



## Les programmes d'achats de titres par les banques centrales : par quels mécanismes la monnaie est-elle créée puis détruite ?

Depuis une décennie, les banques centrales ont massivement utilisé des programmes d'achats de titres pour faire face à différentes crises. Outre leur action sur les taux d'intérêt, ces programmes ont conduit à un accroissement mécanique et temporaire de la monnaie en circulation dans l'économie. Cet article détaille la manière dont la création de monnaie centrale, c'est-à-dire la monnaie échangée dans un circuit fermé entre l'État, la banque centrale et les banques commerciales, se double d'une création de monnaie commerciale détenue par les entreprises et les ménages. Par la suite, le remboursement des titres détenus assure progressivement la destruction de la monnaie préalablement créée. Depuis 2022, l'Eurosystème réduit l'encours de titres qu'il détient en ne réinvestissant plus en totalité les montants arrivant à échéance.

**David ADAM, Thibaut GENTIL**  
Direction générale de la Stabilité financière et des Opérations  
Centre de modélisations analytiques du Pôle de stabilité financière

Codes JEL  
E51, E58  
GO

**William ARRATA, Nicolas MAGGIAR**  
Secrétariat général  
Direction financière

Remerciements pour leur amicale relecture à Vincent Bignon et Régis Breton.

**5 000** milliards d'euros  
d'achats nets cumulés par l'Eurosystème  
dans le cadre de la politique monétaire

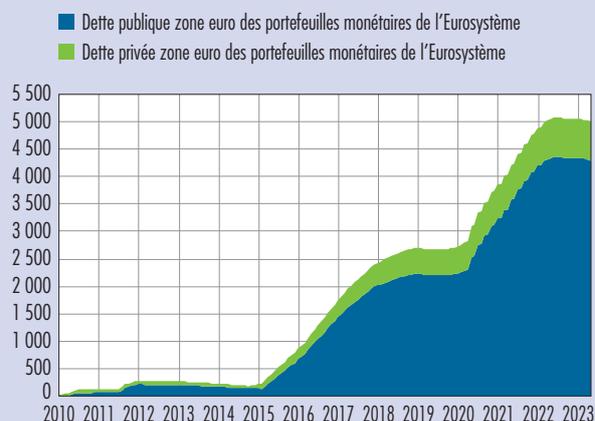
dont

**4 300** milliards d'euros  
de titres publics

**700** milliards d'euros  
de titres émis par des entreprises ou des banques

### Achats nets cumulés des titres détenus au bilan de l'Eurosystème dans le cadre de la politique monétaire à fin mai 2023

(en milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne.



**D**urant la dernière décennie, les instruments traditionnels de la politique monétaire ont été insuffisants pour faire face aux risques de dislocation des marchés provoqués par les crises successives et à une inflation jusqu'à récemment trop faible. Face à cette situation, les banques centrales ont mis en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles, notamment des programmes d'achats de titres ou assouplissements quantitatifs (*quantitative easing*)<sup>1</sup>. Ces programmes ont été amplifiés en 2020 pour répondre aux conséquences économiques et financières de la crise de la Covid-19, et depuis 2022, les banques centrales ont annoncé une pause puis amorcé une sortie progressive de ces programmes en pilotant la diminution ordonnée de la taille des portefeuilles de titres (*quantitative tightening*). Leurs encours au 31 décembre 2022 sont indiqués dans le tableau 1.

Dans le cas général, lorsqu'une banque centrale augmente la taille de son bilan en achetant des titres, elle finance ces opérations par de la création monétaire sur les comptes des banques commerciales, sous forme de monnaie de banque centrale, inscrite à son passif et dont elle a le monopole d'émission. Cette forme de monnaie circule i) sous forme de billets (monnaie fiduciaire) et ii) sous forme de dépôts (monnaie scripturale) qui ne sont détenus que par les banques commerciales, le Trésor et quelques institutions, seuls autorisés à ouvrir un compte sur les livres de la banque centrale. Les opérations d'achats sont donc sans impact sur la masse monétaire, c'est-à-dire la monnaie commerciale, détenue et utilisée par les agents économiques (ménages, entreprises et administrations publiques). Mais les achats par la banque centrale ne

représentent qu'une des étapes associées au programme d'achats, qui lui-même n'intervient que sur des titres déjà émis.

