquement les réserves des banques résidentes auprès de la Fed et leur dette nette transfrontalière. Toutefois, lorsque le tirage répond à un besoin de financement ou de couverture exprimé par un client, le décaissement des liquidités (par exemple le règlement d'une dette contractée auprès d'un fournisseur américain ou la souscription d'un titre libellé en dollar) efface la dette interbancaire créée et conduit à un transfert de réserves entre banques établies aux États-Unis (vers le compte auprès de la Fed de la banque du fournisseur). Dans ce cas, le *swap* se traduit par une augmentation des créances nettes des IFM américaines sur l'extérieur et par une création monétaire. Cet effet est contrarié lorsque le *swap* est utilisé comme outil de refinancement en dollar par les banques résidentes aux États-Unis (la hausse des avoirs de la Fed sur l'extérieur est dans ce cas compensée par la hausse de la dette bancaire à l'égard de l'extérieur). Au terme du *swap*, l'échange de monnaies en sens opposé détruit les réserves et la monnaie initialement créées dans le premier cas, les réserves et la dette interbancaire transfrontalière dans le second cas. Dans le tableau 2, la contribution négative de la contrepartie « créances extérieures nettes » de la Fed en phase 1 est liée au fait que les opérations de *swap* de la Fed se sont largement concentrées en fin d'année 2008 et ont été dénouées fin 2009. Apprécies en variation sur la période 2008-2014, les avoirs extérieurs nets de la Fed apparaissent donc comme ayant contribué à une destruction nette de monnaie dans le tableau 2.



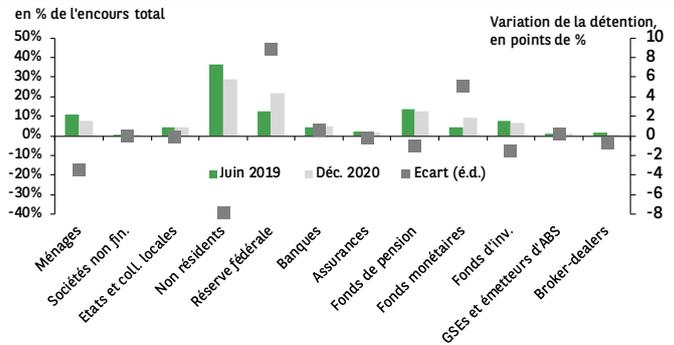
### L'ABONDANCE DES AVOIRS DU TRÉSOR AUPRÈS DE LA FED



GRAPHIQUE 7

SOURCE : RÉSERVE FÉDÉRALE

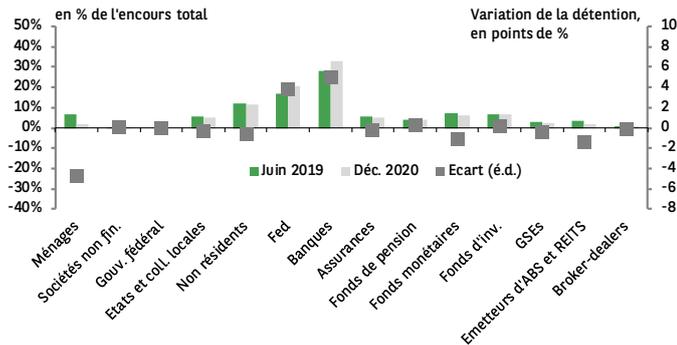
### VENTILATION DES TREASURIES PAR SECTEURS DÉTENEURS



GRAPHIQUE 8

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

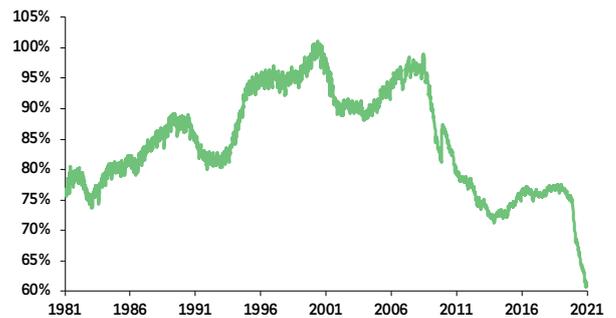
### VENTILATION DES MBS D'AGENCES PAR SECTEURS DÉTENEURS



GRAPHIQUE 9

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

### NETTE AMÉLIORATION DU RATIO PRÊTS / DÉPÔTS DES BANQUES COMMERCIALES AMÉRICAINES



GRAPHIQUE 10

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE (H.8), BNP PARIBAS

L'augmentation de la dette nette externe des banques sur la période 2008-2014 a ainsi contribué à une destruction de monnaie (cf. histogramme gris foncé hachuré du graphique 5).

**... en partie compensé par une contraction des ressources à long terme**

Les mises en pension de titres de la Fed auprès des fonds monétaires entre la fin 2013 et 2015 (*Reverse Repo Program*, RRP) ont pesé négativement sur la masse des dépôts (cf. infra) (tableau 2 et histogramme noir du graphique 4). Les trois premiers épisodes de QE ont toutefois été propices à une contraction plus importante encore des engagements non monétaires des banques : des dépôts non constitutifs de M2, des emprunts sécurisés (repo, avances des *Federal Home Loan Banks*) comme de la dette en blanc (*fed funds*) (cf. tableau 2 et histogramme noir du graphique 5). Sur base consolidée, la contribution de la contrepartie « ressources à long terme » des IFM a de ce fait été positive entre 2008 et 2014 (cf. tableau 2).

**Les phases de stabilisation puis de réduction du bilan de la Fed**

Au cours de ces deux phases, la base monétaire (constituée des réserves des banques auprès de la Fed et de la monnaie fiduciaire, au passif du bilan de la Fed) s'est contractée tandis que la croissance de M2 a simplement décéléré.

Entre octobre 2014 et octobre 2017, la Fed a stabilisé la taille de son bilan en réinvestissant intégralement les tombées de dette sur son portefeuille de titres<sup>20</sup>. Toutes choses égales par ailleurs, ses achats de titres publics et privés, nuls nets des remboursements, n'ont donc eu aucun effet sur la masse monétaire. Au cours de cette période, la création monétaire a décollé de la relance des prêts bancaires et de la souscription par les banques de *Treasuries* et de MBS (contrainte LCR, histogrammes gris clairs des graphiques 3 et 5). Les autres contreparties ont peu joué sur l'évolution de M2 sur cette période<sup>21</sup>.

À partir d'octobre 2017, la Fed a engagé un programme de réduction de la taille de son bilan, en limitant le montant de ses réinvestissements à échéance. En l'espace de moins de deux ans (d'octobre 2017 à août 2019), son bilan a diminué de USD 700 mds (destruction de USD 750 mds de réserves en banque centrale). Cette politique, assimilable à une cession nette de titres, s'est traduite par une destruction de dépôts (histogrammes vert et gris clair hachuré du graphique 4). De plus, certains agents non bancaires se sont portés acquéreurs des *Treasuries* et MBS nouvellement émis, réduisant, de fait, leurs dépôts. La croissance des prêts bancaires, les prises en

<sup>20</sup> Son portefeuille de *Treasuries* a été renouvelé via l'échange des titres arrivant à échéance contre des titres nouvellement émis, son portefeuille de MBS via le réinvestissement des remboursements de prêts hypothécaires dans la souscription de nouveaux MBS.

<sup>21</sup> L'effet négatif des mises en pension de la Fed (RRP) n'a joué qu'au début de cette 2<sup>e</sup> phase.

## ÉTATS-UNIS : ÉVOLUTION DES CONTREPARTIES DE LA MASSE MONÉTAIRE

Variation en USD mds	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4
	Élargissement du bilan de la Fed (QE1, QE2, QE3)	Stabilisation du bilan de la Fed	Réduction du bilan de la Fed	Nouvel élargissement du bilan de la Fed (crise des repo, QE4)
	T4 2008-T4 2014	T4 2014-T4 2017	T4 2017-T2 2019	T2 2019-T4 2020
<b>Concours au secteur privé</b>	<b>+1 460</b>	<b>+2 212</b>	<b>+777</b>	<b>+1 974</b>
sous forme de prêts				
• de la Fed	-571	0	0	+52
• des banques	-243	+1 707	+973	+571
via l'achat de titres de dette et d'actions				
• de la Fed	+ 1795	-7	-244	+535
• des banques	+479	+512	+48	+816
<b>+ Concours nets aux administrations centrales</b>	<b>+2 516</b>	<b>+46</b>	<b>-282</b>	<b>+1 738</b>
• de la Fed	+2 186	-53	-447	+1 356
• des banques	+330	+99	+165	+382
<b>+ Avoirs nets sur l'extérieur</b>	<b>-715</b>	<b>-9</b>	<b>+29</b>	<b>+26</b>
• de la Fed	-580	-121	-59	+86
• des banques	-135	+112	+88	-60
<b>+ Autres contreparties</b>	<b>+511</b>	<b>-55</b>	<b>+246</b>	<b>+211</b>
<b>- Ressources à long terme</b>	<b>-259</b>	<b>+93</b>	<b>+25</b>	<b>-298</b>
• de la Fed	+353	-40	-298	+110
• des banques	-612	+133	+323	-408
dont dépôts à terme > USD 100 000*	-319	-270	+282	-370
<b>- Capital et réserves</b>	<b>+142</b>	<b>+6</b>	<b>-5</b>	<b>+111</b>
<b>= M2**</b>	<b>+3 889</b>	<b>+2 095</b>	<b>+750</b>	<b>+4 136</b>
• pièces et billets	+437	+272	+133	+313
• dépôts bancaires liquides	+3 452	+1 823	+617	+3 823
<b>Dépôts bancaires totaux***</b>	<b>+3 495</b>	<b>+1 616</b>	<b>+900</b>	<b>+3 885</b>
<b>Réserves en banque centrale</b>	<b>+1 579</b>	<b>-402</b>	<b>-533</b>	<b>+1 601</b>

\*comptes d'épargne et dépôts à terme (hors dépôts des administrations centrales et des non-résidents) dont sont déduits les comptes d'épargne et dépôts à terme de faibles montants inclus dans la définition de M2 \*\*hors parts de fonds monétaires *retail* \*\*\*dépôts totaux inscrits au passif des institutions de dépôts américaines (FoF, L.110) qui comprennent les dépôts bancaires « liquides », constitutifs de la masse monétaire, et les autres dépôts.

TABLEAU 2

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE, BNP PARIBAS



pension des titres « collés » au bilan des *primary dealers* (Choulet, 2019) et les achats de *Treasuries* et MBS par les banques ont toutefois compensé ces effets (histogrammes gris clair et gris clair hachuré du graphique 5). L'incidence négative sur M2 de l'augmentation des ressources à long terme des banques (souscription de dépôts à terme dans le contexte de la hausse des taux engagée à partir de la fin 2015, histogramme noir du graphique 5) a, en outre, été largement atténuée par la baisse des engagements non monétaires de la Fed (arrêt du renouvellement au jour le jour des opérations de mises en pension auprès des fonds monétaires, histogramme noir du graphique 4).

### La nouvelle phase d'élargissement du bilan de la Fed et d'injection de liquidités centrales

Dans le contexte de la crise sanitaire, les achats de titres de la Fed (comme ceux des banques) ont de nouveau constitué le vecteur principal de création monétaire<sup>22</sup> (histogrammes vert et gris clair hachuré des graphiques 4 et 5). En l'espace d'une année et demi seulement (d'août 2019 à la fin décembre 2020), contre six ans lors des précédentes phases de QE, le bilan de la Fed s'est élargi de USD 3 600 mds (hausse de USD 1 600 mds des réserves en banque centrale). Bien que le Trésor ait, sur la période, fortement accru ses dépôts auprès de la Fed (+USD 1 400 mds entre septembre 2019 et décembre 2020, graphique 7), stérilisant ainsi une partie de la monnaie nouvellement créée (histogramme vert hachuré du graphique 4), et bien que les non-résidents aient réduit leur détention de *Treasuries*, la croissance des dépôts qui en a résulté a été forte, une partie de ces achats ayant été réalisée, comme lors des précédentes phases de QE, auprès des ménages<sup>23</sup>, fonds de pension et fonds d'investissement américains<sup>24</sup> (graphiques 8 et 9).

En 2020, le moteur traditionnel de création monétaire (prêts bancaires, histogramme gris clair du graphique 5) a, en outre, été préservé, temporairement, par les tirages de la clientèle sur les lignes de crédit, puis grâce au dispositif de prêts garantis aux petites et moyennes entreprises initié par le Trésor (*Paycheck Protection Program*, PPP).

À l'issue des trois premiers QE, le ratio moyen « crédits sur dépôts » des banques commerciales résidentes s'était amélioré de 26 points de base en l'espace de six ans, passant de 99% à la fin octobre 2008 à 73% à la fin octobre 2014, un niveau proche de son plus bas historique. Le dernier QE a permis une amélioration d'une ampleur comparable, en l'espace d'un an seulement : le ratio a été ramené de 75% à la fin mars 2020 à 61% à la fin mars 2021 (graphique 10), un niveau inédit depuis le milieu des années 50.

### Vers une croissance monétaire plus modérée

Au premier semestre 2021, la croissance monétaire a nettement décéléré (graphique 11). Si, à moyen terme, le maintien d'une politique monétaire accommodante et le rebond attendu de la demande de crédits soutiendront la croissance de M2, à plus court terme, les stratégies bancaires d'allègement des bilans pourraient en revanche en ralentir la progression.

22 L'effet positif sur la masse monétaire des prises en pension de titres réalisées par la Fed auprès des *primary dealers* à partir de l'automne 2019 et jusqu'en mars 2020 (afin d'atténuer les tensions sur les taux monétaires provoquées par les évolutions réglementaires) est masqué par la contraction de son portefeuille de MBS, également constitutif de la contrepartie « créances au secteur privé » au bilan de la Fed.

23 La plupart des postes du compte financier des ménages américains dans les Flow of Funds de la Fed sont déduits par différence et peuvent inclure des actifs d'*hedge funds*, *private equity funds* et *personal trusts residents*.

24 Les encours de *Treasuries* détenus par les ménages, la banque centrale, les banques, les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les fonds d'investissement et les non-résidents sont exprimés en valeur de marché dans les comptes financiers établis par la Fed, de sorte que, pour ces secteurs institutionnels, les variations d'encours présentes intègrent des effets valorisation.

