

ANALYSE COMPARÉE DE L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

CÉLINE CHOLET*
LAURENT QUIGNON**

Les systèmes financiers américain et de la zone euro sont régulièrement opposés, le premier étant présenté comme l'archétype des structures de financement « *market-based* », le second relevant plutôt du modèle « *bank-based* ». Les profondes mutations intervenues au cours de la dernière décennie font désormais apparaître cette taxinomie quelque peu simpliste, sinon caduque. Le dynamisme du cycle financier et le durcissement de la réglementation bancaire au lendemain de la crise de 2008 se sont en effet accompagnés d'un essor de l'intermédiation non bancaire au sein de la zone euro.

Nous nous intéressons ici à l'analyse de l'intermédiation financière au sens étroit, parfois qualifiée d'« intermédiation de bilan » ou de « finance indirecte ». Selon son acception étroite, l'intermédiation financière consiste à mettre en adéquation l'offre d'épargne avec les besoins de financement par le biais d'une transformation des maturités et des risques. Cette activité a pour corollaire une prise de risque importante dans le bilan des intermédiaires financiers concernés. Le développement des marchés financiers a suscité une diversification des modes d'intermédiation financière, en marge des activités bancaires traditionnelles (octroi et conservation en bilan de crédits), et l'émer-

* Économiste, équipe d'économie bancaire, BNP Paribas. Contact : celine.choulet@bnpparibas.com.

** Responsable de l'équipe d'économie bancaire, BNP Paribas.
Contact : laurent.quignon@bnpparibas.com.

gence de nouveaux intermédiaires financiers (les « non-banques »). L'intermédiation financière au sens étroit désigne ainsi l'intermédiation financière impliquant une transformation, qu'elle soit réalisée par des banques ou des non-banques et tout type d'instruments de financement (crédits et titres). Contrairement à l'« intermédiation de bilan » bancaire ou non bancaire, la « finance directe » exclut toute transformation des maturités ou des risques¹. Elle nécessite l'intervention ponctuelle d'un intermédiaire ou d'un prestataire de services d'investissement, mais ne conduit pas systématiquement cet intermédiaire à conserver les titres dans son bilan. Si celui-ci les conserve néanmoins, ou si un autre intermédiaire les acquiert, cette détention n'implique aucune transformation des risques et des maturités. Ainsi, le risque est, par exemple, assumé *in fine* par les détenteurs des parts émises par un fonds et non par le fonds lui-même. La « finance directe » expose l'investisseur au risque de fluctuation des prix des actifs logés dans son portefeuille d'investissement (c'est le cas, par exemple, des contrats d'assurance vie en unités de compte, des fonds de pension à cotisations définies ou encore des fonds communs de placement à valeur liquidative variable). Les banques participent elles aussi à la « finance directe » lorsqu'elles jouent, par exemple, le rôle d'arrangeurs pour faciliter l'émission de titres de dette sur les marchés primaires ou le rôle de courtiers. L'importance relative de ces deux formes de finance n'est pas simple à évaluer.

64

Deux mesures fournies par le Conseil de stabilité financière (CSF, 2020) permettent, en revanche, d'estimer l'ampleur et le poids relatif de l'intermédiation financière (au sens étroit) réalisée en dehors des bilans bancaires dans la zone euro et aux États-Unis. Selon la définition la plus large, fondée sur les entités juridiques, et en cumul, 83 000 Md\$ d'actifs financiers² étaient comptabilisés au bilan des institutions financières dites « de l'ombre » (institutions financières hors banques, banques centrales, institutions financières publiques, sociétés d'assurance, fonds de pension et auxiliaires financiers) de ces deux économies à la fin de 2019, soit 37 % de l'ensemble des actifs financiers détenus par les systèmes financiers (contre 30 % en 2008). Dans une acception plus étroite reposant sur la fonction économique et circonscrite aux intermédiaires financiers susceptibles de présenter un risque pour la stabilité financière, l'intermédiation financière non bancaire mobilisait 13 500 Md\$ d'actifs financiers à la fin de 2019 dans la zone euro (en hausse de 89 % par rapport à 2008) et 26 600 Md\$ aux États-Unis (un montant proche de celui de 2008). D'après ces estimations, près d'un tiers de l'intermédiation financière (au sens étroit) serait désormais assurée par des acteurs non bancaires³ tels que les fonds d'investissement, les sociétés de crédit, les véhicules de titrisation et autres sociétés d'investissement dans la zone

euro (29 %, contre 18 % en 2008), contre la moitié aux États-Unis (53 %, contre 61 %). Parmi eux, les fonds d'investissement non monétaires ont connu un essor considérable.

Comme le révèlent les statistiques de la Federal Reserve (Fed) plus profondes dans le temps que celles du CSF, le secteur financier américain a en réalité achevé sa transformation avant les années 2000, au terme d'un processus au long cours. Si la crise financière de 2008 a interrompu l'essor de certains acteurs non bancaires américains (émetteurs privés de produits titrisés, *broker-dealers*), une redistribution des cartes s'est aussi opérée depuis lors au sein du secteur financier européen. La structure de financement de l'économie n'en a pour autant pas été profondément modifiée. Ainsi, si l'intermédiation de bilan a pour partie migré vers la sphère non bancaire, les prêts bancaires demeurent prépondérants dans la dette des ménages et des sociétés non financières de la zone euro.

Si les différences de structures entre systèmes financiers se reflétaient dans les conduites habituelles des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique, les chocs majeurs constitués par la crise financière de 2008 et la crise du coronavirus, en 2020, ont conduit à une révolution des pratiques et contribué à réduire la polarisation des modalités d'intervention des banques centrales. Bien que les structures de financement des deux économies soient différentes, les contreparties de la masse monétaire y sont de nature et de proportion comparables.

65

PHYSIONOMIES COMPARÉES DES SYSTÈMES FINANCIERS

Un système financier peut être défini comme l'ensemble des institutions (dans une acception large, y compris les marchés) qui drainent l'épargne des agents non financiers à capacité de financement vers les agents à besoin de financement, de manière directe ou intermédiée.

Les actifs financiers détenus par les secteurs financier et non financier

Les comptes financiers offrent une grille de lecture qui permet de décrire et de comparer les systèmes financiers sous des angles différents : la ventilation des actifs et des passifs financiers par secteur institutionnel, mais aussi les encours respectifs des différents instruments (prêts, dette négociable, actions) qui éclairent sur les tailles des marchés correspondants (des crédits bancaires, monétaire et obligataire, des actions).

La taille d'un système financier peut être appréhendée à travers différents prismes, chacun présentant des lacunes différentes, ce qui rend leur combinaison instructive. La finalité ultime du système financier est d'assurer le financement des agents non financiers et du reste du

monde. Les encours de passifs financiers des secteurs non financiers résidents et du reste du monde offrent une indication, sinon de la taille à proprement parler, du moins de la « capacité utile » du système financier. Cette mesure apporte également une solution à la problématique du double comptage. En effet, si le système financier englobe les institutions financières et les marchés de capitaux, les passifs émis par les agents non financiers (marchés de capitaux) sont dans une large mesure détenus par des institutions financières elles-mêmes (secteur financier), de sorte que certains actifs détenus par le secteur financier s'y superposent comptablement. La somme des deux offrirait en conséquence une mesure artificiellement gonflée de la taille du système financier, en particulier lorsque les actifs détenus ne font l'objet d'aucune transformation des risques ou des maturités (comme les parts de fonds). À l'aune des passifs des secteurs non financiers résidents et du reste du monde, la « taille » du système financier américain apparaît légèrement supérieure (de l'ordre de 8,4 fois le PIB nominal) à celle du système financier de la zone euro (7 fois ; cf. tableau *infra*)⁴.