En pratique, en zone euro, la prise en compte de l'ensemble du cycle de vie des titres montre que l'augmentation de la monnaie de banque centrale pour financer les portefeuilles monétaires s'est doublée, pour un montant pratiquement équivalent, d'un accroissement mécanique de la monnaie commerciale auprès de l'ensemble des acteurs économiques (résidents et non-résidents) hors banques. Les mécanismes monétaires et comptables à l'origine de ce double accroissement monétaire, amené à durer pendant toute la période de détention des titres par la banque centrale, sont détaillés ci-après.

La création de monnaie commerciale concomitante des programmes d'achats est également mise en évidence en observant l'évolution passée des agrégats monétaires habituels (c'est-à-dire restreints aux seuls résidents) et de leurs contreparties (Bê Duc *et al.*, 2022).

### 1 L'acquisition de titres par une banque centrale se finance par création de monnaie de banque centrale

#### Monnaie de banque centrale et monnaie commerciale : deux circuits monétaires parallèles

Les banques commerciales possèdent un compte de dépôt ouvert auprès de la banque centrale de leur juridiction. Les avoirs détenus sur ce compte, à l'actif de leur bilan, sont appelés réserves ou monnaie de banque centrale et jouent un rôle essentiel dans la transmission de la politique monétaire (Barthélemy *et al.*, 2020, ou Bussière *et al.*, 2021). C'est par l'intermédiaire de ce compte de réserves qu'elles réalisent toutes leurs opérations avec la banque centrale, mais également entre elles, ainsi qu'avec l'État dont le compte est également tenu par la banque centrale. En miroir, ces réserves apparaissent au passif de la banque centrale et forment, avec les billets en circulation, la base monétaire.

La monnaie de banque centrale (sous forme scripturale) est créée par la banque centrale, qui en a le monopole d'émission, principalement lorsqu'elle octroie des prêts

#### T1 Actifs des principales banques centrales ayant mis en œuvre des programmes d'achats – arrêté au 31 décembre 2022

(en milliards d'euros)

	Eurosystème	Réserve fédérale américaine	Banque du Japon	Banque d'Angleterre
Portefeuilles de titres (programmes d'achats)	4 937	7 512	4 365 a)	953
Refinancement bancaire	1 324	15	575	230
Autres actifs	1 695	507	74	35
<b>Taille du bilan</b>	<b>7 956</b>	<b>8 034</b>	<b>5 014</b>	<b>1 277</b>

a) Dont 270 milliards d'euros de titres de propriété (actions, par l'intermédiaire de fonds communs de placement).

Sources : Eurosysteme, banques centrales.

1 Banque de France (2021), « Quantitative easing », *Mot de l'actu*, coll. « ABC de l'économie », septembre.



aux banques commerciales, par le biais des opérations de refinancement, ou lorsqu'elle achète des titres financiers. Elle circule exclusivement entre la banque centrale et les entités habilitées à y détenir un compte : les banques commerciales, le Trésor et quelques institutions.

Les agents économiques non bancaires (ménages, entreprises, administrations publiques non centrales), utilisent quant à eux une autre forme de monnaie, la monnaie commerciale. Elle est créée par les banques commerciales, principalement lorsqu'elles accordent un prêt, et se retrouve à leur passif sous forme de dépôts. Cette création ne modifie pas l'encours de monnaie centrale : les deux formes de monnaie – centrale et commerciale – évoluent dans des circuits parallèles. La transformation d'une fraction des réserves des banques en billets constitue une passerelle entre ces deux circuits, pour des montants qui sont de second ordre (négligés dans la suite de l'article).