25 Elles ont progressé de USD 1 435 mds au cours des cinq premiers mois de 2021 contre + USD 1 220 mds en 2020.

26 Le Trésor prévoit de ramener ses avoirs à hauteur de USD 450 mds d'ici la fin juillet (contre USD 810 mds début juin) : *Treasury Announces Marketable Borrowing Estimates* / *U.S. Department of the Treasury*

27 [fomcminutes20210428.pdf](https://www.fomcminutes20210428.pdf) ([federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov))

28 *The Fed - April 2021 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* ([federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov))

### La poursuite du programme QE4, même à un rythme moindre, soutiendra la création monétaire

Au cours du premier semestre 2021, les créances nettes de la Fed au Trésor, via la poursuite de QE4 et la réduction du compte du Trésor auprès de la Fed (-USD 800 mds entre la fin 2020 et début juin 2021, graphique 7), ont constitué un puissant vecteur de création monétaire<sup>25</sup>. Leur incidence devrait rester importante au cours des prochains trimestres. Certes, les tirages sur les avoirs du Trésor vont s'amenuiser<sup>26</sup> ; aucun facteur ne justifierait cependant, à notre connaissance, la reconstitution d'avoirs comparables à ceux de 2020 (Cecchetti et Schoensholtz, 2020). Le comité de politique monétaire de la Fed ne devrait en outre pas dévier de sa ligne accommodante avant plusieurs trimestres (jusqu'au retour du plein emploi<sup>27</sup>). Les analystes privilégient pour l'heure une annonce au second semestre 2021 et le début d'une réduction des achats nets (*tapering*) 9 à 12 mois plus tard. Pour mémoire, trois années s'étaient écoulées à l'issue de QE3 avant que la Fed n'engage une diminution de son bilan (synonyme de destruction monétaire).

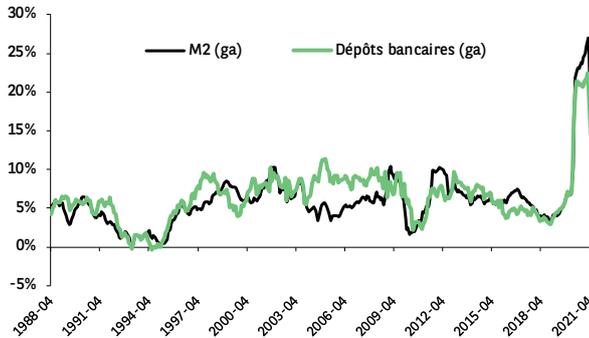
### Le canal des crédits temporairement affaibli

Au premier trimestre 2021, pour la première fois depuis le troisième trimestre 2011, les prêts bancaires aux ménages et aux entreprises se sont contractés (-2%, graphique 12). Cette contraction reflète toutefois un important effet de base négatif : en mars 2020, les tirages sur les lignes de crédit et l'introduction du PPP (*Paycheck Protection Program*) en faveur des petites et moyennes entreprises avaient conduit à une croissance exceptionnelle des encours de prêts aux entreprises, tandis que l'introduction de moratoires sur le remboursement des prêts hypothécaires avait soutenu artificiellement le stock de dette des ménages (et abaissé la probabilité de défauts de paiement). La production nouvelle de prêts PPP en 2021 (USD 190 mds originés par des banques au premier trimestre, USD 220 mds sur les cinq premiers mois de 2021) n'a, en outre, pas permis de compenser intégralement les effacements de créances garanties de 2020. Ainsi, au cours du premier trimestre 2021, 40% des encours de prêts PPP originés en 2020, soit USD 210 mds, ont été effacés (respectivement 54% et USD 280 mds au cours des cinq premiers mois). À la fin mars 2021, un tiers seulement des ménages bénéficiaient encore de reports d'échéances sur leurs emprunts hypothécaires (Haughwout, Lee, Scally et van der Klaauw, 2021). Enfin, près d'un tiers des *stimulus checks* distribués aux ménages ont été utilisés pour rembourser des emprunts en cours (cf. infra).

Les banques interrogées par la Fed dans le cadre d'une enquête conduite entre les 22 mars et 2 avril 2021<sup>28</sup> déclaraient pourtant avoir assoupli leurs critères d'octroi sur une large gamme de prêts (prêts commerciaux et industriels, prêts résidentiels, prêts à la consommation) et observé une hausse de la demande de financements, au moins de la clientèle des ménages (immobilier, cartes de crédit, automobile) au cours du premier trimestre. Au cours des prochains trimestres, la croissance des



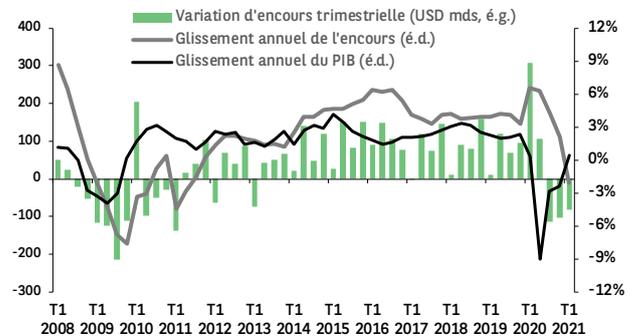
LE RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE MONÉTAIRE DEPUIS MARS 2021



GRAPHIQUE 11

SOURCE : RÉSERVE FÉDÉRALE (H.6, H.8)

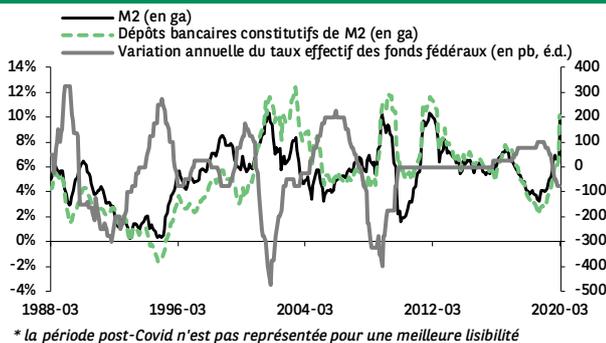
PREMIÈRE BAISSE ANNUELLE DE L'ENCOURS DE PRÊTS BANCAIRES AUX MÉNAGES ET ENTREPRISES DEPUIS 2011



GRAPHIQUE 12

SOURCES : FDIC, MACROBOND

L'ÉVOLUTION DE M2 EST LIÉE À CELLE DU TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX

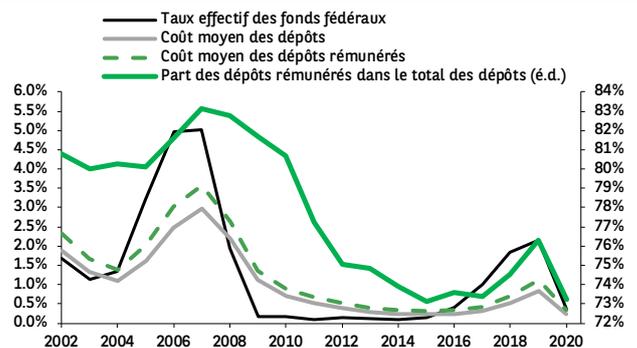


\* la période post-Covid n'est pas représentée pour une meilleure lisibilité

GRAPHIQUE 13

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, MACROBOND

SENSIBILITÉ DU TAUX DE RÉMUNÉRATION DES DÉPÔTS AU TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 14

SOURCES : FDIC, MACROBOND

encours de crédits restera étroitement liée aux perspectives d'activité économique. En comparaison avec l'après-crise financière, la situation financière moins dégradée des ménages (baisse du taux d'endettement, hausse du taux d'épargne, richesse immobilière accrue<sup>29</sup>, hausse plus modérée du taux de chômage) devrait être propice à la soutenir. La possible matérialisation de risques de crédit pourrait en revanche la ralentir et imposer de nouvelles dotations aux provisions.

Un resserrement monétaire conduirait à des arbitrages entre dépôts

De manière générale, l'évolution de la masse monétaire (M2 aux États-Unis) et de sa principale contrepartie (le crédit) est étroitement liée à celle des taux d'intérêt (graphique 13). Une hausse des taux d'intérêt est non seulement de nature à peser sur la création monétaire (en freinant la demande de crédit) mais peut aussi, en augmentant le coût d'opportunité associé à la détention d'épargne liquide, conduire certains déposants à arbitrer en faveur de dépôts plus rémunérateurs (Drechsler, Savov et Schnabel, 2017). Le taux de rémunération moyen des dépôts bancaires est, de fait, sensible aux évolutions du taux effectif des fonds fédéraux (graphique 14).

On observe par ailleurs que le poids des dépôts rémunérés dans le total des dépôts a tendance à s'accroître (diminuer) en période de resserrement (ou d'assouplissement) monétaire. L'ampleur de la transmission de la politique monétaire aux taux de rémunération des dépôts, et les arbitrages qui en découlent, diffèrent toutefois selon les périodes considérées et les phases (une baisse du taux des *fed funds* est généralement plus largement répercutée qu'une hausse, encadré 3). En outre, il semble peu probable à ce stade que la fourchette du taux cible des fonds fédéraux soit relevée avant 2023.

Les plans de relance « Biden », propices à une création de monnaie

Considérée toutes choses égales par ailleurs, l'incidence directe des plans de relance de l'administration Biden sur la masse monétaire et les dépôts bancaires dépendra de leur mode de financement et de leur allocation. L'*American Rescue Plan* de USD 1 900 mds (Proutat, 2021a), voté en mars dernier et financé principalement à l'aide des avoirs du Trésor auprès de la Fed et par un creusement des déficits (dont une partie sera « absorbée » par la Fed dans le cadre de son QE et éventuellement par les banques), est de nature à soutenir la croissance de M2 (hausse de la contrepartie « créances nettes sur les administrations centrales »). Un regain d'intérêt des investisseurs étrangers pour les émissions de *Treasuries* y contribuerait également.

<sup>29</sup> Une remontée des taux effacerait toutefois une partie de l'effet valorisation.



Les effets de « second tour » pourraient toutefois en modifier l'incidence finale. Ainsi, dans le cadre d'une enquête réalisée au mois de janvier par la Réserve fédérale de New York, les ménages américains bénéficiaires des « *stimulus checks* », distribués dans le cadre des plans de soutien à l'économie votés en 2020 (le *CARES Act* puis le *CRRSA Act*), déclaraient en avoir alloué - ou prévoyaient d'en allouer - une large part au remboursement de crédits en cours (34,5% dans le cas des premiers versements en juin 2020 et 37,4% dans le cas des seconds en janvier 2021) (Armentier, Goldman, Kosar et van der Klaauw, 2021)<sup>30</sup>. Les projets d'allocation des montants distribués via l'*American Rescue Plan* (chèques du Trésor, compléments d'indemnités chômage, crédits d'impôts) laissent également présager d'une « destruction » d'environ un tiers des sommes versées aux ménages (33,7% serait utilisé pour effacer une dette, 24,7% serait consommé et 41,6% épargné). L'administration Biden ambitionne, en revanche, de financer son plan d'investissements, l'*American Jobs Plan* sur huit ans (encore en discussion au Congrès, cf. Proutat, 2021b), par l'impôt. Son effet positif (direct) sur M2 serait ainsi en partie annihilé.

Au-delà des conditions de leur financement et de l'utilisation première des liquidités versées, le surcroît de croissance économique et l'effet d'entraînement sur la production nouvelle de crédits permis par les plans « Biden » seront propices à la croissance de M2.

### L'allègement des bilans bancaires devrait peser sur l'évolution des dépôts

La création monétaire occasionnée par l'assouplissement quantitatif s'est traduite par un net élargissement des bilans bancaires. Ce dernier a renforcé les contraintes de solvabilité des très grandes banques (exigences de levier<sup>31</sup>, surcharge systémique, capacité totale d'absorption des pertes<sup>32</sup>) et fait craindre aux banques de taille plus modeste un durcissement de leur cadre réglementaire<sup>33</sup>. Diverses options ont été évoquées par les banques<sup>34</sup> : réviser leurs projets de distribution des résultats, émettre de la dette de long terme (éligible au calcul du TLAC) et/ou chercher des solutions de réduction des bilans ; des stratégies de nature à peser sur l'évolution des dépôts<sup>35</sup>.

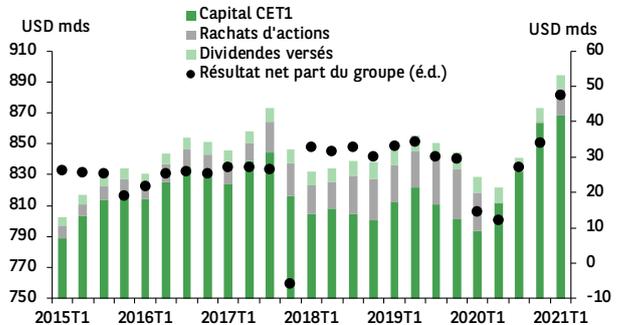
### Le renforcement de la capacité totale d'absorption des pertes

Certes, les ambitieux plans de distribution des résultats annoncés par les institutions financières systémiques (*Global Systemically Important Banks*, G-SIB) en début d'année 2021, après une année 2020 de quasi-diète pour les actionnaires (graphique 15), seront de nature à soutenir la croissance monétaire (baisse de la contrepartie « ressources à long terme »). Le *cash* versé à l'occasion des rachats d'actions ou du paiement des dividendes par les banques peut être thésaurisé sous forme de dépôts bancaires par l'actionnaire ou, par exemple, être réinvesti en titres émis par d'autres sociétés résidentes, financières ou non<sup>36</sup>. L'effet global de ces plans est toutefois à relativiser : 1/ ils demeurent conditionnés aux résultats des stress tests CCAR 2021 ; 2/ les sommes dégagées, bien qu'importantes à l'échelle des groupes, seront probablement négligeables au regard de la contribution des

autres contreparties de M2<sup>37</sup> ; 3/ les exigences de levier de leurs principales filiales de dépôts (graphique 16) et l'augmentation de leurs scores de systémicité (graphique 17) pourraient contraindre les G-SIB à revoir ces plans ou à engager des mesures d'allègement des bilans (cf. infra) ; 4/ les G-SIB pourraient être amenées à reconstituer leur capacité totale d'absorption des pertes.