Une autre approche consiste à retenir les actifs financiers détenus par les institutions financières. Mais cette mesure tend à minorer, en pratique, la taille du système financier. En effet, si les actifs financiers détenus par le secteur financier constituent, pour une large part, l'autre versant des passifs des agents non financiers et du reste du monde, les deux grandeurs diffèrent pour plusieurs raisons. Tout d'abord, la notion de secteur financier est plus étroite que celle de système financier qui englobe les financements de marché détenus « en direct ». Ainsi, et plus particulièrement aux États-Unis, une fraction non négligeable des passifs d'agents non financiers résidents et du reste du monde sont des actifs détenus par d'autres agents non financiers résidents et le reste du monde (sous forme de prêts, de titres, de parts sociales ; cf. *infra*), ce qui tend à accroître les passifs du secteur résident non financier et la taille du système financier sans affecter celle du secteur financier. À l'inverse, un nombre croissant d'intermédiaires se procurent des ressources auprès d'autres intermédiaires financiers, ce qui accroît les expositions « en chaîne » à l'intérieur du secteur financier et tend à accroître la taille de ce dernier. De fait, aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro, les actifs des institutions financières sont inférieurs aux passifs du secteur non financier résident et du reste du monde, suggérant que la première raison (importance de la détention directe de titres) l'emporte sur la deuxième (empilement des expositions au sein du secteur financier). Aux États-Unis, les actifs du secteur financier sont même inférieurs aux passifs du seul secteur non financier résident, ce qui reflète l'importance de la détention directe de titres négociables par les épargnants et les investisseurs résidents et étrangers. Ainsi, sous l'angle des

actifs détenus par les institutions financières, la zone euro présente au contraire un secteur financier de taille relative légèrement plus importante (5,8 fois) que celui des États-Unis (5,5 fois).

Tableau
Ventilation des actifs et des passifs financiers par secteur institutionnel,
à la fin de septembre 2020
(en % du PIB 2019, corrigé des actifs-passifs intrasectoriels)

	Zone euro			États-Unis		
	Actifs financiers	Passifs financiers et actions	Actifs financiers nets	Actifs financiers	Passifs financiers et actions	Actifs financiers nets
Ménages	220	66	154	492	182	310
Sociétés non financières	191	285	-94	104	320	-217
Administrations publiques	47	117	-70	39	160	-121
Secteurs résidents non financiers	457	468	-10	635	662	-27
Institutions financières	579	569	10	545	557	-12
Total secteurs résidents	1 036	1 036	0	1 180	1 219	-39
Reste du monde	241	236	5	173	111	62

Sources : Fed ; BCE ; calculs des auteurs.

En dépit de passifs plus importants (182 %, contre 66 % des PIB 2019 respectifs), la richesse financière nette⁵ des ménages américains atteint le double de celle de leurs homologues européens (310 %, contre 154 % au troisième trimestre 2020). Cela est cohérent avec des actifs financiers bruts atteignant plus du double (492 %) de celui des ménages de la zone euro (220 %). Deux facteurs, notamment, peuvent expliquer la conjonction d'un taux d'épargne plus bas que celui des ménages de la zone euro (même si des raisons méthodologiques expliquent une grande partie de l'écart) et d'actifs financiers nets plus élevés. Tout d'abord, les ménages américains allouent, en comparaison avec leurs homologues européens, une moindre proportion de leurs flux d'épargne vers l'investissement logement et davantage vers les actifs financiers. Au demeurant, ces derniers bénéficient d'effets de valorisation positifs, qui sont le reflet de placements plus risqués et offrant des gains en capital plus élevés (cf. *infra*). Les sociétés non financières américaines présentent à la fois un surcroît conséquent de passifs financiers au regard de leurs consœurs de la zone euro

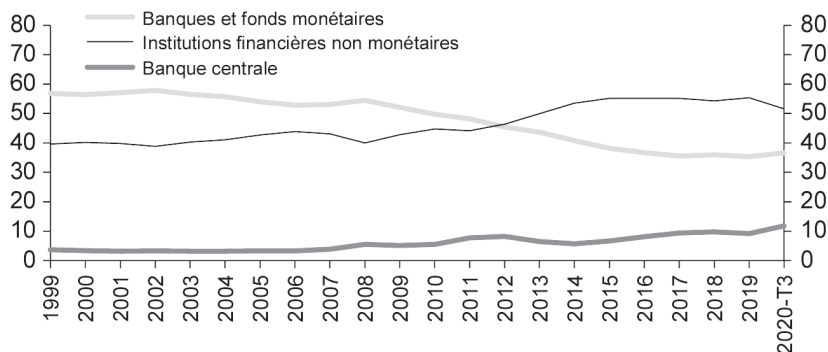
et des encours d'actifs financiers sensiblement moins élevés. Ces deux différences expliquent que les entreprises américaines présentent une richesse financière nette⁶ (−217 % du PIB 2019) très sensiblement inférieure à celle des entreprises de la zone euro (−94 %). Les passifs financiers des administrations publiques sont plus importants aux États-Unis (160 % du PIB) que dans la zone euro (117 %). Conjugué à des portefeuilles d'actifs financiers inférieurs aux États-Unis (39 %, contre 47 %), cela se traduit par des passifs financiers nets de la sphère publique plus importants outre-Atlantique (−121 %) que dans la zone euro (−70 %). Enfin, en dépit d'un besoin de financement global et d'une position internationale nette débitrice sensiblement plus importants (62 % du PIB 2019, contre 5 % dans la zone euro), les États-Unis présentaient des encours d'actifs financiers détenus (173 %) et de passifs financiers émis (111 %) par le reste du monde sensiblement moins élevés que ceux de la zone euro (respectivement 241 % et 236 %). En d'autres termes, si la contribution nette du secteur non résident au financement de l'économie américaine est plus significative, les encours bruts d'actifs et passifs financiers associant au moins une contrepartie non résidente (détenteur ou émetteur) sont proportionnellement plus élevés dans la zone euro, traduisant une plus grande ouverture internationale en termes d'encours d'investissement de portefeuilles et directs. Ce constat masque toutefois de grandes disparités entre pays de la zone euro.

68

Les évolutions récentes de la ventilation des actifs au sein des systèmes financiers

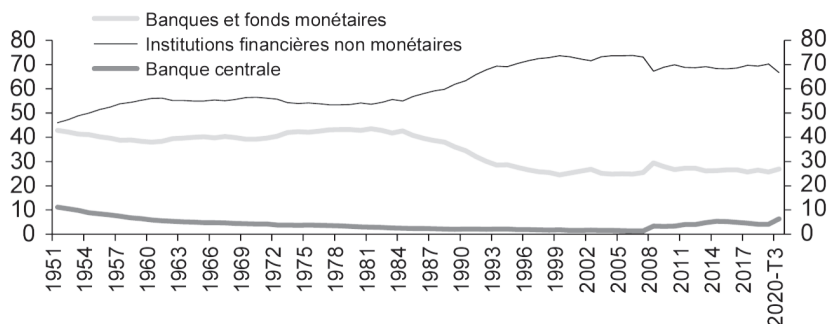
Depuis sa création, la zone euro a vu la structure de son système financier changer de physionomie, les établissements de crédit ayant progressivement cédé du terrain aux autres sociétés financières⁷ ; une évolution qui n'est pas sans rappeler celle observée vingt ans plus tôt aux États-Unis⁸ (cf. graphiques 1 et 2). Certes la jeunesse relative de la zone euro n'offre pas le même recul historique, mais force est de constater que cette dernière n'a pas bénéficié des facteurs clés qui ont soutenu le développement de la finance de marché aux États-Unis, de sorte que le mode de financement de l'économie européenne n'a pas changé de manière radicale.

Graphique 1
Ventilation des actifs financiers dans la zone euro
(en %)



Sources : BCE ; CSF.

Graphique 2
Ventilation des actifs financiers aux États-Unis
(en %)



Sources : Fed ; CSF.