### L'acquisition des titres par la banque centrale passe par le circuit de la monnaie centrale

Dans le cadre d'un programme d'achats, les titres acquis par la banque centrale sont financés par la création de monnaie centrale : le compte courant de la banque commerciale vendeuse (ou la banque du vendeur, si ce dernier n'est pas une banque), tenu dans les livres de la banque centrale, est crédité du montant de l'acquisition. Le mécanisme est le même que l'émetteur soit une entité publique ou privée. L'opération se traduit donc par un accroissement de la monnaie centrale qui peut avoir deux effets sur la monnaie commerciale :

- Un effet d'incitation à octroyer des prêts, selon la théorie du multiplicateur monétaire, dont l'importance est variable. En particulier, dans le cadre des programmes d'achats, quand la fourniture de liquidité est exogène et ne résulte pas d'une situation initiale de déficit de liquidité, le multiplicateur monétaire n'opère pas sur ces nouvelles liquidités, ce qui revient à diluer le ratio correspondant (Bussière *et al.*, 2020) ;
- Un effet mécanique qui s'observe pendant toute la période de détention des titres par la banque centrale,

et qui peut être mis en évidence par une analyse complète des flux monétaires sur l'ensemble du cycle de vie des titres (de l'émission au remboursement).

Cet effet mécanique est développé dans l'analyse ci-après.

## 2 Les étapes associées à l'acquisition de titres de dette par une banque centrale impliquent un double processus de création monétaire

### Titres vendus à la banque centrale : les agents non bancaires majoritairement concernés

Lors d'un programme d'achats, la banque centrale acquiert principalement les titres de dette sur le marché secondaire, le plus souvent auprès des banques commerciales. Deux cas de figure peuvent se présenter : soit la banque commerciale vend les titres qu'elle détient afin d'obtenir des liquidités (solution alternative au refinancement), soit elle joue le rôle d'intermédiaire pour la vente de titres détenus par des acteurs économiques non bancaires. Dans le dernier cas, elle leur achète alors les titres dans le but de les vendre à la banque centrale.

Entre 2015 et 2022, en zone euro, l'encours de titres publics au bilan des banques commerciales est resté quasi stable quand celui de l'Eurosystème a fortement augmenté (cf. graphique *infra*). Cela permet d'affirmer que dans une très large majorité des cas les banques commerciales n'ont pas vendu les titres qu'elles détenaient en portefeuille<sup>2</sup>.

Dans la suite de l'article, l'analyse est donc logiquement restreinte au seul cas où les banques jouent un rôle d'intermédiaire. Et c'est dans ce cas précisément que les programmes d'achats de titres s'accompagnent d'une hausse de la masse monétaire<sup>3</sup> : pour résumer, les acteurs privés non bancaires cèdent – directement ou le plus souvent par l'intermédiaire d'une banque – à la banque centrale les titres qu'ils détiennent à leur actif contre des dépôts bancaires créés à cette occasion. Cette relation est confirmée par l'identification étape par étape des flux financiers entre les acteurs, et peut être détectée par l'analyse des agrégats monétaires (cf. encadré page 6).

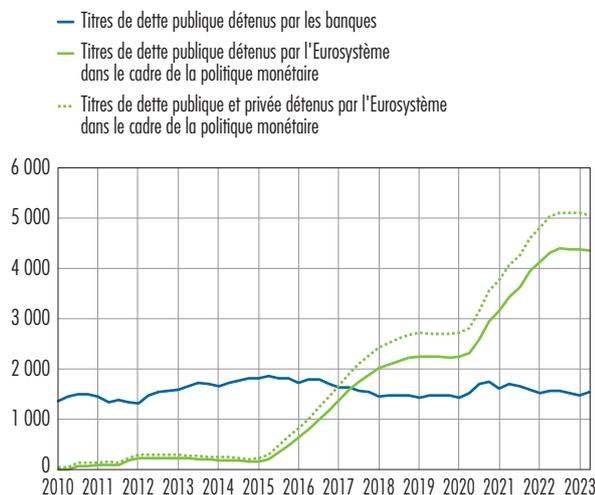
2 En pratique, les banques peuvent avoir vendu leurs propres titres, mais elles les ont alors remplacés par d'autres titres acquis auprès des acteurs non bancaires : il n'y a pas eu de cession nette de la part des banques.

3 Lorsque les banques commerciales vendent les titres qu'elles détiennent en portefeuille, la création monétaire n'est plus liée aux programmes d'achats *stricto sensu* ; elle intervient avant, au moment où les titres sont achetés par les banques commerciales.