En 2020, les bénéfices réalisés et l'interdiction faite aux grandes banques de procéder à des rachats d'actions ont contribué à renforcer temporairement les fonds propres des G-SIB et leurs ratios de solvabilité pondérés. Au premier trimestre 2021, les ratios relatifs de capacité totale d'absorption des pertes (*Total Loss Absorbing Capacity*, TLAC) et de dette de long terme (*Long-Term Debt*, LTD), exprimés

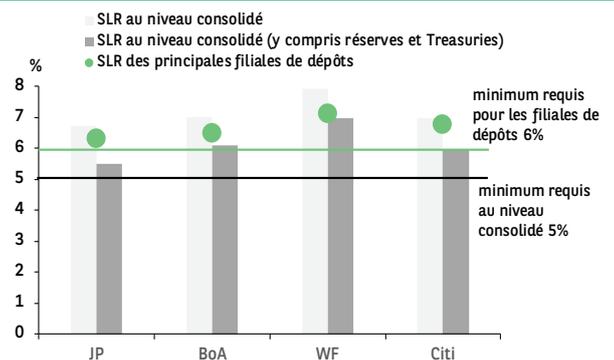
### LES G-SIB AMÉRICAINES ONT RENFORCÉ LEURS FONDS PROPRES DEPUIS UN AN



GRAPHIQUE 15

SOURCE : S&amp;P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE

### RATIOS DE LEVIER SLR AU T1 2021



GRAPHIQUE 16

SOURCES : RAPPORTS SEC 10Q, BNP PARIBAS

30 Une part non négligeable a été épargnée (36,4% et 37,1% respectivement lors des deux premiers envois de chèques) et une part moins conséquente consommée (29,2% et 25,5%).

31 L'exigence de levier bâloise *Supplementary Leverage Ratio* (SLR) a été temporairement assouplie, du 1<sup>er</sup> avril 2020 au 31 mars 2021.

32 La capacité totale d'absorption des pertes (*Total Loss Absorbing Capital*, TLAC) comprend le capital *Tier one* et la dette long terme non garantie (LTD), susceptibles d'absorber les pertes en cas de résolution de l'établissement.

33 Aux États-Unis, l'application des contraintes de solvabilité et de liquidité est régie par des seuils : plus une banque est susceptible de présenter un risque systémique (en raison de sa taille, de l'importance de ses expositions transfrontières, de ses actifs non bancaires, de sa dette de marché à court terme ou de ses expositions de hors bilan), plus les exigences qui lui sont imposées sont fortes.

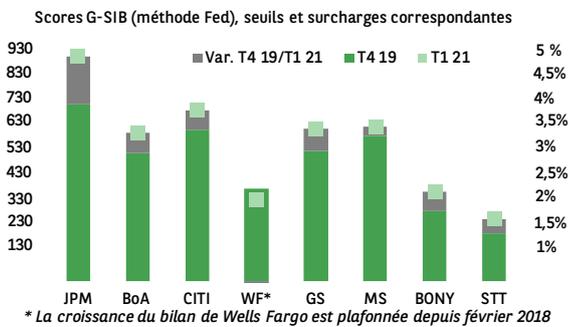
34 Lors des présentations aux investisseurs et de l'enquête de la *Fed Senior Financial Officer Survey, March 2021* ([federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov))

35 La réduction des emprunts collatéralisés (avances) des banques auprès des FHLB, également probable, n'aura que peu d'incidence sur M2 (éventuellement sur les dépôts bancaires et la taille des banques) puisqu'elle aura pour conséquence une hausse des dépôts des FHLB auprès de la Fed ou auprès des banques.

36 L'investissement du *cash* en actions émises par une autre banque ou par un agent non résident détruit instantanément la monnaie créée par le rachat initial.

37 De la même manière, les rachats d'actions en 2018-2019 pourtant exceptionnels en termes de montants n'ont eu qu'un effet marginal sur la croissance de M2.

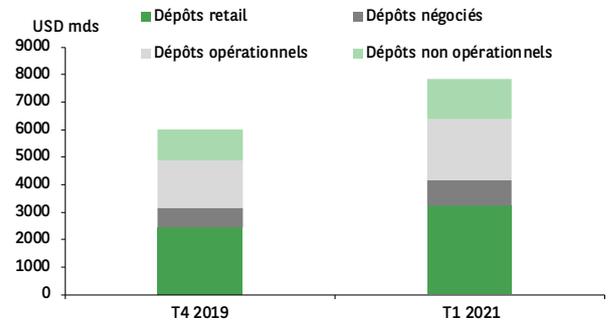
**L'ÉVOLUTION DES SCORES G-SIB POURRAIT SE TRADUIRE PAR UNE AUGMENTATION DES SURCHARGES**



GRAPHIQUE 17

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE (Y-15), BNP PARIBAS

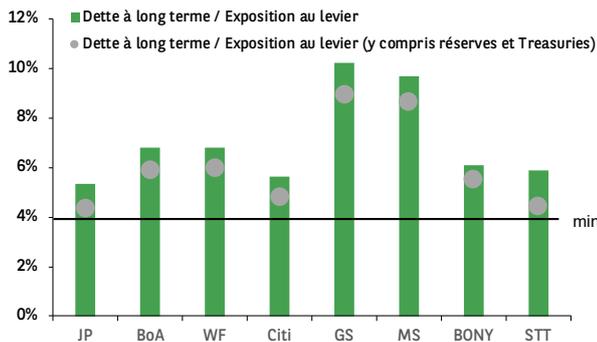
**LES DÉPÔTS NON OPÉRATIONNELS DES 8 G-SIB ONT AUGMENTÉ DE PLUS USD 380 MDS ENTRE LES T4 2019 ET T1 2021**



GRAPHIQUE 19

SOURCE : DÉCLARATIONS LCR

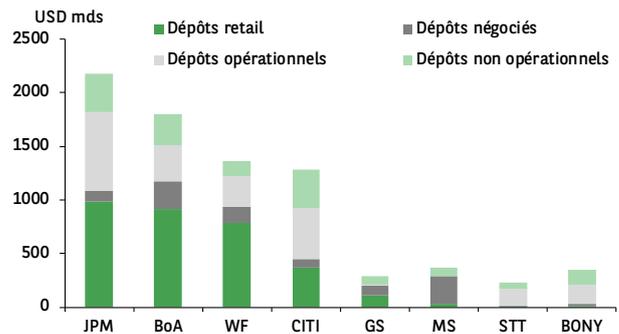
**DETTE À LONG TERME EN % DE L'EXPOSITION AU LEVIER AU T1 2021**



GRAPHIQUE 18

SOURCES : RAPPORTS SEC 10Q, BNP PARIBAS

**JP MORGAN, BANK OF AMERICA ET CITIGROUP CONCENTRAIENT PRÈS DE USD 1000 MDS DE DÉPÔTS NON OPÉRATIONNELS AU T1 2021**



GRAPHIQUE 20

SOURCE : DÉCLARATIONS LCR

en proportion des actifs moyens pondérés, demeureraient également confortables au regard des exigences minimales<sup>38</sup>. Ceux exprimés en proportion de l'exposition au levier s'étaient en revanche dégradés pour certaines banques et apparaissaient proches des minima requis après prise en compte de l'expiration au 31 mars dernier de la règle d'avril 2020 (qui autorisait les banques à déduire de leur exposition au levier leurs réserves auprès de la Fed et leur portefeuille de *Treasuries*, graphique 18).

**Une taxation des dépôts non opérationnels**

La mise en place d'une rémunération négative des dépôts dits non opérationnels, lesquels ont progressé de 35% entre décembre 2019 et mars 2021 au bilan des 8 G-SIB (graphiques 19 et 20), pourrait également permettre un allègement des contraintes de bilan. Certes, à elle seule, une pénalité sur les dépôts de la clientèle institutionnelle ne serait pas de nature à réduire le volume des dépôts à l'échelle macro-

économique. Ce ne serait que couplée à la réactivation du dispositif de mises en pension de la Fed (RRP) qu'elle permettrait de réorienter ces liquidités vers les fonds monétaires, puis vers la Fed, et contribuer ainsi, comme en 2014-2017<sup>39</sup>, à une destruction (au moins temporaire) de dépôts.

Si son objectif premier est d'établir un plancher aux taux courts de marché<sup>40</sup> en drainant l'excès de liquidités offertes sur les marchés *repo* ou des *fed funds*, le dispositif RRP<sup>41</sup> contribue en effet à une forme de stérilisation de la monnaie secondaire. Une opération de mise en pension de titres s'apparente à un emprunt collatéralisé : la Fed met en pension des titres inscrits à son bilan auprès d'un fonds monétaire qui, en contrepartie, lui « prête » de la monnaie centrale. En pratique, ce type d'opération conduit à une destruction de monnaie centrale (réserves à l'actif des bilans bancaires) puisqu'il est effectué par le biais des bilans bancaires, mais également à une destruction

38 La règle finale de 2016 (bcreg20161215a1.pdf [federalreserve.gov]) pose quatre exigences : un ratio TLAC fondé sur les risques d'au moins 20,5% des actifs moyens pondérés (AMP) augmentés de la surcharge G-SIB définie par le Conseil de stabilité financière (FSB), un ratio de levier TLAC d'au moins 9,5%, un ratio LTD fondé sur les risques d'au moins 6% des AMP augmentés de la surcharge G-SIB définie par la Fed et un ratio de levier LTD d'au moins 4,5%.

39 Déployé à l'automne 2013, un an avant l'interruption de QE3 et deux ans avant le début du resserrement monétaire post-crise, le dispositif RRP avait suscité une forte participation des fonds monétaires (pour des opérations rémunérées entre 0,01% et 0,07% avant la fin 2015, puis jusqu'à 2,25% avant le nouvel assouplissement monétaire d'août 2019). Le dispositif avait notamment été soutenu par la taxation des dépôts introduite par JP Morgan en 2015 (laquelle avait conduit à la sortie d'environ USD 200 mds de dépôts non opérationnels de son bilan et contribué à réduire sa surcharge réglementaire en fonds propres au titre de son importance systémique).

40 Dans un contexte de liquidités centrales abondantes, ce programme est de nature à réduire les pressions à la baisse exercées sur les taux monétaires en incitant les fonds monétaires et GSE à « prêter » une partie de leur cash à la Fed plutôt que sur les marchés (repo, fonds fédéraux) où la demande s'est tarie.

41 En pratique, la liste des contreparties éligibles au dispositif comprend 16 banques, 15 GSE et 92 fonds monétaires. Les opérations de mises en pension de titres auprès des banques centrales étrangères (*Foreign Reverse Repo facility*, FRRP) ont les mêmes effets.



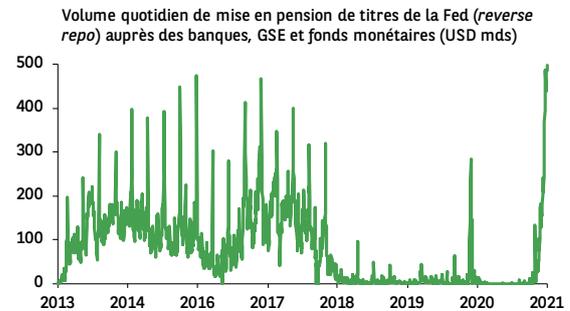
de monnaie secondaire (dépôts clientèle, en l'occurrence des fonds monétaires, au passif des bilans bancaires). La banque centrale inscrit à son passif une dette à l'égard du fonds monétaire et débite du même montant le compte courant (réserves auprès de la Fed) de la banque commerciale intermédiaire de l'opération. Cette dernière débite à son tour le compte de dépôts du fonds monétaire qui prend en pension les titres de la Fed. Le « dépôt » effectué par le fond monétaire « auprès » de la Fed, dans le cadre d'une opération RRP, réduit le volume de *cash* que le fond investit traditionnellement en titres de dette, qu'il prête sur les marchés de mise en pension à d'autres institutions financières ou encore qu'il place sous forme de dépôts auprès des banques<sup>42</sup>. L'arrêt du renouvellement de ces opérations (généralement au jour le jour) se traduit par la réinjection dans l'économie des dépôts auparavant stérilisés. Ces opérations ne réduisent ainsi que temporairement la masse monétaire.

Si l'excès de liquidités actuel, les contraintes de levier et l'assèchement du marché des titres courts du Trésor<sup>43</sup> y contribuent aussi, la rapide progression des liquidités déposées par les fonds monétaires auprès de la Fed (dans le cadre du RRP) depuis la fin mars (alors que le taux servi par la Fed demeure nul) suggère que ces transferts de dépôts sont déjà à l'œuvre (graphique 21).

\*\*\*\*

Notre exercice de reconstitution du bilan consolidé des institutions financières et monétaires américaines révèle que, bien que les modes de financement des deux économies soient très différents, les sources de création monétaire sont comparables dans la zone euro et aux États-Unis. Depuis 2008, notamment, les politiques d'assouplissement quantitatif (QE) sont devenues un outil central de gestion des crises et un facteur important de création de monnaie centrale (base monétaire) et secondaire (masse monétaire). Au lendemain de la crise financière de 2008, l'incidence du programme d'achats de titres publics de la Fed sur la croissance de la masse monétaire avait été amoindrie par les efforts de désendettement entrepris par la sphère privée et le gonflement de la dette nette des banques vis-à-vis des non-résidents. En 2020, l'effet des mesures exceptionnelles de soutien à la liquidité des entreprises et des marchés, engagées par les autorités en réponse à la crise liée à la pandémie de Covid-19, a certes été en partie atténué par le gonflement des avoirs du Trésor auprès de la Fed. L'emballement de la croissance de la masse monétaire, qui en a résulté, a toutefois été inédite et propice à alimenter les craintes inflationnistes (Mandelman, 2021).

### UNE STÉRILISATION DES DÉPÔTS NON OPÉRATIONNELS PROBABLEMENT DÉJÀ EN COURS



GRAPHIQUE 21

SOURCE : RÉSERVE FÉDÉRALE DE NEW YORK

Certes, les stratégies d'allègement des bilans bancaires, probablement déjà à l'œuvre, continueront d'en ralentir la progression. La poursuite du QE (même à un rythme ralenti), la reprise économique attendue et la compression des taux longs permise par le QE seront toutefois de nature à soutenir la création monétaire. Un axe complémentaire de recherche consisterait à étudier la manière dont la politique monétaire, les modifications du cadre réglementaire et comptable, les mesures de soutien et les restrictions sanitaires ont affecté la répartition des dépôts entre secteurs institutionnels (ménages vs. sociétés non financières) et comment les plans de relance envisagés, les stratégies d'adaptation et la normalisation progressive des situations sanitaire et économique pourraient la faire évoluer.

Achévé de rédiger le 7 juin 2021

[celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

42. De la même manière, le « dépôt » effectué par une banque centrale étrangère « auprès » de la Fed, dans le cadre d'une opération FRRP, réduit le volume de *cash* qu'elle investit traditionnellement en titres publics (*Treasuries* ou titres d'agences) ou dépose auprès d'une banque.

43. Les *primary dealers*, pour la plupart filiales de groupes bancaires, ont réduit leurs inventaires de *Treasuries* (en raison notamment des contraintes de levier), réduisant de fait leurs besoins de refinancement (*repo*) auprès des fonds monétaires. Le marché des titres courts du Trésor s'étant par ailleurs asséché, ces derniers placent actuellement des montants records de *cash* auprès de la Fed bien que ces dépôts ne soient pas rémunérés.