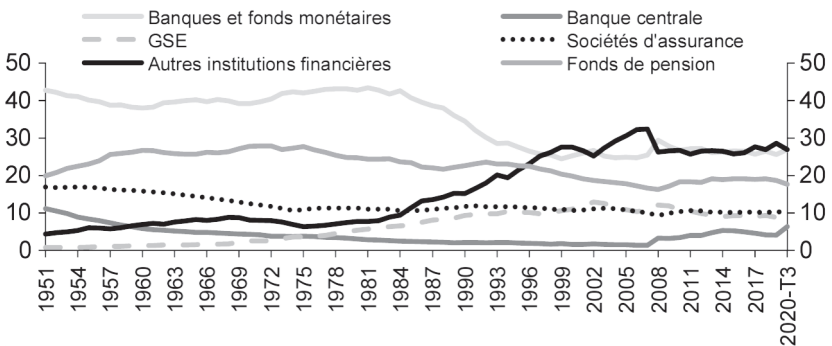
Aux États-Unis, un processus de désintermédiation bancaire multifactoriel

Le paysage financier américain a achevé sa transformation avant les années 2000, au terme d'un processus au long cours (cf. graphique 3 *infra* ; Choulet et Shulyatyeva, 2016). À partir des années 1930, divers changements réglementaires et choix politiques (le *Glass Steagall Act* de 1933, les *Securities Act* de 1933 et 1934, les politiques du *New Deal* des années 1930, le *Housing and Urban Development Act* de 1968, le *Employee Retirement Income Security Act* de 1974, le *Graham-Leach-Bliley Act* de 1999), ou évolutions économiques et financières ont créé les conditions nécessaires à une transformation, près de cinq décennies plus tard, de la nature de l'intermédiation financière. La création par le gou-

70

vernement fédéral d'agences chargées de stabiliser le financement du marché immobilier et de faciliter l'accès au crédit des ménages à revenus modestes (futurs *government-sponsored enterprises*, GSE) a constitué la clé de voûte de cette transition. Des caractéristiques propres aux États-Unis telles que la maturité relativement longue de l'épargne des ménages et le statut de monnaie de réserve internationale du dollar américain ont également favorisé ce processus. Au cours des années 1980-1990, le recours accru des sociétés non financières américaines aux marchés de capitaux et l'essor de la titrisation de créances hypothécaires ont, dans une large mesure, contribué au repli de l'intermédiation de bilan par les banques (octroi et conservation en bilan des crédits) (Sherman, 2009 ; Adrian et Shin, 2010). Ainsi, alors qu'au milieu des années 1980, les banques américaines détenaient encore 40 % des actifs financiers (contre 12 % pour les autres intermédiaires financiers), cette proportion a été divisée par deux en une vingtaine d'années. La taille du système financier ayant été multipliée par sept durant la période, cette évolution masque toutefois un net élargissement des bilans bancaires. Les intermédiaires financiers non bancaires ont joué un rôle grandissant à partir de la fin des années 1970 et constituaient, une trentaine d'années plus tard, une part conséquente de la finance américaine (37 % des actifs financiers à la fin de 2007). Si les poids respectifs des banques et des non-banques sont demeurés globalement stables au cours de la dernière décennie, le poids des fonds d'investissement non monétaires a nettement progressé au sein du secteur des non-banques. Les émetteurs privés de titrisations de créances n'ont quant à eux jamais recouvré la place qui était la leur avant la crise financière de 2008 (quasi-monopole des GSE sur le segment des titrisations de créances hypothécaires, titrisation moins fréquente des crédits à la consommation).

Graphique 3
Poids des sous-secteurs dans le système financier américain
 (en %)



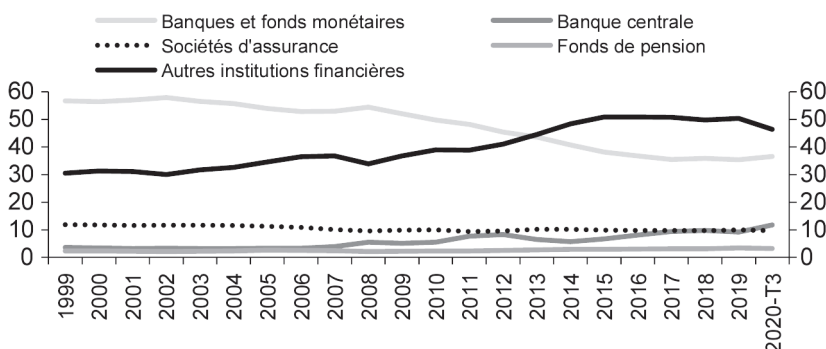
Sources : Fed ; CSF.

*En zone euro, un paysage financier en évolution,
mais sans transformation du mode de financement*

En zone euro, aussi, la structure du système financier a sensiblement évolué. En 1999, les institutions financières et monétaires (IFM, constituées des établissements de crédit et des fonds monétaires)⁹ de la zone euro, hors Eurosysteme, détenaient encore 57 % des actifs financiers, contre 25 % pour les autres institutions financières hors sociétés d'assurance et fonds de pension de la zone euro (cf. graphique 4). Ces dernières ont occupé une place grandissante au fil des ans, tandis que les banques européennes engageaient, au lendemain de la crise financière de 2008, d'ambitieux plans de *deleveraging*. À la fin de 2019, elles représentaient 42 % du système financier de la zone euro, soit légèrement plus que les banques et les fonds monétaires. Ces évolutions n'ont toutefois pas témoigné, comme aux États-Unis, d'une déformation des poids respectifs des banques et des non-banques dans l'intermédiation financière. La gestion collective a certes connu un essor, soutenu par d'importants gains de valorisation (le poids des fonds d'investissement non monétaires est passé de 10 % en 1999 à 15,6 % en 2019), mais les autres intermédiaires financiers n'ont guère prospéré¹⁰. L'augmentation du poids des autres institutions financières semble en effet avoir largement procédé d'une expansion des institutions financières captives et des prêteurs non institutionnels¹¹, lesquels n'exercent pas d'activité d'intermédiation financière et peuvent, sur base consolidée, appartenir à des groupes non financiers¹² (Levy-Garboua *et al.*, 2019).

71

Graphique 4
Poids des sous-secteurs dans le système financier de la zone euro
(en %)



Sources : BCE ; CSF.

À défaut de certains des facteurs clés qui ont pu soutenir leur développement aux États-Unis (les garanties publiques sur les titrisations de créances hypothécaires, l'allongement de la maturité moyenne

de l'épargne des ménages ou encore l'engouement des investisseurs étrangers pour les titres de dette américains), ni les non-banques habilitées à prêter aux ménages et aux sociétés non financières (sociétés financières n'ayant pas le statut d'établissements de crédit), ni les véhicules de titrisation, ni les marchés de capitaux n'ont connu le même essor en zone euro. La modification du paysage financier européen ne s'est ainsi pas accompagnée d'une véritable transformation du mode de financement de l'économie européenne.

Intermédiation des financements, intermédiation de l'épargne

Les rôles respectifs des banques et des non-banques dans l'intermédiation financière diffèrent encore dans une large mesure de part et d'autre de l'Atlantique. La baisse relative de l'intermédiation bancaire de l'économie américaine revêt en effet plusieurs facettes : les sociétés recourent plus largement aux marchés de capitaux plutôt qu'aux crédits ; les prêts aux ménages sont originés par des établissements bancaires et non bancaires – parfois de manière majoritaire par ces derniers comme sur le marché hypothécaire –, puis transformés en titres négociables ; les ménages investissent leur épargne sur les marchés de titres plutôt que dans des produits d'épargne bilancielle.