### Encours des titres détenus par les banques commerciales de la zone euro comparé à l'encours des titres de dette détenus par l'Eurosystème

(en milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne.

### Examen des flux monétaires, de l'émission de la dette publique à son remboursement, dans le cas des programmes d'achats de dettes souveraines par une banque centrale

L'analyse détaille le cas des achats de titres de dette émis par un État, qui constituent la partie majoritaire des portefeuilles détenus par les banques centrales, en étudiant les flux monétaires transitant, étape par étape, entre l'État (le Trésor public), la banque centrale, l'agrégat des banques commerciales et enfin, l'agrégat des autres acteurs économiques. Ces étapes peuvent être classées en trois phases consécutives : l'émission du titre de dette souveraine (qui précède le programme d'achats), l'achat par la banque centrale, le remboursement. Elles sont expliquées dans le tableau 2 *infra*.

#### L'émission du titre de dette souveraine

① Seules quelques banques sont autorisées à acheter la dette émise par l'État sur le marché primaire. À chaque

nouvelle émission, le compte du Trésor (tenu dans les livres de la banque centrale) est crédité du montant  $M$  payé par la banque acheteuse, qui devient propriétaire du titre émis. En contrepartie, l'État enregistre à son passif pour un montant identique un titre de dette  $T$  détenu par la banque. D'un point de vue monétaire, cette opération se traduit simplement par un transfert de monnaie centrale entre la banque acheteuse et l'État.

② Le titre acquis à l'émission par une banque est racheté sur le marché secondaire par une assurance, un fonds d'investissement ou un autre acteur non bancaire. Le compte courant de l'acheteur est débité pour financer la transaction, ce qui fait diminuer la monnaie commerciale.

③ Avec les liquidités obtenues en s'endettant, l'État effectue des paiements aux acteurs économiques, résidents ou non, par l'intermédiaire des banques. Cela implique une création de monnaie commerciale pour un montant  $M$  égal à la valeur  $T$  du titre émis sur le marché. L'État finance ainsi une fraction de ses dépenses avec de la monnaie centrale transférée aux banques commerciales qui détiennent les comptes des acteurs économiques.

À l'issue de ces trois premières étapes, il apparaît que l'émission d'un titre de dette par l'État (et l'utilisation des fonds collectés par ce dernier) ne conduit à aucune création monétaire, ce que montre le sous-total ① à ③. Un transfert de l'État vers les autres acteurs économiques est enregistré sous la forme d'un titre de dette.

#### Les programmes d'achats de dette souveraine par la banque centrale

④ Lorsque la banque centrale rachète un titre de dette sur le marché secondaire, une banque commerciale sert le plus souvent d'intermédiaire pour cette transaction<sup>4</sup>. Elle doit alors racheter le titre<sup>5</sup> en créditant le compte courant du vendeur, ce qui revient à créer de la monnaie commerciale à hauteur du montant  $M$  acheté.

4 Dans certains cas, la banque centrale peut également acheter le titre sans portage au bilan d'une banque commerciale, mais cela ne modifie pas le raisonnement dans son ensemble.

5 Si la banque commerciale ne parvient pas à acheter le titre (par exemple, parce que les investisseurs possédant le titre ne sont pas disposés à le céder), elle peut l'emprunter, généralement sur le marché de la pension livrée, ce qui diffère l'achat sans conséquence sur les mécanismes décrits.



### T2 Écritures comptables monétaires simplifiées de l'émission d'un titre public par l'État, de son rachat sur le marché secondaire par une banque centrale, jusqu'à son remboursement

#### Parties doubles comptables :

- le compte du Trésor (t) figure à l'actif de l'État et au passif de la banque centrale ;
- les réserves monétaires bancaires (r), comptes courants des banques commerciales dans les livres de leur banque centrale, figurent au passif de la banque centrale et à l'actif des banques ;
- les dépôts bancaires (d), au passif des banques commerciales, constituent un actif au bilan des autres acteurs économiques. Pour la clarté du raisonnement, il est fait l'hypothèse que la masse monétaire se trouve entièrement sous forme de dépôts ; mais la transformation d'une partie des dépôts en billets ne modifierait pas l'analyse.