## L'ÉLABORATION DU BILAN CONSOLIDÉ DES « IFM » AMÉRICAINES

Le bilan consolidé des IFM américaines a été élaboré à l'appui des données publiées par la Réserve fédérale (les *Flow of Funds* et la structure de la masse monétaire H.6). Dans le cadre des *Flow of Funds*, les données relatives aux flux de transaction ont été privilégiées aux données d'encours afin d'écartier les évolutions liées aux effets de valorisation ou autres changements de volumes. La consolidation des bilans de la Fed et des institutions de dépôts conduit à neutraliser leurs expositions réciproques (les avoirs des banques auprès de la Réserve fédérale sont exclus du bilan consolidé des IFM puisqu'ils constituent une créance des banques sur la Fed et une dette de celle-ci à l'égard des banques).

### Concours aux agents résidents (hors administrations centrales)<sup>1</sup>

Les prêts de la Fed aux agents résidents (qui se limitent en l'occurrence aux institutions financières non bancaires<sup>2</sup>) procèdent pour l'essentiel des mesures d'urgence mises en place afin d'atténuer les épisodes de tensions financières<sup>3</sup> pendant la grande crise financière de 2007-2008, lors de la crise des marchés repo de septembre 2019 et depuis le début de la crise de Covid-19 (FoF, F.109). Y figurent notamment les prêts aux dealers dans le cadre des divers dispositifs de soutien à la liquidité (opérations de prise en pension de titres *Repurchase agreements*, *Primary Dealer Credit Facility* en 2008-2009 et 2020, *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* en 2008-2010, *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* en 2020) et les prêts aux véhicules spéciaux (*Special Purpose Vehicle*, SPV) chargés de souscrire la dette de sociétés non financières, de parts de fonds indiciels cotés, de collectivités territoriales ou d'émetteurs de titrisations (*Commercial Paper Funding Facility* en 2008-2009 et 2020, *Corporate Credit Facilities* en 2020, *Main Street Lending Program* en 2020, *Term Asset-backed securities Lending Facility* en 2020, *Municipal Liquidity Facility* en 2020). Les prêts aux institutions de dépôts (via la fenêtre d'escompte ou des dispositifs exceptionnels) ne sont pas pris en compte en revanche.

Nous incluons également dans les concours de la Fed aux agents résidents les titrisations de créances (*Residential Mortgage-Backed Securities*, RMBS) et titres de dette des Agences et *Government-Sponsored Enterprises* (GSE) achetés dans le cadre de ses politiques d'assouplissement quantitatif (QE). Bien que les titrisations émises par les GSE bénéficient d'une garantie effective du Trésor américain, ces dernières ont conservé le statut d'entreprises privées, placées sous la tutelle d'une agence fédérale depuis leur sauvetage en octobre 2008. Une hypothèse alternative (sans conséquence sur les enseignements tirés de l'exercice) consisterait à comptabiliser les achats de titrisations d'Agences et de GSE par la Fed comme des concours au secteur public (et par symétrie, leurs avoirs auprès de la Fed comme une dette de celle-ci à l'égard des administrations centrales plutôt que comme des ressources de long terme).

Les concours des banques aux agents résidents (hors administrations centrales) intègrent les opérations de prises en pension de titres<sup>4</sup> (FoF, F.110) et les prêts (hors *repo*) au secteur privé résident (FoF, F.110, F.215, F.216). Les financements bancaires recouvrent également la détention de titres de dette et RMBS d'Agences et de GSE, de titres de dette de municipalités, de parts de fonds non monétaires, de billets de trésorerie, titres de dette et actions émis par des sociétés résidentes<sup>5</sup> (FoF, F.110, L.209, L.213, L.223).

### Concours nets aux administrations centrales

Les concours aux administrations centrales correspondent aux achats nets de *Treasuries* de la Fed<sup>6</sup> (QE) et des banques (FoF, F.109, F.110). Le compte de dépôt du Trésor auprès de la Fed (*Treasury General Account*) et la contribution du Trésor au dispositif de soutien à la liquidité des fonds monétaires (*Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*) constituent l'essentiel de ses avoirs auprès de la Fed (FoF, F.109). Les avoirs du Trésor auprès des banques recouvrent la dette fiscale nette des banques (FoF, F.110) et les dépôts du Trésor auprès des banques, quasi-nuls depuis la fin 2008 (FoF, L.204, L.205).

### Actifs extérieurs nets

Les créances extérieures nettes de la Fed sont largement constituées d'opérations avec d'autres banques centrales. Les créances incluent les réserves de change de la Fed (dont les évolutions reflètent les investissements de portefeuille et investissements directs<sup>7</sup> nets réalisés par les agents résidents) et les accords de *swap* de liquidités. La dette externe de la Fed comprend les dépôts des banques centrales étrangères auprès d'elle et les accords de mises en pension de titres noués avec ces dernières (FoF, F.109). Les créances nettes des banques américaines sur les non-résidents incluent leurs investissements de portefeuille à l'étranger (acquisitions de billets de trésorerie et titres de dette, FoF, F.110, L.209, L.213, et d'actions, FoF, F.110, L.223), les prêts (nets des dépôts) aux non-résidents (FoF, F.215, F.216, L.204, L.205), les investissements directs à l'étranger des banques américaines nets des investissements directs des non-résidents en dette bancaire (FoF, F.110) et les créances nettes des banques américaines à des banques non résidentes (affiliées ou non) (FoF, F.203).

### Ressources à long terme

Les ressources à long terme de la Fed incluent les avoirs des GSE, des chambres de compensation et fonds de créances spéciaux auprès d'elle ainsi que les accords de mise en pension de la Fed auprès de contreparties financières privées autres que des banques (primary dealers, GSE, fonds monétaires, FoF, F.109). Celles des banques incluent les dépôts (hors dépôts des administrations centrales et des non-résidents) non inclus dans la définition de la masse monétaire. À cette fin, nous excluons des *time and savings deposits* inscrits au passif des banques les anciennes séries H.6 relatives aux *savings deposits* et *small-denomination time deposits* inclus dans M2 (FoF, F.110, L.205, H.6). Les engagements non monétaires des banques comprennent également les investissements directs réalisés par d'autres institutions financières (holding companies ou autres), les prêts collatéralisés des *Federal Home Loan Banks* (*advances*), les mises en pension, les emprunts de fonds fédéraux auprès des GSE et les émissions de titres de dette (FoF, F.110, L.209, L.213).

### Capital et réserves

Aux États-Unis, les fonds propres des Réserves fédérales régionales sont détenus par les banques commerciales de leurs zones de compétence respectives et sont donc exclus du bilan consolidé des « IFM » américaines. Le stock de capital des banques, hors effet de valorisation, est reconstitué à l'aide du tableau F.223 des *Flow of Funds*. Nous ne sommes pas en mesure d'identifier dans les *Flow of funds* les provisions réalisées au titre de la couverture des crédits et autres types d'actifs (lesquelles sont incluses dans le poste « capital et réserves » au passif du bilan des IFM de la zone euro). Les réserves figurant au bilan des banques commerciales (tableau H.8 de la Fed) sont utilisées comme *proxy*.

1 Concours au secteur privé (financier ou non) résident et aux administrations publiques non centrales

2 Les bénéficiaires de ces lignes de refinancement peuvent être intégrés dans des groupes bancaires (les *primary dealers*, notamment, sont pour la plupart des filiales de banques). Comme les comptes financiers des secteurs institutionnels sont établis sur base sociale et non sur base consolidée, les comptes financiers de ces établissements sont toutefois distincts de ceux de leurs éventuelles maisons mères et, dans le cas présent, hors du champ des « IFM ».

3 Les concours de la Fed incluent également les billets de trésorerie (nuls depuis 1978) et les intérêts détenus dans deux véhicules chargés de racheter les actions ordinaires de deux filiales d'AIG (nuls depuis le 14 2010).

4 Dans les comptes financiers, les opérations de prises/mises en pension des institutions de dépôts ne sont pas nettes des opérations intra-sectorielles ; elles sont en outre présentées sans précision quant à la nature de la contrepartie (bancaire ou non). A défaut d'informations plus précises, nous avons considéré les opérations de prises en pension, toutes contreparties confondues, comme constitutives de la contrepartie « créances au secteur privé » et les opérations de mises en pension, toutes contreparties confondues, comme constitutives de la contrepartie « ressources à long terme ». Ces hypothèses conduisent à surestimer le poids respectif de ces deux contreparties de la masse monétaire.

5 Le stock de titres émis par des non-résidents et détenus par des banques résidentes est supposé proportionnel au poids des banques parmi les autres secteurs institutionnels détenteurs de titres de sociétés (résidentes ou non).

6 Ils incluent également les certificats de droits de tirages spéciaux et la monnaie dont le Trésor est le débiteur légal (*Treasury currency*).

7 Il y a investissement direct lorsque l'entité investisseuse acquiert ou détient au moins 10% du capital ou des droits de vote de l'entreprise investie. En-deçà de ce seuil, on parle d'investissement de portefeuille.

## LES CONTREPARTIES DE LA MONNAIE AU 31 DÉCEMBRE 2020

Nous présentons ici les résultats de notre exercice d'identification des contreparties de la masse monétaire aux États-Unis réalisée à l'appui de la méthodologie présentée dans l'encadré 1 (contreparties au 31 décembre 2020 et évolutions respectives depuis un an). La BCE publie chaque mois le bilan consolidé des IFM, les contreparties et composantes de la masse monétaire dans la zone euro. La ventilation des contreparties monétaires par type d'institution monétaire (Eurosystème, établissements de crédit et fonds monétaires) a été établie à l'appui des bilans agrégés, également publiés sur base mensuelle par la BCE<sup>1</sup>.

## BILAN CONSOLIDÉ DES « IFM » AMÉRICAINES\*

Actif			Passif		
USD mds	Au 31/12/20	Variation depuis 1 an	USD mds	Au 31/12/20	Variation depuis 1 an
<b>Concours au secteur privé :</b>	18 563		<b>Masse monétaire M2** :</b>	<b>18 017</b>	
sous forme de prêts :			- Pièces et billets	1 971	+260
- de la Fed	52	-203	- Dépôts bancaires liquides	16 046	+3 431
- des banques	12 016	+418	<b>Dépôts des administrations centrales :</b>	<b>1 823</b>	
via l'achat de titres de dette et d'actions :			- auprès de la Fed	<b>1 726</b>	<b>+1 326</b>
- de la Fed	2 099	+663	- auprès des banques	97	-12
- des banques	4 396	+782	<b>Dettes vis-à-vis de l'extérieur :</b>	<b>2 742</b>	
<b>Concours aux adm. centrales :</b>	<b>6 088</b>		- de la Fed	228	-49
- de la Fed	4 896	+2 553	- des banques	2 515	+228
- des banques	1 191	+304	<b>Ressources à long terme :</b>	<b>5 312</b>	
<b>Avoirs sur l'extérieur :</b>	<b>2 197</b>		- de la Fed	215	+77
- de la Fed	20	+14	- des banques	5 097	-468
- des banques	2 177	+128	<b>Capital et réserves</b>	<b>376</b>	<b>+109</b>
<b>Autres contreparties</b>	<b>1 423</b>	<b>+244</b>	<b>TOTAL</b>	<b>28 270</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>28 270</b>				

Contreparties de la masse monétaire

\* hors fonds monétaires retail, \*\* hors parts de fonds monétaires retail

SOURCES : FED, BNP PARIBAS

## BILAN CONSOLIDÉ DES IFM DE LA ZONE EURO

Actif			Passif		
EUR mds	Au 31/12/20	Variation depuis 1 an	EUR mds	Au 31/12/20	Variation depuis 1 an
<b>Concours au secteur privé :</b>	14 341		<b>Masse monétaire M3 :</b>	<b>14 525</b>	
sous forme de prêts :			- Pièces et billets	1 359	+138
- de l'Eurosystème	5	+3	- Dépôts bancaires liquides	12 385	+1 223
- des banques et fonds monétaires	11 922	+472	- Instruments de marché	781	+154
via l'achat de titres de dette et d'actions :			<b>Dépôts des administrations centrales :</b>	<b>749</b>	
- de l'Eurosystème	416	+0	- auprès de l'Eurosystème	<b>458</b>	<b>+296</b>
- des banques et fonds monétaires	1 998	+1	- auprès des banques et fonds	291	+89
<b>Concours aux adm. centrales :</b>	<b>5 925</b>		<b>Dettes vis-à-vis de l'extérieur :</b>	<b>4 663</b>	
- de l'Eurosystème	3 131	+984	- de l'Eurosystème	646	+156
- des banques et fonds monétaires	2 794	+280	- des banques et fonds monétaires	4 017	+32
<b>Avoirs sur l'extérieur :</b>	<b>6 113</b>		<b>Ressources à long terme :</b>	<b>3 952</b>	
- de l'Eurosystème	1 179	+127	- de l'Eurosystème	108	-21
- des banques et fonds monétaires	4 934	+55	- des banques et fonds monétaires	3 844	-179
<b>Autres contreparties</b>	<b>524</b>	<b>+72</b>	<b>Capital et réserves</b>	<b>3 013</b>	<b>+107</b>
<b>TOTAL</b>	<b>26 903</b>		<b>TOTAL</b>	<b>26 903</b>	