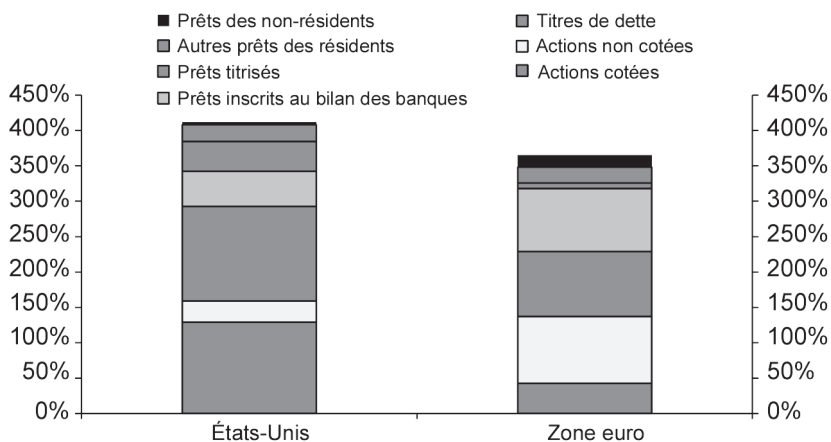
72

L'intermédiation des financements versus la finance de marché

En matière de financements, la différence entre la zone euro et les États-Unis a principalement trait à leur structure, moins à leur volume global¹³ (cf. graphique 5 *infra*). On estime qu'en zone euro, au troisième trimestre 2020, les prêts bancaires représentaient 60 % de la dette des ménages et des sociétés non financières, soit près de deux fois plus qu'aux États-Unis (32 %, cf. graphique 6 *infra*).

Le dernier rapport de stabilité financière de la Banque centrale européenne (BCE, 2020b) met certes en évidence qu'en zone euro, le recours des sociétés non financières à la dette de marché a nettement progressé en vingt ans (le poids des titres de dette et des prêts titrisés dans leur dette globale est passé de 10 % en 1999 à 19 % en 2019). Sur la même période, la place des non-banques dans l'intermédiation de la dette des sociétés non financières s'est également accrue (37 % de la dette souscrite auprès d'institutions financières résidentes en 2019, contre 14 % en 1999). La part de la dette mobilisée par les sociétés non financières sous forme de titres demeure toutefois encore quatre fois supérieure aux États-Unis (66 %, contre 17 % dans la zone euro à la fin de septembre 2020). Si les prêts pèsent moins dans la dette des sociétés non financières américaines, la structure des prêts présente quelques similitudes dans les deux économies : la moitié, environ, des crédits figure au bilan des banques (54 % en zone euro, contre 42 %

Graphique 5
Tailles et structures de financement comparées entre la zone euro
et les États-Unis, 4^e trimestre 2019
(encours, en % du PIB)

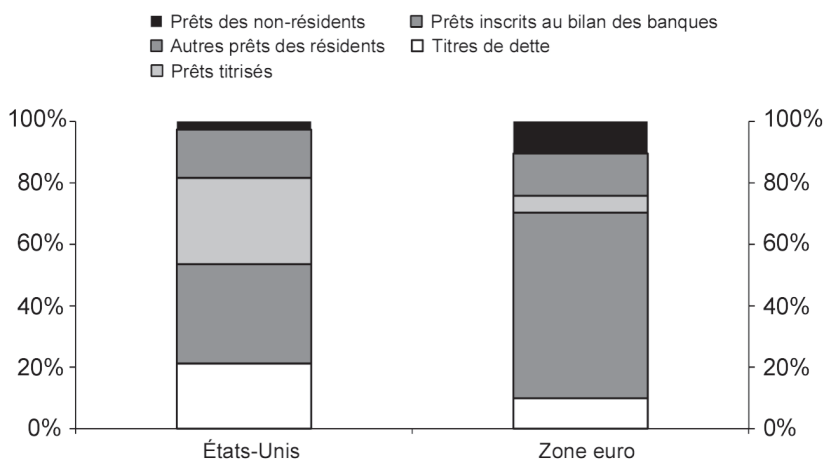


Note : titres émis et prêts contractés par les secteurs non financiers résidents, hors financements accordés par des entités du même secteur institutionnel.

Sources : BCE ; Fed ; calculs des auteurs.

73

Graphique 6
Structure de la dette des agents non financiers privés,
3^e trimestre 2020
(encours, en % des prêts et des titres de dette)



Note : titres émis et prêts contractés par les ménages et les sociétés non financières résidents, hors financements accordés par des entités du même secteur institutionnel.

Sources : BCE ; Fed ; calculs des auteurs.

aux États-Unis) ; la titrisation des prêts aux entreprises demeure stable et modeste (3 %, contre 10 %) ; moins d'un cinquième des prêts sont inscrits au bilan d'institutions financières non bancaires, hors véhicules de titrisation (18 %, contre 16 %) ; enfin, dans les deux économies, les encours de prêts contractés par les sociétés non financières auprès d'institutions financières non résidentes représentent un poids croissant et important (21 %, contre 24 %).

La structure des prêts aux ménages diffère en revanche encore largement. La crise des prêts hypothécaires *subprime* n'ayant pas remis en cause le modèle américain *originate to distribute* – loin s'en faut puisque les agences de refinancement et de garantie hypothécaire (les GSE) ont été placées en septembre 2008 sous la protection du Trésor américain –, la titrisation de créances demeure un outil central de financement des ménages aux États-Unis. Bien que leur poids se soit légèrement tassé depuis la fin de 2008 (principalement sur le segment des prêts à la consommation), les prêts titrisés représentaient encore 40 % de la dette des ménages aux États-Unis à la fin de septembre 2020 (contre 48 % à la fin de 2008), soit autant que les crédits bancaires (non titrisés). En zone euro, les prêts aux ménages demeurent très largement portés au bilan des établissements bancaires (82 %), tandis que la proportion de créances titrisées demeure modeste (9 %).

74

L'intermédiation de l'épargne versus la détention de titres en direct

L'épargne mobilisée pour financer les titres émis par les sociétés non financières ou les administrations publiques (des financements désintermédiés) est bien plus intermédiée en zone euro (principalement au bilan des banques, mais aussi au bilan des assureurs et des fonds de pension) qu'aux États-Unis, où la détention en direct d'actions et de titres de dette est plus importante¹⁴.

La gestion de la contrainte de liquidité des ménages est très différente de part et d'autre de l'Atlantique, ce qui entraîne d'importantes conséquences en termes d'allocation de l'épargne (même si d'autres facteurs tels que des distorsions fiscales, l'existence de produits d'épargne à taux réglementés, la défiance des ménages européens à l'égard des marchés financiers, le manque d'expertise financière ou plus simplement leur plus forte aversion au risque sont parfois évoqués). Dans la zone euro, plus des deux tiers des encours d'épargne financière des ménages se répartissent (à parts égales) entre des encaisses et des dépôts liquides, d'une part, et l'épargne investie en assurance-vie ou fonds de pension, d'autre part. Aux États-Unis, les portefeuilles d'actions cotées, parts sociales¹⁵, titres de dette et parts de fonds non monétaires détenus en direct, concentrent 47 % de la richesse financière des ménages (contre 28 % en zone euro), tandis que les dépôts et les parts de fonds

monétaires ne pèsent que 17 % (contre 35 %) ¹⁶. Une proportion plus conséquente de l'épargne des ménages américains est ainsi allouée vers des actifs à long terme et risqués.

*UNE MOINDRE POLARISATION DES MODALITÉS
D'INTERVENTION DES BANQUES CENTRALES
DEPUIS LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008*

Au-delà des niveaux de taux visés ou fixés par les autorités monétaires qui constituent évidemment une différence fondamentale entre la zone euro (taux de la facilité de dépôt négatif depuis 2014) et les États-Unis (rémunération des réserves excédentaires depuis 2008), les crises ont plutôt contribué à réduire la polarisation des pratiques entre l'Eurosystème et la Fed. Avant la crise financière de 2008, les modalités des politiques monétaires répondaient dans une large mesure à la structure des systèmes financiers (refinancement pour l'Eurosystème, *open-market* pour la Fed). Les crises ont fait considérablement bouger les lignes : cependant qu'elles augmentaient l'usage de leurs modalités conventionnelles à un point tel qu'il devenait légitime de qualifier ces extensions de « mesures non conventionnelles », les banques centrales européenne et américaine s'empruntaient réciproquement leurs modalités d'intervention. La Fed a ainsi développé son recours à des opérations relevant du registre traditionnel de l'Eurosystème (prêts garantis et accords de prise en pension de titres ¹⁷), tandis que l'Eurosystème, en procédant à des achats fermes et massifs de titres dans le cadre du *quantitative easing*, renforçait son recours à un instrument appartenant à la palette classique de la Fed (avec une amplitude décuplée).

75

*Des politiques monétaires conventionnelles
adaptées à la structure des systèmes financiers*

Jusqu'en 2008, la BCE faisait ainsi quasi exclusivement usage d'opérations de refinancement dans une zone économique dans laquelle les financements bancaires demeuraient prépondérants, et les banques, un rouage incontournable de transmission de la politique monétaire (deux caractéristiques encore d'actualité). À la différence de la Fed et d'un certain nombre d'autres banques centrales qui visent à contrôler la liquidité par leurs interventions d'*open market* et à atteindre des taux cibles sur le marché monétaire au jour le jour (Banque d'Angleterre, Banque du Canada, Banque du Japon) ou à trois mois (Banque nationale suisse), c'est par la fixation des taux de ses opérations que la BCE détermine directement les taux plancher (facilité de dépôt) et plafond (refinancement) du marché interbancaire (au demeurant plus restreint que le marché monétaire américain ouvert à de nombreux acteurs financiers non bancaires).

Jusqu'en 2007, la principale modalité d'intervention de la Fed résidait dans des achats et des cessions de *Treasuries* de maturité courte, lui permettant de maintenir le taux des *Fed funds* dans la fourchette des taux objectifs. Jusqu'aux prémices de la crise financière, à l'été 2007, l'inventaire de *Treasuries* concentrait encore 88 % du bilan de la Fed, les actifs résiduels étant constitués de *repurchase agreements* (*repos*, environ 2 %) avec les institutions financières et d'actifs divers. À l'opposé, l'Eurosystème intervenait principalement via le refinancement des établissements de crédit, lesquels représentaient près de 40 % de ses actifs totaux à l'été 2007, tandis qu'une proportion insignifiante de son bilan (0 %) était dévolue à la détention de titres à des fins d'opérations d'*open market* (au sens strict, c'est-à-dire hors *repos*).

*Les modalités conventionnelles de l'une deviennent (pour partie)
les modalités non conventionnelles de l'autre*

Au cœur des crises (financières, des dettes souveraines dans la zone euro, puis de la Covid-19), les banques centrales ont autant intensifié le recours à leurs modalités d'interventions conventionnelles (même si, dans le cas de l'Eurosystème, l'allongement de la maturité des opérations de refinancement et l'élargissement de la gamme des collatéraux éligibles ont suffi à qualifier ces opérations de « non conventionnelles ») qu'elles ont considérablement accru leur recours à des modes d'intervention dont elles ne faisaient jusqu'alors qu'un usage marginal. C'est ainsi qu'en 2008, la Fed a enrichi ses modalités de soutien direct aux non-banques (aux fonds monétaires pour l'essentiel) (13,9 % de son bilan à l'automne) et plus largement déployé des prêts directs en faveur des banques et *primary dealers* qui, encore quasiment inexistants dans le bilan de la Fed à la fin de 2007, ont vu leur part culminer à 36 % en septembre 2008¹⁸. Leurs poids respectifs ont considérablement reflué courant 2009, en raison de la baisse de leurs montants absolus et de la dilution provoquée par l'élargissement considérable du portefeuille titres de la Fed. Plus récemment, à partir de l'automne 2019, la Fed a procédé à de vastes opérations de *repos* et réactivé ses achats de *Treasuries* afin d'atténuer les tensions sur les taux monétaires provoquées par les évolutions réglementaires (Choulet, 2019). Si sa réponse à la crise sanitaire a principalement consisté en achats fermes de *Treasuries* (64 % du bilan en février 2021), soumis à un épisode de volatilité inédite (Schimpf *et al.*, 2020), elle s'est distinguée par la mise en place de dispositifs, finalement peu sollicités¹⁹, de soutien direct aux sociétés non financières et aux collectivités publiques territoriales. En dépit d'encours volumineux (le double de ceux de 2008 dans le cas des premiers), les poids des prêts aux *primary dealers* et des accords de *swap* en dollars dans le bilan de la Fed sont demeurés contenus au printemps

2020. Les banques n'ont en revanche que très marginalement sollicité des prêts d'urgence.

Pour sa part, la BCE a commencé à élargir son portefeuille de titres détenus à des fins de politique monétaire (achats de *covered bonds* à partir de 2009, de titres souverains depuis 2015), portant leur part jusqu'à 59 % de son bilan en mars 2020. Malgré la succession, à partir de 2012, de nouvelles catégories d'opérations, d'une maturité allant jusqu'à quatre ans et assorties de conditions plus attractives, la proportion du refinancement s'est tendanciellement érodée entre 2012 (40 %) et le début de 2020 (13 %). Elle a ensuite regagné du terrain jusqu'en septembre 2020 (25 %) sous l'influence de l'élargissement des opérations de refinancement ciblées à plus long terme (TLTRO III) et du lancement d'opérations de refinancement d'urgence (PELTRO) visant à atténuer les conséquences économiques de la pandémie de Covid-19. Cette proportion s'est, depuis lors, stabilisée, à la faveur de trajectoires comparables des encours de refinancement et de titres jusqu'en février 2021 (+12,3 % et +10 % respectivement). À la fin de septembre 2020, le bilan de la BCE excédait très largement celui de la Fed, tant en valeur absolue (10 388 Md€, contre 7 402 Md\$, soit 6 323 Md€) qu'en proportion du PIB (90,4 %, contre 35,3 %) ou des actifs totaux du système financier (11,8 %, contre 6,3 %).

77

Une création monétaire (nette) de même nature

La masse monétaire américaine présente des contreparties de nature et de proportion comparables à celles de l'agrégat monétaire M3 au sein de la zone euro. Ainsi, la moindre intermédiation bancaire des financements aux États-Unis en comparaison avec la zone euro n'a-t-elle pas tant d'effet sur la structure des contreparties de la masse monétaire que, et ce en dépit d'une forte croissance des bilans bancaires, sur la taille de cette dernière en proportion de la richesse nationale.

Des sources de création monétaire comparables

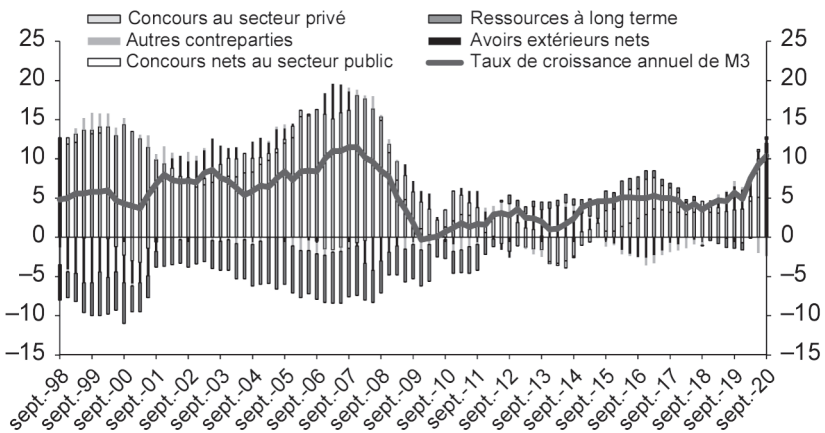
Le concept de masse monétaire est peu usité aux États-Unis. La Fed fournit les données relatives aux composantes de l'agrégat M2, mais le suivi de son évolution et l'analyse de ses contreparties n'y sont pas d'usage. Nous avons donc transposé la méthodologie développée en zone euro, laquelle consiste à identifier et suivre l'évolution des différentes contreparties de la masse monétaire²⁰. Cet exercice, délicat, a nécessité quelques hypothèses arbitraires afin d'être mené à bien, tant les statistiques américaines ne sont pas conçues dans cette perspective.