Contreparties de la masse monétaire

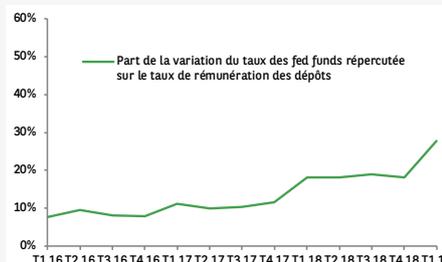
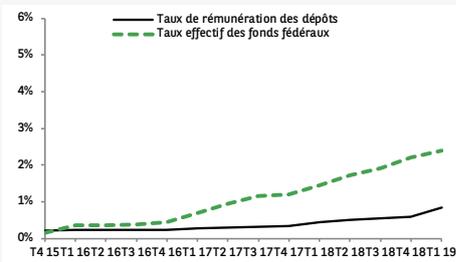
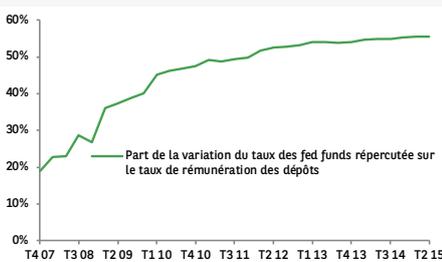
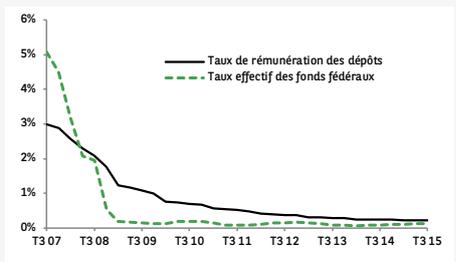
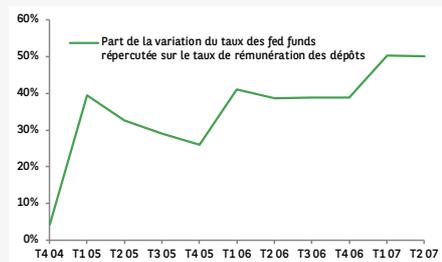
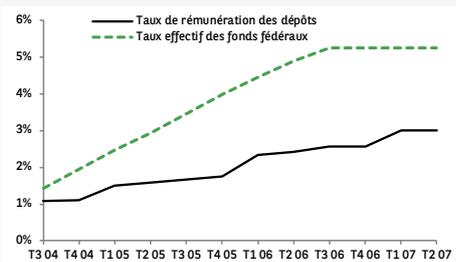
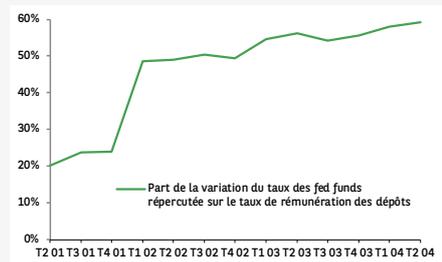
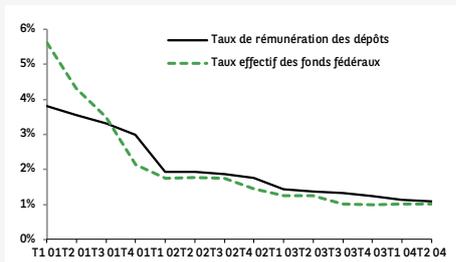
SOURCES : BCE, BNP PARIBAS

<sup>1</sup> Voir sur [europa.eu](http://europa.eu) : *Monetary Developments in the Euro Area* et *The balance sheets of monetary financial institutions (MFIs)*



## LA TRANSMISSION DE LA VARIATION DU TAUX DES FED FUNDS AU TAUX DE RÉMUNÉRATION DES DÉPÔTS

Lors des deux avant dernières phases d'assouplissement monétaire (T1 2001-T3 2003, T3 2007-T1 2009), la baisse cumulée sur trois ans du coût moyen des dépôts<sup>1</sup> a représenté 58% (du T2 2001 au T1 2004) et 47% (du T4 2007 au T3 2010), respectivement, de la baisse cumulée du taux effectif des fonds fédéraux (graphique 22). Mécaniquement, la transmission de la politique monétaire sur le coût moyen des seuls dépôts rémunérés<sup>2</sup> a été plus prononcée (69% et 55% respectivement). Lors de la phase de resserrement monétaire du T3 2004-T3 2006, la hausse cumulée (sur 11 trimestres) du coût moyen des dépôts a représenté 50% (du T4 2004 au T2 2007) de la hausse cumulée du taux effectif des fonds fédéraux (60% s'agissant des seuls dépôts rémunérés). Les banques ont en revanche moins répercuté le dernier resserrement monétaire (T4 2015-T1 2019) au coût moyen des dépôts (28% à l'issue de 13 trimestres; 36% pour les seuls dépôts rémunérés).



<sup>1</sup> Approximé comme le rapport entre les dépenses d'intérêt associées aux dépôts clientèle et la masse des dépôts clientèle  
<sup>2</sup> Rapport entre les dépenses d'intérêt associées aux dépôts rémunérés et la masse des dépôts rémunérés

GRAPHIQUE 22

SOURCES : FFIEC CALL REPORTS, MACROBOND, BNP PARIBAS



## RÉFÉRENCES

- Andersen R. G., Bordo M. D. et Rockoff H. (2003), *Monetary Aggregates*, *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper*, 2003-006
- Anderson R. G. et Kavajecz K. A. (1994), *A Historical Perspective on the Federal Reserve's Monetary Aggregates: Definition, Construction and Targeting*, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, mars/avril, pp. 1-31.
- Armentier O., Goldman L., Kosar G. et van der Klaauw W. (2021), *An Update on How Households Are Using Stimulus Checks*, *Liberty Street Economics*, *Federal Reserve Bank of New York*, 7 avril
- BCE (2021), *Monetary Developments in the Euro Area* (europa.eu)
- Bernanke B. S. (2006), *Monetary Aggregates and Monetary Policy at the Federal Reserve: A Historical Perspective*, *Speech at the Fourth ECB Central Banking Conference, Frankfurt, Germany*
- Cecchetti S. et Schoensholtz K. (2020), *The case of the Treasury account at the Federal Reserve*, *Money and banking blog*, 9 novembre
- Choulet C. (2015), *QE et bilans bancaires : l'expérience américaine*, *Conjoncture*, BNP Paribas, juillet-août
- Choulet C. (2018), *Les réserves en banque centrale, bientôt insuffisantes ?*, *Conjoncture*, BNP Paribas, décembre
- Choulet C. (2019), *Les primary dealers ont absorbé près de 40% des ventes nettes de Treasuries de la Fed*, *Graphique de la semaine*, BNP Paribas, juillet
- Choulet C. et Quignon L. (2021), *Analyse comparée de l'intermédiation financière dans la zone euro et aux États-Unis*, *Revue d'économie financière* (à paraître)
- Currie L. (1935), *The Supply and Control of Money in the United States*, 2<sup>e</sup> édition, Cambridge: Harvard University Press.
- Drechsler I., Savov A. et Schnabl P. (2017), *The deposits channel of monetary policy*, *The Quarterly Journal of Economics*, volume 132, Issue 4, novembre
- Friedman M. ed. (1956), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press
- Friedman M. (1960), *A Program for Monetary Stability*, New York: Fordham University Press.
- Haughwout A., Lee D., Scally J. et van der Klaauw W. (2021), *What's next for forbore borrowers*, *Liberty Street Economics*, *Federal Reserve Bank of New York*, 19 mai
- Mandelman F.S. (2021), *Money Aggregates, Debt, Pent-up demand, and Inflation: Evidence from WWII*, *Federal Reserve Bank of Atlanta's Policy Hub*, n°4-2021
- McLeay M., Radia A. et Thomas R. (2014), *Money creation in the modern economy*, *Bank of England, Quarterly Bulletin* 2014 Q1.
- Proutat J.L. (2021a), *États-Unis : Le plan de relance américain va-t-il trop loin ?*, *EcoFlash BNP Paribas*, 23 mars
- Proutat J.L. (2021b), *États-Unis : À propos du plan d'infrastructures « Biden »*, *EcoFlash BNP Paribas*, 30 avril

# MAROC : CONFIANCE DE MISE MALGRÉ LES DIFFICULTÉS

19

Les répercussions de la pandémie sur l'économie marocaine sont significatives. Après une chute historique de 6,3% de son PIB en 2020, les premiers signaux de reprise restent fragiles en dépit des avancées de la vaccination au Maroc et en Europe, de loin son principal partenaire économique. L'atonie de l'activité touristique en est la principale raison. L'appui des autorités restera donc crucial cette année. Malgré la hausse de la dette publique, l'assainissement des finances publiques ne devrait commencer qu'à partir de 2022. Les agences S&P et Fitch ont relégué le pays en catégorie « spéculative ». Pourtant, la stabilité macroéconomique ne soulève pas pour l'instant d'inquiétudes majeures. En revanche, l'étroitesse des marges budgétaires pourrait à terme devenir problématique. Une intensification du programme de réformes apparaît d'autant plus indispensable que le ralentissement tendanciel de la croissance et son faible contenu en emploi interpellaient déjà avant la crise.

L'année 2020 a été éprouvante. Aux prises avec une récession sévère, le Maroc a vu sa notation dégradée par les agences de rating en raison de la forte hausse de l'endettement du gouvernement. Depuis avril 2021, le pays est relégué dans la catégorie spéculative, et ce malgré une réaction des autorités au choc de la pandémie considérée comme justifiée et adéquate par les organisations internationales, en particulier le FMI. Les ressources déjà mobilisées représentent en effet plus de 6% du PIB, soit un niveau supérieur aux standards régionaux (graphique 1). Le programme de soutien à la reprise est également ambitieux (11% du PIB). Composé en grande partie de prêts garantis par l'État (60% de l'enveloppe), il comprend aussi la mise en place d'un fonds stratégique d'investissement (4% du PIB) avec comme double objectif le lancement de grands chantiers, essentiellement sous la forme de partenariats public-privé, et la recapitalisation d'entreprises. Plus significatifs, les efforts pour contenir la pandémie portent leurs fruits. La circulation du virus est à nouveau basse après un pic en fin d'année 2020 (graphique 2) et le Maroc s'est engagé très tôt dans sa campagne de vaccination. Avec presque un quart de la population ayant déjà reçu au moins une dose, il se démarque assez favorablement de ses pairs, même si la route est encore longue avant d'atteindre l'immunité collective, ce qui explique que de nombreuses restrictions subsistent malgré des allègements récents (graphique 3). Surtout, la saison touristique s'annonce mauvaise cette année après l'effondrement survenu en 2020. Malgré une campagne agricole exceptionnelle, l'économie marocaine ne devrait pas retrouver son niveau pré-pandémie avant 2022. Au-delà des risques de court terme, la crise a aussi mis en lumière des fragilités structurelles qu'il faudra corriger. Si l'annonce de plusieurs réformes va dans le bon sens, leur mise en application s'avère d'autant plus importante que l'État va devoir assainir ses finances publiques. À court terme, néanmoins, les marges de manœuvre budgétaires et monétaires restent confortables.

## Un rebond graduel de l'économie

### Des séquelles encore visibles

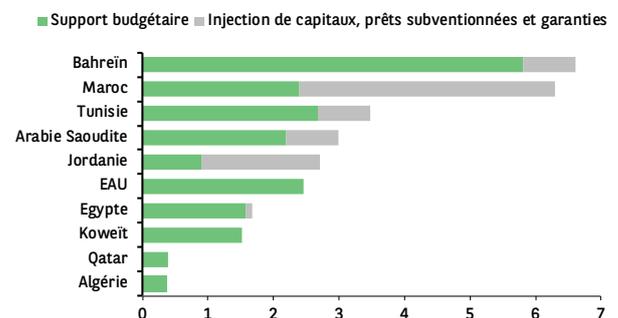
Le Maroc est l'un des pays de la région Afrique du Nord Moyen-Orient qui a le plus souffert des conséquences de la pandémie. La récession a atteint 6,3% du PIB en 2020. Les chocs ont été multiples. En plus d'un confinement précoce et long, l'économie a été affectée par l'effondrement de l'activité de son secteur touristique et la baisse de la demande européenne (environ 70% des exportations). Fait aggravant, l'agriculture a également pâti de conditions climatiques défavorables. Contrairement aux précédents épisodes de récession, en 2020 la chute de l'activité a donc été générale avec une contraction des PIB agricole et non agricole de respectivement 8,6% et 6% (graphique 4).

Les composantes de la demande privée se sont toutes contractées en 2020 (graphique 5), en particulier la consommation des ménages (-4,1%) et l'investissement (-9%). Malgré la bonne tenue de la consom-

mation finale des administrations publiques, la chute de la demande domestique a ainsi amputé la croissance de 6,5 points tandis que le repli de 12,2% des importations de biens et services a amorti celui des exportations (14,3%). Au final, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été légèrement positive (0,2 point).

Selon le Haut-commissariat au Plan, l'économie aurait retrouvé le chemin de la croissance au T1 (+0,7% en g.a.) grâce à une très forte contribution du secteur agricole (+13%). Le secteur primaire compte pour 10-12% du PIB, sa dynamique influence donc fortement l'évolution de la croissance globale. En revanche, la valeur ajoutée hors-agricole aurait continué de se contracter au T1 de 1% en glissement annuel, soulignant la fragilité du rebond à venir.

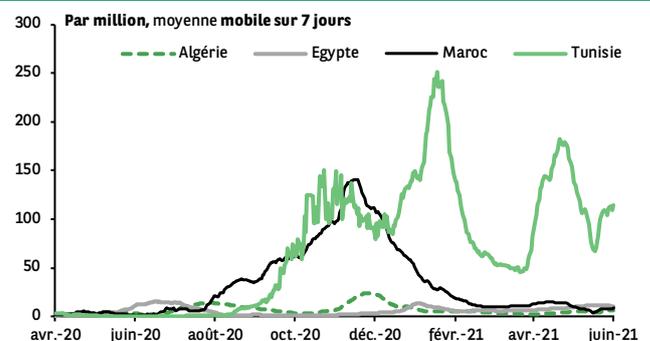
### RÉPONSE BUDGÉTAIRE, EN % DU PIB



GRAPHIQUE 1

SOURCE : FMI

### NOMBRE DE NOUVELLES CONTAMINATIONS



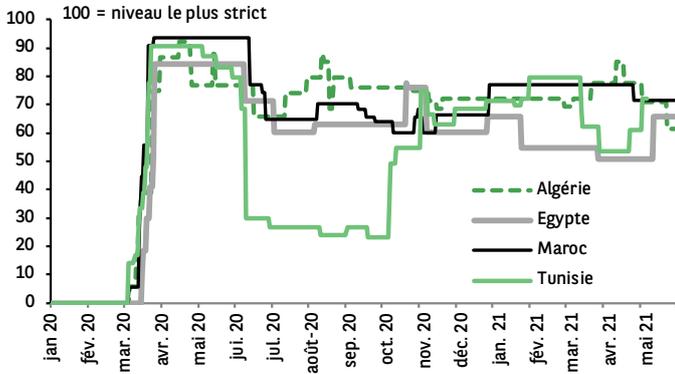
GRAPHIQUE 2

SOURCE : UNIVERSITÉ JOHNS HOPKINS


**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

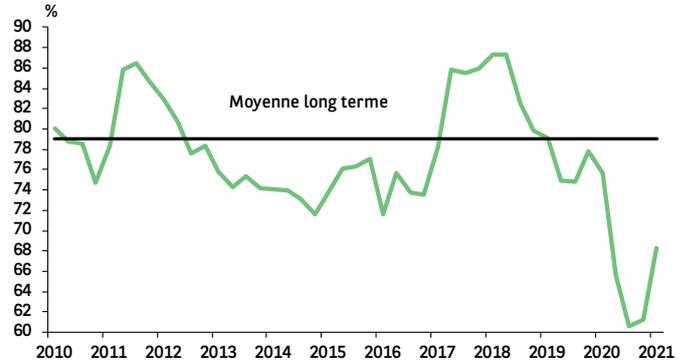
INDICE DE MESURES D'ENDIGUEMENT



GRAPHIQUE 3

SOURCE : UNIVERSITÉ D'OXFORD

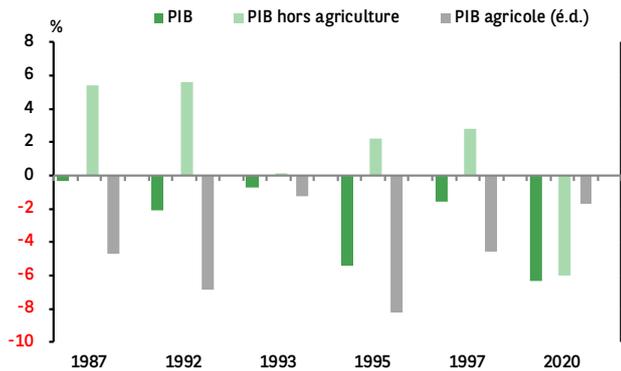
INDICATEUR DE CONFIANCE DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 6