Plusieurs enseignements peuvent être tirés de notre exercice de comparaison. D'abord, dans les deux économies, les crédits au secteur privé (sous la forme de prêts à l'habitat pour le tiers des encours) consti-

tuent le principal moteur de croissance de la masse monétaire (cf. graphiques 7 et 8 *infra*). Les créances nettes aux administrations centrales ont également été, à certaines périodes, un vecteur important de création monétaire, notamment lors des programmes d'assouplissement quantitatif mis en place par les autorités monétaires. Ensuite, la contribution négative des ressources à long terme est, en moyenne, plus forte en zone euro. Les banques américaines s'appuient, en effet, sur une base de dépôts particulièrement confortable au regard des prêts qu'elles conservent à leur bilan et recourent moins à la dette de marché que leurs consœurs européennes. Enfin, la contrepartie extérieure nette (qui se traduit par des entrées de capitaux) joue peu, d'après cette photographie (cf. *infra*), dans l'évolution de la masse monétaire en zone euro comme aux États-Unis. En 2020, la croissance de la masse monétaire a été particulièrement exceptionnelle aux États-Unis (+25,1 % en décembre 2020, contre +12,3 % en zone euro). Bien que le Trésor américain ait largement accru ses avoirs auprès de la Fed, les créances nettes aux administrations centrales y ont largement contribué (volumineux achats de titres du Trésor par la Fed), de même que les achats de titres de dette et de titrisations de créances des GSE par la Fed et les banques (constitutives des créances au secteur privé). La croissance des dépôts qui en a résulté a été d'autant plus forte qu'aux côtés des non-résidents, les ménages, les fonds de pension et les fonds d'investissement américains ont réduit, en proportion, leur détention de *Treasuries* et de titres de GSE (entre décembre 2019 et septembre 2020).

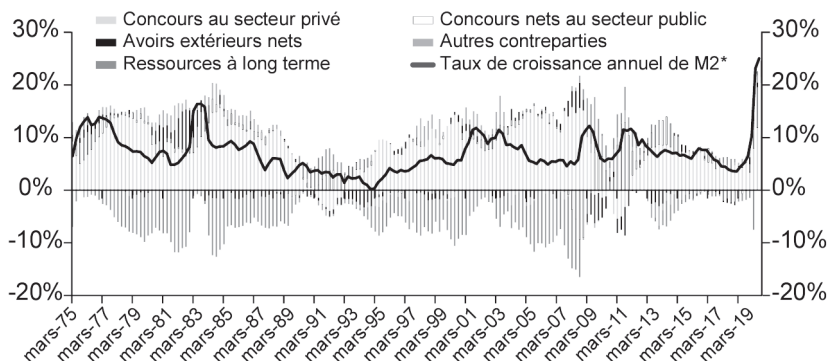
78

Graphique 7
Contributions des contreparties de M3
à la croissance monétaire en zone euro
 [en %]



Source : BCE.

Graphique 8
Contributions des contreparties de M2* à la croissance monétaire aux États-Unis



* Hors parts de fonds monétaires *retail*.

Sources : Fed ; calculs des auteurs.

Moins de création monétaire aux États-Unis

Le corollaire de la moindre intermédiation bancaire des financements à l'économie américaine est le moindre poids de la masse monétaire²¹ en proportion de la richesse nationale. À la fin de 2019, la quantité de monnaie en circulation dans l'économie (M3) représentait 110 % du PIB de la zone euro, contre 70 % aux États-Unis (125 % et 90 % respectivement en septembre 2020 à la suite des mesures de soutien exceptionnelles mises en place). Aux États-Unis, à partir des années 1990, l'essor de la finance de marché et de l'intermédiation financière hors des bilans bancaires s'est ainsi traduit par un accroissement plus rapide de la valeur des actifs financiers détenus par l'ensemble des résidents américains que de la masse monétaire. À la fin de 2019, les encours (valorisés) des actifs financiers excédaient quinze fois l'encours de M2, contre moins de dix fois avant 1990. Dans la zone euro, le multiple est demeuré relativement stable depuis 1999 (autour de 10-11).

L'équilibre de la masse monétaire américaine ignore d'importants flux monétaires temporaires

La photographie instantanée de la masse monétaire et de ses contreparties ne rend pas compte d'abondants flux de création-destruction monétaire, qui découlent de deux singularités américaines. Or leur prise en considération conduit à relativiser les conclusions qui pourraient être tirées d'une masse monétaire plus faible, notamment celle d'une vélocité de la monnaie plus élevée.

La première caractéristique réside dans les 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. Lorsque les flux monétaires sortants (importations, par exemple) ne sont pas (ou seulement partiellement) compensés²² 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.

La seconde caractéristique est le degré de développement de la titrisation, beaucoup plus grand aux États-Unis que dans la zone euro où le nouveau label STS (titrisation simple, transparente et standardisée) introduit en janvier 2019²³ n'a pas encore porté ses fruits. La masse monétaire est augmentée des encours de crédit originés par les banques, mais 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 lors de la cession du prêt à un investisseur non bancaire. Lorsque l'investisseur est non résident, l'effet négatif de la baisse de la contrepartie « créances sur l'économie » est certes compensé par la hausse de la contrepartie « créances nettes sur l'extérieur des IFM » (*via* la hausse des réserves de la banque centrale). Mais ladite hausse dépend exclusivement du montant, et non de la nature, des investissements effectués par les non-résidents sur le territoire américain, de sorte que des achats de montants identiques de titres du Trésor ou de prêts titrisés ont finalement la même incidence (positive) sur la masse monétaire américaine.

CONCLUSION

Au cours de la dernière décennie, le poids des institutions financières non bancaires dans l'intermédiation financière de la zone euro a progressé. Toutefois, alors que l'essor considérable des marchés de capitaux et de l'intermédiation financière hors des bilans bancaires aux États-Unis a bouleversé le mode de financement de l'économie entre le début des années 1980 et la fin des années 2000, la zone euro a conservé une structure de financement reposant largement sur l'intermédiation bancaire. Les financements bancaires ont d'ailleurs été au cœur des stratégies gouvernementales en 2020 pour répondre à la crise

de la Covid-19 et soutenir les entreprises. Désireuse d'élargir la diversité des sources de financement de la reprise économique, la Commission européenne a présenté, le 24 septembre 2020, un nouveau plan d'action en faveur de l'Union des marchés de capitaux comportant seize mesures supplémentaires, qui s'inscrit dans le prolongement des plans d'actions de 2015 et 2017 (Quignon, 2018). Son succès dépendra notamment de la capacité de la zone euro à attirer les investisseurs non résidents. Or à plusieurs égards, qu'il s'agisse de l'absence d'unité politique et budgétaire de la zone euro, du statut de monnaie de réserve internationale du dollar ou de l'ampleur du soutien public américain à la liquidité et à la profondeur des marchés (garanties sur les titrisations hypothécaires), force est de constater que les États-Unis conservent des avantages comparatifs propices à une plus grande diversité des sources de financement. Dans le même temps, les activités de marché de la zone euro devront impérativement être adaptées aux conséquences du Brexit sur les chambres de compensation, qui sont au cœur de l'infrastructure financière globale et un enjeu de souveraineté monétaire et financière.

Pour sa part, l'intermédiation financière dans la zone euro a vu sa structure évoluer de manière plus profonde depuis la crise financière de 2008. Les risques se sont accrus et, pour partie, déplacés vers des acteurs financiers plus divers et moins régulés que les banques (CSF, 2020 ; BCE, 2020a), suivant en cela le mouvement engagé aux États-Unis trois décennies auparavant. Les données statistiques existantes ne permettent malheureusement pas de délimiter précisément les contours des « autres institutions financières » à l'origine de ces transformations. L'adaptation de l'appareil statistique à ce contexte nouveau constitue à nos yeux le préalable indispensable à une meilleure délimitation de ces nouveaux risques, avant une nécessaire adaptation du cadre réglementaire destinée à les circonscrire.

Dans ce dessein, une piste d'amélioration pourrait viser à mieux appréhender le périmètre des activités exercées par les acteurs de la Fintech. Cela d'autant plus que la pandémie de Covid-19 semble avoir été un accélérateur du processus : selon une étude récente (McKinsey, 2020), le taux des usages « digitaux » dans le secteur bancaire, initialement plus élevé que dans n'importe quel autre secteur, aurait encore augmenté de 23 % en 2020, du fait de l'afflux de nouveaux utilisateurs. Les données expérimentales compilées par la BCE suivant une typologie établie par l'Autorité bancaire européenne révèlent, en outre, que les deux principales catégories d'institutions actionnaires des Fintechs sont les institutions financières et les assureurs, d'une part, et les groupes appartenant au secteur de l'information et de la communication, d'autre part. Dans le premier cas, cela traduit les initiatives des institutions finan-

cières existantes pour faire évoluer leurs modèles d'activités de l'« ancien monde » vers le « nouveau monde ». La seconde situation illustre plutôt l'incursion, dans les activités d'intermédiation financière et de paiement, des géants des nouvelles technologies. À la dichotomie sectorielle de l'actionnariat des Fintechs se superpose une bataille plus politique, portant sur des enjeux de souveraineté technologique et financière, qui se joue entre l'Europe et les États-Unis. L'issue de cette dernière dépendra notamment de la capacité des banques européennes à négocier le virage de la « digitalisation ». Elles pourraient être opportunément aidées dans le relèvement de ce défi par l'instauration d'un dialogue constructif entre la Commission européenne et le Mécanisme de surveillance unique de la BCE afin de définir un cadre suffisamment incitatif, voire volontariste, mais qui prenne également davantage en considération les spécificités du secteur bancaire et les implications de ces transformations sur la stabilité financière.

Bien que la crise de la Covid-19 ne trouve pas son origine, contrairement à celle de 2008, dans les excès et les failles du système financier, les tensions financières extrêmes provoquées par la pandémie ont rappelé les vulnérabilités de certains acteurs non bancaires (fonds monétaires, fonds de placement ouverts, *hedge funds* et autres fonds à fort effet de levier) et ont nécessité une intervention des banques centrales rapide et inédite dans son ampleur. Les fonds d'investissement, au cœur du développement de l'intermédiation non bancaire des dix dernières années, ont notamment subi des retraits massifs en mars 2020, aux États-Unis comme en zone euro, dans une course effrénée à la liquidité, qui ont asséché les sources de financement des sociétés non financières (Banque de France, 2021). L'ambition de limiter la dynamique néfaste liée à l'« avantage du premier sortant » par le biais d'une combinaison de mécanismes de *swing pricing* (ajustements de la valeur liquidative), comme il en existe dans certains pays européens (Dunhong *et al.*, 2019), ou de *redemption gates* (seuils de valeur bloquant les retraits), plus usuels aux États-Unis, s'inscrit parmi les priorités du CSF.

NOTES

1. Certains auteurs utilisent la notion d'« intermédiation de marché ». Le terme n'est toutefois pas consensuel dans la littérature économique, certains l'associent à la « finance directe » quand d'autres l'assimilent à l'intermédiation financière (au sens étroit) d'instruments de marché par les banques et les non-banques. Son usage prête ainsi à confusion.

2. Cette mesure inclut les agences de refinancement hypothécaires américaines (GSE) conformément à l'analyse de la Federal Reserve of New York de 2010 (*Staff Report*, n° 458) à l'appui de laquelle le CSF a proposé une définition de l'intermédiation financière non bancaire.

3. Le solde étant assumé par les banques et les institutions financières publiques (hors GSE).

4. Les encours des actifs et des passifs financiers à la fin de septembre 2020 (dernières données disponibles) sont exprimés en proportion des PIB nominaux 2019 respectifs afin de ne pas brouiller la comparaison entre les deux zones (la perte d'activité ayant été, en 2020, plus forte dans la zone euro qu'aux États-Unis). Pour mémoire, le *netting* des dérivés et des opérations de prêts/emprunts de titres, plus important dans les normes comptables américaines, conduit à sous-estimer la taille relative des banques américaines.

5. Conformément à la méthodologie des comptes financiers sectoriels publiés par la BCE, la « richesse financière nette » d'un secteur considéré est la différence entre les encours de ses actifs financiers et ceux de ses passifs financiers (au sens large, y compris la valeur de marché des fonds propres). Cet écart correspond au cumul, depuis l'origine, des capacités (ou besoins) de financement d'un secteur et des effets de valorisation et de change des actifs (+) et des passifs (-) financiers.

6. Diminuée de la valeur de marché des capitaux propres (cf. note 6).

7. Attention, la notion de « société financière » utilisée ici est celle du système européen de comptabilité (SEC) et englobe les établissements de crédit. Elle diffère de la notion définie par la loi bancaire, selon laquelle les sociétés financières sont une catégorie particulière d'établissements de crédit.

8. Rappelons que ces comparaisons doivent être appréciées avec les précautions d'usage. La Fed fournit pour chaque secteur institutionnel des bilans « nettés » des positions intrasectorielles et établis selon les normes US GAAP, tandis que la BCE fournit des bilans agrégés et établis en comptabilité IFRS. Comme les banques et les *broker-dealers* sont sans doute les établissements les plus interreliés de l'industrie financière, ces différences comptables conduisent probablement à sous-estimer leurs poids relatifs dans le système financier américain.

9. Les données disponibles ne permettent pas de distinguer, sur une longue période, les poids respectifs des établissements de crédit, d'une part, et des fonds monétaires, d'autre part. Au 3^e trimestre 2020, les premiers concentraient 35 % des actifs financiers en zone euro, les seconds 1,6 % (contre 23,2 % et 3,8 % aux États-Unis).

10. Les véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation et les sociétés financières accordant des prêts concentraient 3,1 % des actifs financiers totaux à la fin de 2019.

11. La BCE ne fournit pas de données exhaustives sur le secteur des sociétés financières, lequel comprend neuf sous-secteurs selon la méthodologie du système européen des comptes SEC 2010 : la banque centrale (S.121) ; les institutions de dépôt, à l'exclusion de la banque centrale (S.122) ; les fonds d'investissement monétaires (S.123) ; les fonds d'investissement non monétaires (S.124) ; les autres intermédiaires financiers, à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension (S.125) ; les auxiliaires financiers (S.126) ; les institutions financières captives et les prêteurs non institutionnels (S.127) ; les sociétés d'assurance (S.128) ; les fonds de pension (S.129).

12. Le sous-secteur des institutions financières captives et des prêteurs non institutionnels (S.127) regroupe toutes les sociétés et les quasi-sociétés financières qui n'exercent aucune activité d'intermédiation financière, ni ne fournissent de services financiers auxiliaires et dont la plus grande partie des actifs ou des passifs ne fait pas l'objet d'opérations sur les marchés financiers ouverts. Relèvent notamment de ce sous-secteur : les unités qui constituent des entités juridiques comme les fiducies ou les agences immobilières ; les sociétés holding dont la fonction principale est de posséder un groupe de sociétés filiales ; les entités à vocation spéciale qui peuvent être considérées comme des unités institutionnelles et qui lèvent des fonds sur les marchés ouverts, destinés à être utilisés par leur société mère ; les unités qui fournissent des services financiers exclusivement grâce à leurs fonds propres ou à des fonds fournis par un bailleur de fonds à une série de clients et qui endossent le risque financier en cas de défaut de paiement du débiteur.