SOURCE : HCP

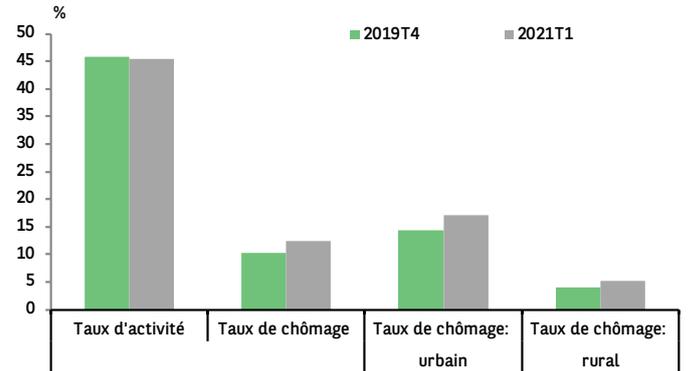
HISTORIQUE DES RÉCESSIONS



GRAPHIQUE 4

SOURCE : HCP

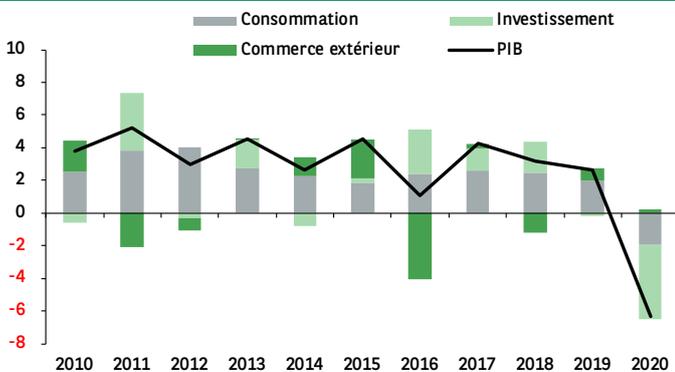
INDICATEURS DU MARCHÉ DE L'EMPLOI



GRAPHIQUE 7

SOURCE : HCP

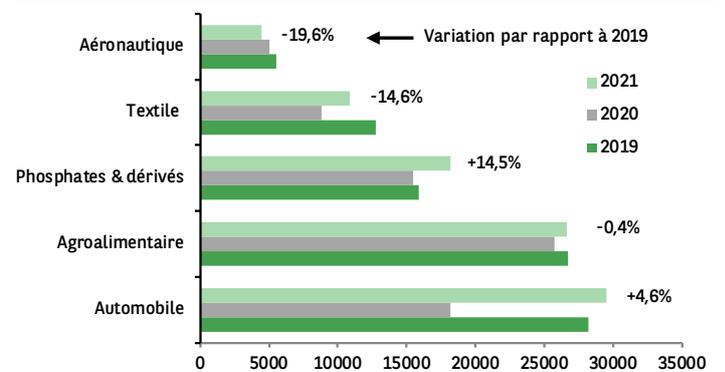
CONTRIBUTION DE LA DEMANDE À LA CROISSANCE (POINTS)



GRAPHIQUE 5

SOURCE : HCP

EXPORTATIONS À FIN AVRIL (MILLIONS DE MAD)

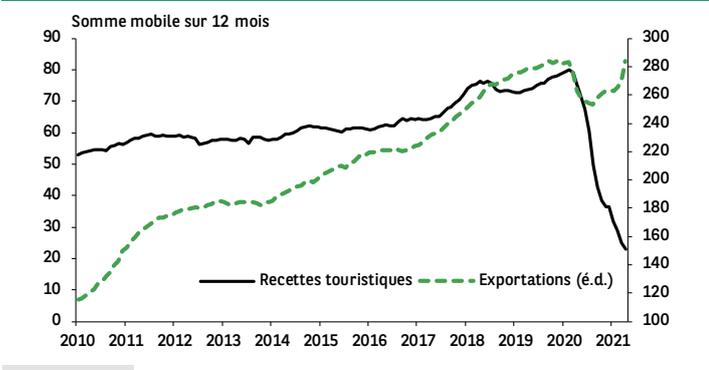


GRAPHIQUE 8

SOURCE : OFFICE DES CHANGES



**EXPORTATIONS ET RECETTES TOURISTIQUES (MILLIARDS DE MAD)**



GRAPHIQUE 9 SOURCE : OFFICE DES CHANGES

Sur le front de l'emploi, la situation détériorée continue de peser sur la confiance des ménages malgré une amélioration au T1 2021 (graphique 6). Alors que le taux d'activité est revenu à son niveau d'avant-crise, à 45,5%, celui du chômage demeure supérieur de 2,3 points (graphique 7), notamment chez les jeunes de 15 à 24 ans (32,5% au T1 2021, soit +4,5 points) et les femmes (17,5%, soit + 4 points). Au total, plus de 220 000 personnes ont perdu leur emploi depuis le T4 2019 en raison des conséquences de la pandémie et de la mauvaise campagne agricole. En dépit d'éléments plutôt porteurs (campagne agricole favorable, inflation basse, bonne tenue des transferts de la diaspora marocaine), le redressement de la consommation risque d'être lent et graduel, tandis que l'investissement ne montre toujours pas de signes de reprise comme en atteste le recul persistant des crédits bancaires à l'équipement (-4% à fin avril 2021).

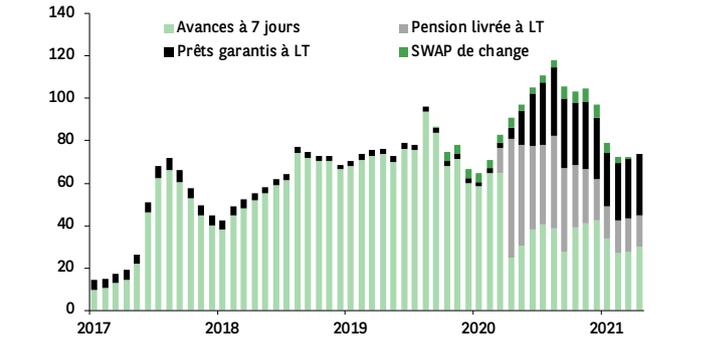
Sur le plan sectoriel, malgré le net rebond des ventes d'automobiles et de phosphates à l'étranger sur les quatre premiers mois de l'année, de nombreuses industries manufacturières continuent aussi de souffrir, en particulier dans l'aéronautique et, dans une moindre mesure, le textile (graphique 8). Les exportations ont retrouvé leur niveau d'avant-crise. En revanche, les recettes du tourisme restaient toujours en repli de 67% en avril 2021 (graphique 9). Il s'agit d'un secteur-clé de l'économie marocaine, comptant directement pour 7% du PIB avec de nombreux effets indirects sur l'économie, notamment dans le transport. La chute combinée de la valeur ajoutée de ces deux activités explique ainsi presque 40% de la récession en 2020. Or, le contexte sanitaire en Europe, bien qu'en cours d'amélioration, ne permet pas d'entrevoir de franche embellie cette année même si le poids élevé de la diaspora marocaine dans le contingent de touristes (45% du total) devrait servir d'amortisseur. La banque centrale table d'ailleurs sur une hausse de seulement 5% des recettes touristiques en 2021 avant une quasi-normalisation espérée pour 2022.

**La politique monétaire restera accommodante**

Dans ce contexte, le soutien de la politique économique va continuer de jouer un rôle déterminant. En plus de mesures budgétaires, essentiellement des prêts garantis, les autorités monétaires ont été particulièrement actives en 2020 pour limiter le choc. Si la Banque centrale marocaine s'est refusée à intervenir directement dans le financement du Trésor, elle a en revanche baissé son taux directeur de 75 points de base à un niveau historiquement bas de 1,5% et

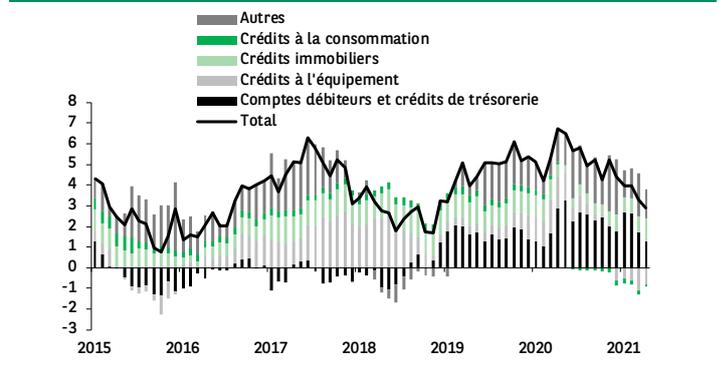
augmenté ses injections de liquidités dans le secteur bancaire, à la fois en élargissant sa gamme de collatéraux éligibles et en allongeant les opérations de refinancement (graphique 10). Combiné à un assouplissement temporaire des contraintes réglementaires, cela a contribué à soutenir le crédit bancaire grâce notamment aux mécanismes de prêts subventionnés pour répondre au besoin de fonds

**INTERVENTIONS MONÉTAIRES (MILLIARDS DE MAD)**



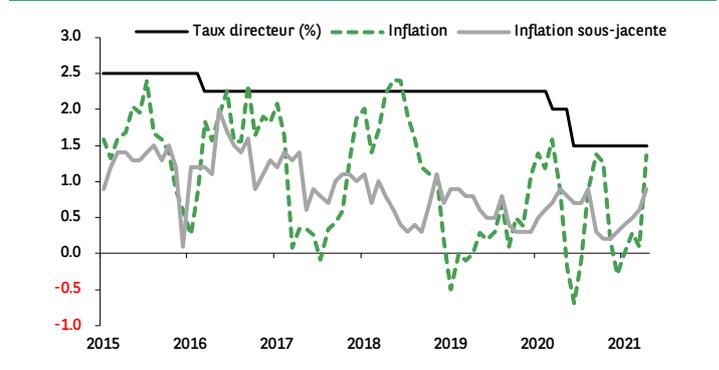
GRAPHIQUE 10 SOURCE : BANQUE CENTRALE

**CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU CRÉDIT BANCAIRE (POINTS)**



GRAPHIQUE 11 SOURCE : BANQUE CENTRALE

**INFLATION (GLISSEMENT ANNUEL EN %)**



GRAPHIQUE 12 SOURCES : HCP, BANQUE CENTRALE

de roulement des entreprises. Près de la moitié de la hausse des encours depuis mars 2020 provient ainsi des crédits de trésorerie (graphique 11), tandis que ceux à la consommation ou à l'équipement ont diminué. Les conditions d'emprunts des entreprises restent favorables avec un taux débiteur moyen de 4,5% au T1 2021 contre 4,9% au T4 2019.

La transmission de la politique monétaire à l'économie réelle semble ainsi effective. Or, les pressions inflationnistes sont contenues (graphique 12). La progression de l'indice des prix à la consommation n'atteignait que 1,4% en avril malgré l'envolée des cours des matières premières importées. L'inflation sous-jacente était encore inférieure à 1%. Avec un taux directeur réel légèrement positif, la banque centrale dispose donc de leviers pour maintenir son biais accommodant dans les mois à venir.

### Des contraintes conjoncturelles et structurelles

Malgré un environnement monétaire favorable et une montée en puissance des investissements publics, via le lancement du fonds stratégique d'investissement, l'économie marocaine ne retrouverait son niveau d'avant-pandémie qu'en 2022. Le redressement de la croissance, attendu à 5,3% pour 2021, résulterait en grande partie du fort rebond de la production agricole, portée par un effet de base favorable (les récoltes de 2020 avaient été particulièrement faibles) et de bonnes conditions météorologiques. Hors agriculture, la croissance ne devrait pas excéder 4% en raison des difficultés que rencontre le secteur touristique à se relever, des conséquences profondes de la dégradation de la situation financière des ménages sur la consommation, et des freins induits par l'absence de visibilité sur l'investissement privé, même si les risques liés à l'évolution de la pandémie diminuent grâce aux progrès de la vaccination en Europe et au Maroc.

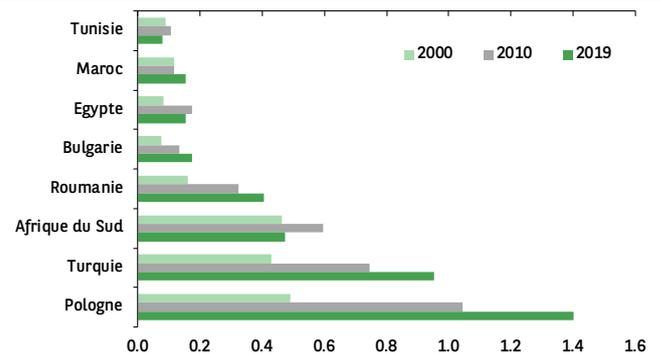
La crise a aussi mis en lumière de nombreuses fragilités structurelles. Le pays a réussi à développer des clusters industriels ces dernières années grâce à l'implantation de groupes étrangers, en particulier dans l'automobile (désormais première source d'exportation). De ce fait, le Maroc est aussi devenu plus dépendant de la demande extérieure et donc plus vulnérable aux chocs exogènes. En outre, les effets d'entraînement de ces nouvelles industries sur le reste de l'économie ont été limités. Notamment, la croissance était pauvre en emplois avant la crise. Depuis 2010, l'économie marocaine ne crée plus que 69 000 postes en moyenne par an (hors 2020) contre 144 000 entre 2000 et 2009. Plusieurs raisons peuvent être mises en avant.