13. Les statistiques européennes ont été corrigées afin d'exclure les dettes intrasectorielles. En neuf mois, entre le 4^e trimestre 2019 et le 3^e trimestre 2020, les poids des financements totaux à l'économie en proportion du PIB se sont accrus de 20 points de pourcentage en zone euro (atteignant 388 % du PIB) et de 50 points aux États-Unis (463 %). Au-delà de la perte d'activité liée à la pandémie (deux fois plus importante en zone euro), ces progressions ont principalement procédé d'une augmentation de la dette publique dans les deux économies (mesures d'atténuation des effets de la pandémie), d'un accroissement des crédits bancaires en zone euro et d'une baisse des rachats d'actions couplée à des gains de valorisation aux États-Unis.

14. À des fins de comparaison, la richesse financière des ménages inclut ici les avoirs des ménages et des institutions à but non lucratif (tableau L.101 dans les *Flow of Funds*) et des entrepreneurs individuels (L.104) diminués de l'épargne financière des *hedge funds* résidents (B.101f). La plupart des postes du compte financier des ménages américains dans les *Flow of Funds* de la Fed sont en effet déduits par différence et peuvent inclure des actifs d'*hedge funds*, *private equity funds* et *personal trusts résidents*.

15. La détention de parts sociales peut être le reflet d'investissements financiers comme elle peut traduire un actionariat familial développé.

16. Au global, les contrats d'assurance vie et l'épargne retraite représentent une part comparable des actifs financiers des ménages (au 2^e trimestre 2020, 35 % en zone euro, contre 30 % aux États-Unis).

17. Ces opérations consistent pour les contreparties éligibles (les *primary dealers*) à vendre des titres (titres de dette du Trésor, titres de dette et titres adossés à des prêts hypothécaires émis par les agences de garantie hypothécaire) à la Fed avec une obligation de rachat à terme. Comptablement, les titres restent inscrits au bilan des contreparties de la Fed. La Fed comptabilise le *repo* à son actif comme une créance sur les *primary dealers* et crédite le compte courant des banques (réserves en banque centrale), lesquelles créditent à leur tour le compte de dépôts de leurs clients. Ce type d'opération s'accompagne ainsi d'une injection de liquidités.

18. Elle a par ailleurs procédé à des achats de billets de trésorerie et à des *swaps* de liquidités avec les banques centrales étrangères, lesquels ont *in fine* très largement contribué au refinancement de banques implantées sur le sol américain (en l'occurrence des succursales américaines de banques étrangères).

19. Si certaines lacunes propres aux dispositifs peuvent l'expliquer, l'amélioration rapide des conditions financières a permis aux grandes entreprises de solliciter à nouveau les marchés, tandis que la situation financière dégradée des plus petites justifiait la prolongation du dispositif de prêts garantis par l'État fédéral (*Paycheck Protection Program*).

20. La méthodologie européenne consiste à élaborer le bilan consolidé des IFM, aussi appelé « bilan monétaire », afin 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 nettes des dettes à l'égard de contreparties non résidentes) et les ressources à long terme (dettes hors dépôts constitutifs de la masse monétaire, capital et réserves). Le résidu constitue les « autres contreparties » de la masse 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*. Nous avons fait le choix, ici, de négliger la contribution des fonds monétaires *retail* à la création monétaire en raison du manque de profondeur des données disponibles et de la ventilation insuffisamment précise de leurs portefeuilles d'investissement. Seules les contreparties de l'agrégat M2 diminué des parts de fonds monétaires *retail* (soit 94 % de M2) ont donc été reconstituées. Le bilan consolidé des IFM américaines a été élaboré à l'appui des données relatives aux flux de transactions afin d'évacuer les évolutions liées aux effets de valorisation ou autres changements de volumes.

21. La masse monétaire correspond à l'ensemble des valeurs détenues par les agents économiques et pouvant être instantanément utilisées comme moyens de paiement ou susceptibles d'être immédiatement converties en liquidités. En zone euro, la masse monétaire est mesurée par l'agrégat monétaire M3 ; il inclut les pièces et les billets, les dépôts à vue, les dépôts bancaires assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois (comptes sur livrets), les dépôts à terme d'une maturité inférieure ou égale à deux ans, 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. Aux États-Unis, l'agrégat monétaire le plus proche de l'agrégat européen M3 est l'agrégat M2. Ce dernier inclut les pièces et les billets, les dépôts à vue, les 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*).

22. Un écueil fréquent consiste à considérer que les flux internationaux de capitaux répondraient de manière passive au solde de la balance courante des biens et des services et que, en conséquence, le déficit de la balance courante américain serait « financé » par les entrées de capitaux en provenance du reste du monde. En réalité, le solde de la balance courante, d'une part, et celui des comptes financiers et de capital, d'autre part, interagissent, et il peut être tout aussi valablement considéré que l'appréciation du dollar qui découle des achats d'actifs aux États-Unis (qui relèvent dans une large mesure de l'accumulation de

réserves de change de la part de certaines banques centrales des pays d'Asie ; Filardo et Grenville, 2012) constitue un facteur explicatif du déficit de la balance commerciale américaine.

23. Règlements du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 (UE) 2017/2401 modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et (UE) 2017/2402 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 648/2012 et (EU 2017/2401 et EU 2017/2402).

BIBLIOGRAPHIE

ADRIAN T. et SHIN H. S. (2010), « The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-2009 », Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*.

BANQUE DE FRANCE (2021), « La politique macro-prudentielle résiste-t-elle à la pandémie ? », *Revue de stabilité financière*, n° 24, mars.

BCE (Banque centrale européenne) (2020a), *Financial Integration and Structure in the Euro Area*, mars.

BCE (2020b), *Financial Stability Review*, novembre.

CHOULET C. (2019), « Le nouveau rôle de la Fed sous Bâle 3 », BNP Paribas, *Ecoflash*, octobre.

CHOULET C. et SHULYATYEVA Y. (2016), « Aux origines de la désintermédiation bancaire américaine », BNP Paribas, *Conjoncture*, janvier.

CSF (Conseil de stabilité financière) (2020), *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2020*, décembre.

DUNHONG J., KACPERCZYK M., KAHRAMAN B. et SUNTHEIM F. (2019), « Swing Pricing and Fragility in Open-Ended Mutual Funds », FMI, *Working Paper*, n° 19/227.

FILARDO A. et GRENVILLE S. (2012), « Central Bank Balance Sheets and Foreign Exchange Rate Regimes: Understanding the Nexus in Asia », Banque des règlements internationaux, Papers chapters, *Are Central Bank Balance Sheets in Asia Too Large?*, vol. 66, pp. 76-110.

LEVY-GARBOUA V., MOURIAUX F. et SABATINI M. (2019), « Le système financier de la zone euro après la crise : une mise en perspective (1999-2018) », Banque de France, *Bulletin*, n° 226-8, décembre.

McKINSEY (2020), *Europe's Digital Migration During Covid-19: Getting Past the Broad Trends and Averages*, 24 juillet.

QUIGNON L. (2018), « Les enjeux de l'Union des marchés de capitaux », BNP Paribas, *Conjoncture*, janvier.

SCHRIMPF A., SHIN H. S. et SUSHKO V. (2020), « Leverage and Margin Spirals in Fixed Income Markets During the Covid-19 Crisis », BRI, *Bulletin*, 2 avril.

SHERMAN M. (2009), « A Short History of Financial Deregulation in the United States », CEPR, juillet.