Premièrement, l'intégration dans les chaînes de valeur mondiales progresse mais demeure dans l'ensemble insuffisante (voir graphique 13), malgré les atouts indéniables du pays (infrastructures de qualité, proximité avec l'Europe). Deuxièmement, l'économie marocaine souffre d'un manque de productivité. Parmi ses principaux concurrents, l'économie turque, qui se rapproche le plus de l'économie marocaine en termes d'investissement sur les dix dernières années, a enregistré une croissance supérieure de 2,5 points en moyenne par an par rapport au Maroc (graphique 14). Malgré une réorientation récente vers l'industrie, le processus d'accumulation du capital au Maroc reste largement dominé par le secteur du BTP (graphique 15), reflet des efforts significatifs entrepris par l'État pour améliorer les infrastructures. Pour autant, cela ne transparait pas dans la croissance globale de l'économie.

Améliorer le potentiel de croissance, estimé à environ 3,5%, ne sera pas le seul défi à relever. Il faudra aussi rendre l'économie plus résiliente et inclusive. Les autorités marocaines en sont conscientes, comme

en atteste le projet d'extension de la couverture maladie à partir de cette année à tous les Marocains (40% de la population en sont encore dépourvus). Il sera complété par une refonte complète du dispositif de protection sociale aujourd'hui très fragmenté et mal ciblé. Le processus s'étalera sur 5 ans. La réforme annoncée des entreprises publiques va également dans le bon sens. Elle vise à accroître leur efficacité au

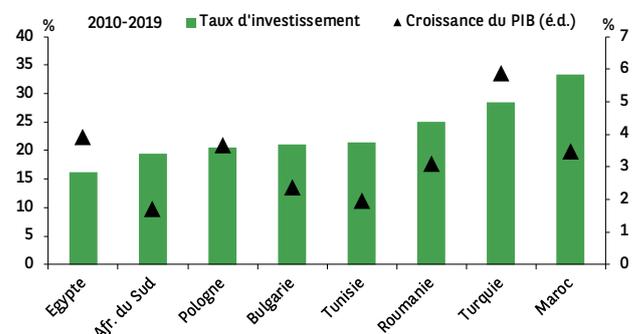
### PARTS DE MARCHÉ MONDIALES DES EXPORTATIONS (%)



GRAPHIQUE 13

SOURCE : OMC

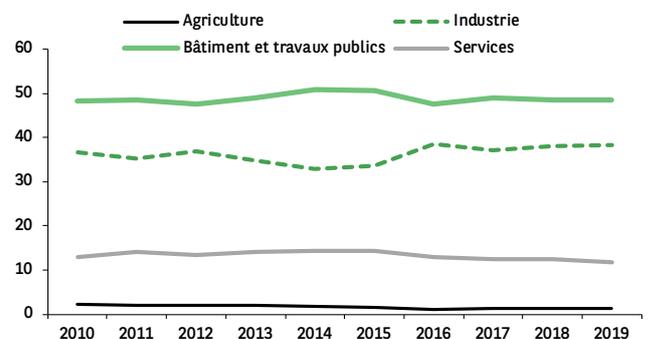
### CROISSANCE ET TAUX D'INVESTISSEMENT



GRAPHIQUE 14

SOURCE : FMI

### STRUCTURE DE LA FBCF



GRAPHIQUE 15

SOURCE : HCP,



travers notamment d'une profonde restructuration de leur portefeuille. Le gouvernement pourra aussi s'appuyer sur le travail de la commission spéciale sur le nouveau modèle de développement, mise en place fin 2019, et dont le rapport vient d'être publié. La plupart des contraintes y sont identifiées, notamment les problèmes de productivité. Cependant, certaines seront longues à lever, en particulier la faiblesse du capital humain. En 2020, un peu plus de la moitié des actifs occupés n'avaient aucun diplôme et les retards pris par le Maroc par rapport à ses concurrents en termes d'apprentissage sont importants.

## Finances publiques : dégradation marquée mais gérable

### Choc fiscal

À l'image de nombreux pays, la dégradation des comptes publics marocains en 2020 a été sévère, à tel point qu'une loi de finances rectificative a dû être votée pour la première fois depuis 1990. Initialement attendu à 3,7% du PIB, le déficit budgétaire a atteint 7,7% du PIB, essentiellement en raison de la perte de 7% des recettes fiscales.

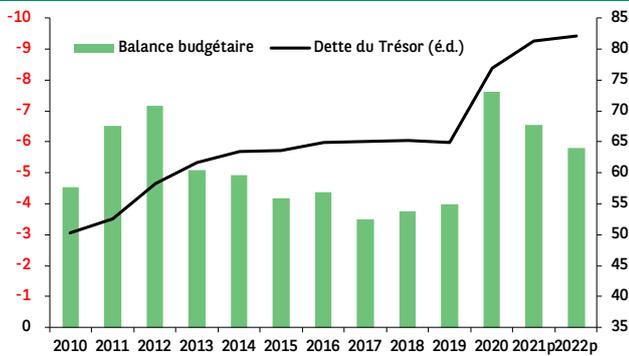
Du côté des dépenses, le choc a été en partie amorti par les contributions significatives du secteur privé et public au fonds « Covid ». Un tiers seulement des 34,6 milliards de dirham (MAD), soit 3,2% du PIB, a

transité par le budget de l'État. Par ailleurs, les dépenses courantes ont plutôt été bien maîtrisées (+3,4%) grâce, entre autres, aux économies sur les subventions énergétiques. Par ailleurs, la progression de 19% des investissements publics s'explique quasi-exclusivement par la dotation de MAD 15 mds de l'État au fonds stratégique d'investissement dont le rôle sera d'appuyer la relance. En d'autres termes, il s'agit de dépenses engagées non encore décaissées. Hors dotations, les investissements publics seraient restés stables à 6,6% du PIB.

La dette du gouvernement a fortement progressé (+12 points de PIB) pour atteindre 77% fin 2020. Elle continuera de croître au moins au cours des deux prochaines années (graphique 16) pour culminer à 82% du PIB.

La réduction du déficit ne devrait réellement débuter qu'à partir de 2022, sous réserve d'un redressement tangible de l'économie. En 2021, le volume des dépenses restera élevé, en particulier les investissements publics (6% du PIB). L'extension de la protection sociale devrait générer un surcoût de 0,8 point de PIB, tandis que les recettes continueraient de pâtir des effets de la crise. Bien qu'en hausse par rapport 2020, elles seraient inférieures de 6% à leur niveau de 2019. Malgré le rebond attendu de la croissance, le déficit budgétaire atteindrait 6,6% du PIB en 2021 avant de se résorber graduellement pour revenir à 4,6% en 2024 grâce à une réduction de la masse salariale des fonctionnaires et de meilleures rentrées fiscales. L'État table aussi sur des recettes de

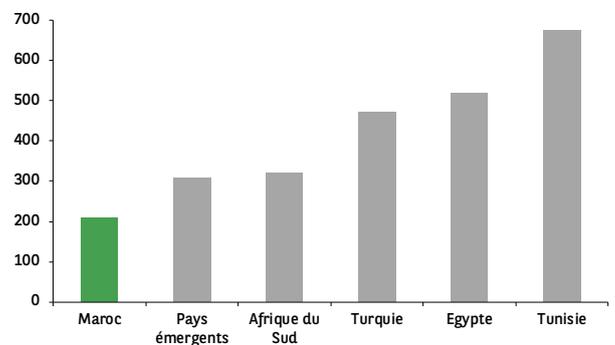
**INDICATEURS DES FINANCES PUBLIQUES (% DU PIB)**



GRAPHIQUE 16

SOURCES : MINEFI, BNP PARIBAS

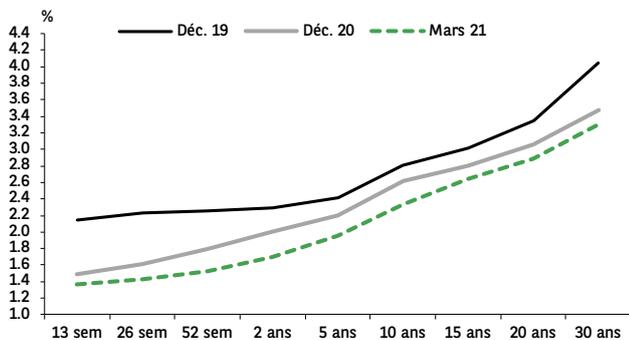
**SPREADS SUR LES EURO-OBLIGATIONS (POINTS DE BASE)**



GRAPHIQUE 18

SOURCE : JP MORGAN

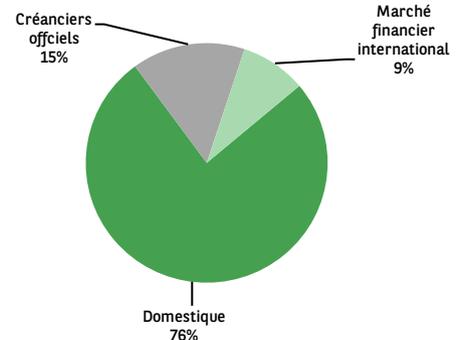
**COURBE DES TAUX DES BONS DU TRÉSOR**



GRAPHIQUE 17

SOURCE : BANQUE CENTRALE

**STRUCTURE DE LA DETTE DU TRÉSOR**



GRAPHIQUE 19

SOURCE : MINEFI



privatisations de l'ordre de 1,3% du PIB sur la période 2021-2024 pour réduire ses besoins d'emprunt.

Selon le FMI, le rythme de consolidation apparaît crédible mais appelle à la vigilance, en particulier compte tenu du niveau élevé des garanties de crédit accordées par les autorités. Ces dernières pourraient dépasser 10% du PIB d'ici fin 2021, qui s'ajoutent aux garanties déjà accordées aux entreprises publiques (11% du PIB fin 2019, constitué essentiellement de la dette extérieure). Si les transferts directs du budget aux entreprises publiques commerciales sont en général contenus (0,4% du PIB en 2019) et si le projet de réforme visant ces entreprises doit améliorer leur gouvernance et leur efficacité, elles font peser un risque sur la trajectoire des finances publiques au travers de leurs investissements (18% de l'investissement total entre 2015 et 2019). Or, l'État ne disposera plus des mêmes marges de manœuvre pour faire face à un éventuel second choc.

### Conditions de financement et profil de dette favorables

La dégradation des comptes publics reste supportable grâce aux bonnes conditions de financement. Alors que les taux des bons du Trésor sur le marché local n'ont jamais été aussi bas, en dépit d'un gros volume d'émissions en 2020, les autorités ont réussi à s'endetter sans trop de difficultés sur les marchés internationaux avec deux émissions, en septembre et décembre, pour des montants respectifs d'1 milliard d'euro et de 3 milliards de dollars US. Avec un coût apparent de la dette de seulement 4%, le Maroc a ainsi pu contenir le poids de la charge d'intérêts à 12% des ressources budgétaires, soit l'un des niveaux les plus faibles parmi les économies importatrices de pétrole de la région. En outre, la courbe des taux a continué de baisser au premier trimestre (graphique 17). En plus du biais accommodant de la politique monétaire, le gouvernement bénéficie, en effet, d'une base large et captive d'investisseurs locaux dont beaucoup se positionnent sur des maturités de long terme. La perte de son statut « *Investment grade* » ne semble pas non plus avoir altéré les conditions d'emprunt du Royaume sur les marchés financiers internationaux. Après avoir culminé à 400 points de base en mars 2020, le spread souverain du Maroc est seulement revenu à son niveau modéré d'avant crise (200 points de base, cf. graphique 18).

La structure de la dette constitue aussi un élément de support. Constituée à 76% en monnaie locale (graphique 19), elle est modérément exposée au risque de change. De plus, la composition de la dette en devise est proche du panier actuel de cotation du dirham (60% euro et 40% dollar US). Fin 2020, 61% du stock de la dette en devise était libellé en euros et 34% en dollars US. En outre, sa durée de vie moyenne est assez longue (7,5 ans), l'intégralité de l'endettement du Trésor sur le marché local est à taux fixe, et la dette en devise est encore détenue à plus de 60% par des créanciers officiels malgré les récentes sorties du Maroc sur les marchés financiers internationaux. Dans l'ensemble, la trajectoire de la dette est donc peu sensible aux chocs exogènes, hormis ceux sur la croissance et le déficit primaire. Le niveau bas du stock d'eurobonds (8% du PIB), et plus généralement de la dette extérieure du Trésor (18,4% du PIB), offre également des marges de manœuvre aux autorités en cas de tensions de liquidité sur le marché domestique. Ce pourrait être le cas si la persistance d'un besoin de financement élevé venait à peser sur l'investissement du secteur privé (effet d'éviction), même si ce scénario est peu probable à court terme. En outre, le soutien des bailleurs de fonds reste solide.

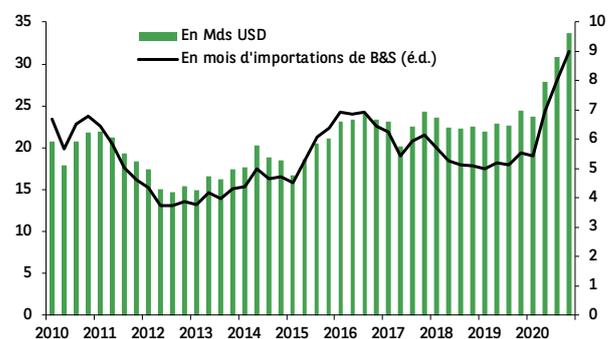
## Position extérieure solide

### Matelas de liquidité confortable

Malgré la dégradation des finances publiques, la stabilité extérieure n'apparaît pas menacée. En tirant intégralement début avril 2020 sur la ligne de précaution et de liquidité du FMI pour un montant de USD 3 mds, les autorités ont cherché à protéger l'économie d'éventuelles pressions. Elles y sont parvenues. Combinée à une mobilisation importante d'emprunts extérieurs par le Trésor (émissions euro-obligataires, prêts des institutions bi-multilatérales), cette opération a en effet permis de reconstituer le stock de réserves de change à un niveau très confortable. Fin 2020, elles atteignaient USD 33,7 mds, soit l'équivalent de 9 mois d'importations de biens et services (graphique 20).

En outre, l'impact de la chute des recettes touristiques sur les comptes extérieurs a été moins sévère qu'attendu car en partie compensé par la bonne tenue des transferts financiers de la diaspora marocaine (12-15% des recettes courantes), en hausse de 5% par rapport à 2019. La contraction plus prononcée des importations (-14,1%) que celle des exportations (-7,5%) a aussi permis un allègement substantiel du déficit commercial. Tous les principaux postes d'importations, à l'exception

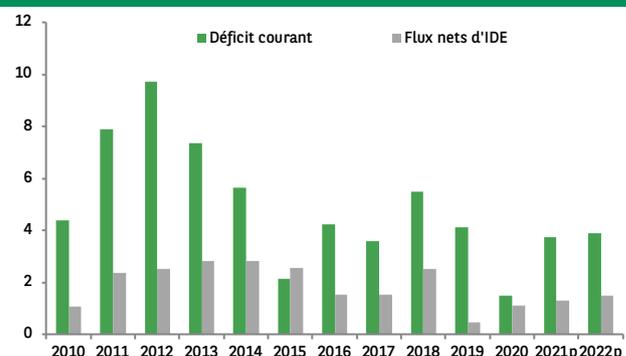
### RÉSERVES DE CHANGE



GRAPHIQUE 20

SOURCE : BANQUE CENTRALE

### COMPTES EXTERNES (% DU PIB)



GRAPHIQUE 21

SOURCE : BANQUE CENTRALE



des produits alimentaires, se sont nettement repliés en raison de la faiblesse de la demande domestique. La baisse des prix du pétrole y a également fortement contribué. Au final, le déficit courant s'est réduit à seulement 1,5% du PIB contre 4,1% en 2019 et une moyenne de 3,9% du PIB sur les cinq dernières années avant la crise (graphique 21). À fin avril 2021, le déficit commercial continuait encore de s'alléger de 4,2% grâce à un redressement beaucoup plus rapide des exportations (+22,3% en v.a.) que celui des importations (+10,7% en v.a.) en dépit de la franche remontée des cours du Brent.

Malgré une détérioration prévisible de la dynamique dans les prochains mois sous l'effet d'un redressement de la demande (lancement de grands chantiers en infrastructure), le déficit courant devrait rester modéré, inférieur à 4% du PIB en 2021-2022. Des poches de fragilités demeurent. Premièrement, les recettes touristiques devraient rester encore inférieures de 3,5 points de PIB cette année par rapport à 2019 et l'amplitude du redressement du secteur à partir de 2022 est incertain. Deuxièmement, la résilience des transferts de fonds des Marocains résidant à l'étranger (essentiellement en Europe) pourrait s'éroder même si l'élan de solidarité de la diaspora est indéniable.

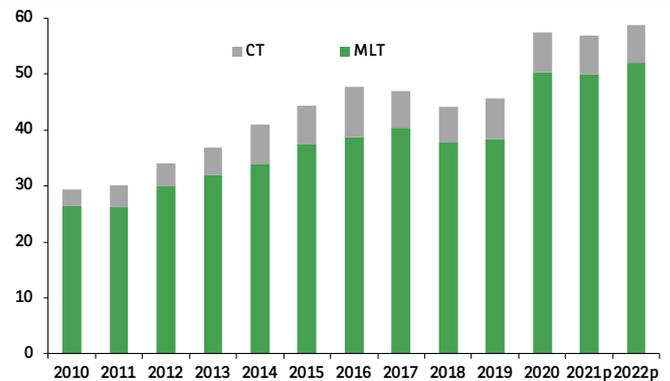
Néanmoins, l'économie marocaine dispose aussi de solides fondamentaux pour attirer les capitaux. Après avoir touché un point bas à 0,5% du PIB en 2019, les flux nets d'investissements directs étrangers se sont quelque peu redressés en 2020 pour atteindre 1,1% du PIB malgré la crise. Si cela reste nettement inférieur au niveau atteint entre 2010 et 2015 (2,4% du PIB en moyenne), lorsque les grands projets industriels se sont mis en place, le regain de dynamisme du secteur manufacturier à l'échelle mondiale, Europe incluse, aura des retombées positives sur l'économie marocaine. Même en retenant des hypothèses conservatrices, en raison des incertitudes liées aux effets de la pandémie sur le secteur immobilier (deuxième récipiendaire après l'industrie), les flux nets d'IDE pourraient atteindre 1,3% du PIB en 2021 et 1,5% en 2022, soit plus du tiers du déficit courant. En outre, même si la dette extérieure s'est alourdie pour atteindre un peu moins de 60% du PIB, la maturité est longue à 90% (graphique 22), et compte tenu à la fois du bon accès aux marchés financiers internationaux et du soutien des bailleurs, couvrir les besoins de financement restants ne devrait pas trop poser de difficultés.

### Régime de change : flexibilisation accrue mais contrôlée

La solidité de la position extérieure se reflète également dans l'évolution du dirham. En élargissant en mars 2020 la marge de fluctuation du MAD à +/- 5% contre +/- 2,5% auparavant, les autorités monétaires ont laissé la monnaie marocaine s'ajuster au choc initial de la pandémie avant de se renforcer par la suite (graphique 24) grâce au gonflement des réserves de change et à l'allègement du déficit commercial. Le MAD a même tendance à tutoyer la borne haute depuis plusieurs mois, soulignant des pressions à l'appréciation contre le dollar US, qui devraient néanmoins s'apaiser compte tenu de la détérioration attendue des comptes extérieurs.

Le FMI considère le moment opportun pour flexibiliser encore plus le régime de change. Les prérequis sont en place : l'inflation est basse et maîtrisée, l'endettement extérieur modéré, et les réserves de change sont confortables. Selon les autorités monétaires, en revanche, il est plutôt urgent d'attendre. Sans remettre en cause les gains d'une telle réforme, le contexte reste trop instable pour engager une nouvelle étape de la transition vers un régime de change flexible. Après tout, la stabilité du taux de change effectif réel sur longue période (graphique 24) ne semble pas attester d'un désalignement du MAD par

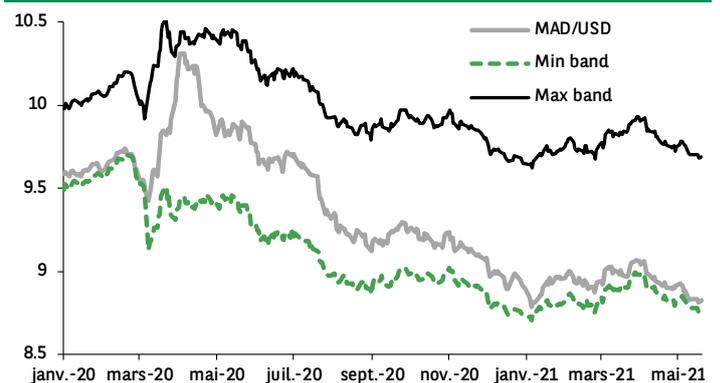
### ENDETTEMENT EXTÉRIEUR PAR MATURITÉ (% DU PIB)



GRAPHIQUE 22

SOURCE : MINEFI

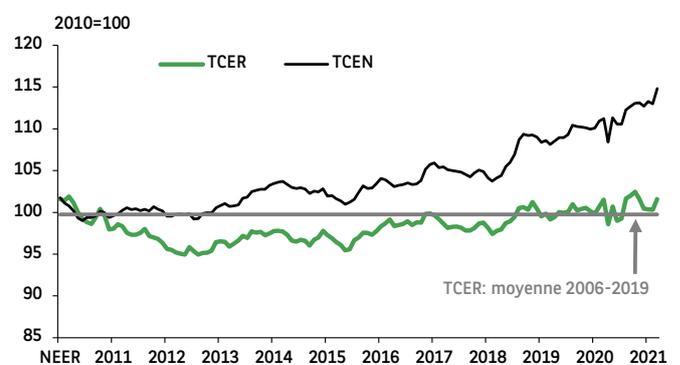
### TAUX DE CHANGE NOMINAL



GRAPHIQUE 23

SOURCE : BANQUE CENTRALE

### TAUX DE CHANGE EFFECTIF NOMINAL ET RÉEL



GRAPHIQUE 24

SOURCE : FMI

rapport aux fondamentaux de l'économie, en particulier l'inflation qui permet de compenser la lente appréciation du taux de change effectif nominal (+0,7% par an en moyenne depuis 2010).

## Secteur bancaire: résilient malgré la pression

Le secteur bancaire a bien résisté jusqu'à présent grâce à une position initiale robuste et aux mesures mises en place par les autorités monétaires. Pourtant, le choc a été sévère, comme le reflète la hausse de 14,5% des créances en souffrance à fin 2020 (graphique 25). La dégradation a été plus marquée du côté des ménages (+18,2%) mais les impayés des entreprises ont aussi bondi de 12,3%. Point positif, cette dynamique de détérioration s'est stabilisée depuis le début de l'année. En outre, le moratoire sur le remboursement des prêts ayant pris fin dès le mois de juin 2020, la dégradation de la qualité des actifs serait déjà en partie enregistrée dans les bilans.

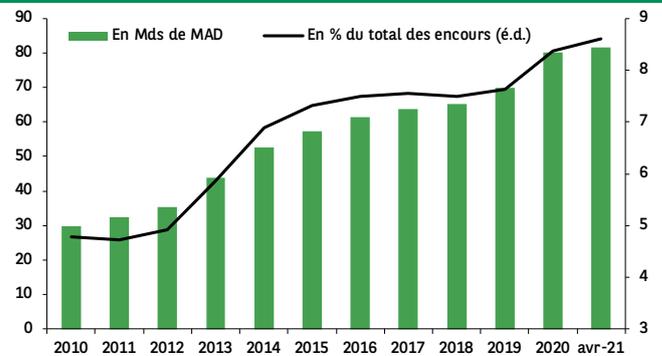
Néanmoins, la prudence reste de mise. Alors que le taux de créances douteuses est déjà élevé, à 8,6% en avril 2021, la reprise reste fragile et l'offre de crédit durant la crise a été essentiellement tirée par les différents mécanismes de prêts subventionnés destinés à soutenir la trésorerie des entreprises. Avec 37% des prêts aux entreprises alloués à des PME en 2019, de loin le segment le plus fragile, les banques sont particulièrement exposées. Compte tenu des pressions baissières sur les marges d'intérêts (graphique 26), une hausse importante des défaillances aurait des conséquences néfastes sur la rentabilité du secteur après une année 2020 difficile. Selon Moody's, les bénéfices nets cumulés des quatre principales banques marocaines (65% des encours de prêts à fin 2020) ont chuté de plus de 50% l'an dernier malgré la diversification de leur source de revenus à l'international. En 2019, ¼ des actifs consolidés de ces dernières provenaient de leurs filiales à l'étranger, essentiellement en Afrique sub-saharienne où la crise a été moins sévère. Or, les perspectives de cette zone sont fragiles également en raison des retards pris dans la vaccination. En d'autres termes, il s'agit d'une source de vulnérabilité supplémentaire.

Avec des ratios de capitalisation supérieurs aux normes prudentielles (15,6% pour les fonds propres réglementaires et 11,5% pour les fonds propres de catégorie 1 à fin 2019), les amortisseurs apparaissent, cependant, suffisants pour faire face à la montée du risque de crédit. Le taux de provisionnement est aussi considéré comme adéquat (68% en juin 2020) et la base de financement est solide. Deux tiers du passif du système bancaire proviennent des dépôts de la clientèle dont la collecte n'a pas été altérée par la crise. En hausse de 5% en 2020, les dépôts couvrent 104% des crédits à l'économie, un niveau satisfaisant. La présence relativement importante de banques étrangères (16% des actifs) est *a priori* aussi un facteur de support pour la stabilité du système. Par le passé, les maisons mères n'ont, en effet, pas hésité à soutenir la liquidité de leurs filiales, voire à les recapitaliser. Surtout, les autorités monétaires se sont montrées particulièrement réactives durant la crise et il est fort à parier qu'elles le resteront si de nouvelles tensions venaient à émerger.

\*\*\*\*\*

L'impact du choc de la pandémie sur le tissu socio-économique marocain a été sévère et laissera des traces. Alors que les progrès de la vaccination laissent espérer une sortie de crise pour 2022, les autorités ne peuvent pas se contenter d'appuyer la reprise au moyen de *stimuli* budgétaires et monétaires. L'économie a aussi besoin d'un nouveau programme de réformes pour devenir plus résiliente et générer plus d'emplois.

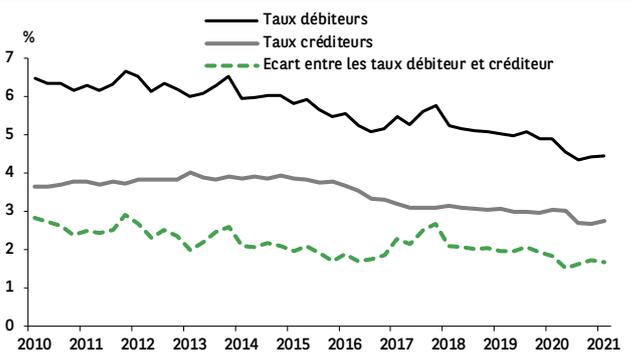
### CRÉANCES NON-PERFORMANTES



GRAPHIQUE 25

SOURCE : BANQUE CENTRALE

### MARGE D'INTÉRÊT



GRAPHIQUE 26

SOURCE : BANQUE CENTRALE

Point positif, les risques macro-financiers sont faibles à court terme. La dette a certes fortement augmenté mais sa structure reste favorable et les conditions de financement avantageuses limitent les risques de refinancement. La solidité du secteur financier marocain, le niveau élevé des réserves de change, ou encore l'appui des partenaires étrangers sont autant d'autres atouts. Surtout, les autorités marocaines sont conscientes des faiblesses de l'économie (faible productivité, etc.). Or, par le passé, elles ont démontré leur capacité à entreprendre des réformes d'envergure. L'émergence de clusters industriels, en particulier dans le secteur de l'automobile, en est l'illustration. Dans un contexte international en pleine reconfiguration, le pays dispose d'avantages comparatifs indéniables pour y prendre part. Mais il faudra faire en sorte qu'à côté de grands groupes étrangers et nationaux se développe un tissu d'entreprises marocaines plus compétitives pour assurer de meilleures retombées sur l'ensemble de l'économie.

Achévé de rédiger le 8 juin 2021

[stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31    william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

États-Unis, Royaume-Uni - Resp. scénario économique, support au réseau France

+33 1 58 16 73 32    jean-luc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63    helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

+33 1 57 43 02 91    louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

+33 1 43 16 95 52    frederique.cerisier@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

+33 1 55 77 71 89    guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Énergie, climat

+33 1 42 98 53 99    raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56    tarik.rharrab@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54    laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50    laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54    celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77    thomas.humblot@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82    francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27    christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04    stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77    stephane.colliac@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86    sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51    pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00    helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26    salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84    johanna.melka@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71    michel.bernardini@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



## ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

**ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT**

[voir le site des études économiques](#)

ET

**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN**

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet : [www.group.bnpparibas.com](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change