#### Création monétaire :

- [en bleu] la création/destruction de monnaie centrale (réserves monétaires des banques et compte courant du Trésor), enregistrée au passif de la banque centrale ;
- [en orange] la création/destruction de la monnaie commerciale, mesurée par les dépôts des autres acteurs économiques, résidents ou non, dans les banques commerciales.

Acteur ▶	État		Banque centrale			Banques commerciales			Autres acteurs économiques <sup>a)</sup>	
	Actif	Passif	Actif	Passif		Actif	Passif		Actif	
Poste au bilan ▶	Compte du Trésor	Passif obligataire	Titres	Compte du Trésor	Réserves monétaires des banques	Titres	Réserves monétaires des banques	Dépôts bancaires	Titres	Dépôts bancaires
Action ▼	(t)			(t)	(r)		(r)	(d)		(d)
Émission du titre de dette souveraine	1 L'État émet un titre de dette publique et une banque commerciale achète le titre	+ M	+ T		+ M	- M	+ T	- M		
	2 Un acteur économique non bancaire rachète ce titre						- T	- M	+ T	- M
	3 L'État utilise l'argent emprunté	- M			- M	+ M		+ M		+ M
	➡ Sous-total 1 à 3	0	+ T	0	0	0	0	0	+ T	0
Achat du titre par la banque centrale	4 Une banque rachète le titre à un acteur économique					+ T		+ M	- T	+ M
	5 La banque centrale rachète le titre à la banque			+ T		+ M	- T	+ M		
	➡ Sous-total 4 à 5	0	+ T	+ T	0	+ M	0	+ M	0	+ M
Remboursement du titre	6 L'État prélève des recettes	+ M			+ M	- M		- M		- M
	7 L'État rembourse le titre	- M	- T	- T	- M					
	➡ Total	0	0	0	0	0	0	0	0	0

a) Résidents ou non.

Note : Il est implicite que le titre est libellé dans la même devise que celle émise par la banque centrale. T représente le titre de dette publique et M sa contrepartie monétaire : donc T est égal à M. En négligeant les intérêts et variations de prix intermédiaires entre l'émission et le remboursement, les flux à l'actif et au passif de chaque acteur sont bien à somme nulle.

5 La banque centrale achète le titre voulu en créditant le compte de la banque vendeuse, ce qui augmente les réserves monétaires d'un montant égal à la valeur du titre <sup>6</sup>.

À l'issue des étapes déclenchées par le programme d'achats de la banque centrale, une création de monnaie

commerciale a lieu, doublée d'une création de réserves monétaires (sous-total 1 à 5). En résumé, les programmes d'achats ne modifient pas la richesse des différents acteurs économiques, mais ils permettent aux banques centrales (par l'intermédiaire des banques commerciales) d'acquérir des titres détenus par le secteur privé non bancaire contre de la monnaie créée à cette occasion.

<sup>6</sup> Dans le cas où la banque commerciale achète le titre directement à son émission et non à un acteur économique, il convient de supprimer les étapes 2 et 4 du raisonnement, ce qui ne modifie pas le raisonnement pris dans son ensemble.



### Le remboursement à l'échéance du titre souverain détenu par la banque centrale

⑥ Le Trésor doit récupérer les liquidités nécessaires pour rembourser le détenteur du titre (la banque centrale), lorsque celui-ci arrive à échéance. Sous l'hypothèse que ces liquidités sont obtenues par prélèvement des impôts et taxes, une ponction s'opère sur les comptes de dépôt des agents concernés ouverts dans les banques commerciales, et la monnaie commerciale diminue. En parallèle, les paiements au compte du Trésor se matérialisent sous forme de monnaie centrale transférée du compte des banques à celui de l'État. En outre, si l'État obtient les ressources nécessaires au remboursement, non par prélèvement de recettes, mais par une nouvelle émission de dette, alors l'étape ⑥ est remplacée par les étapes ① et ② (l'effet sur la monnaie centrale et sur la monnaie commerciale en cumulant les étapes ① et ② est le même que celui observé à l'étape ⑥).

⑦ Le remboursement est effectué par le débit du compte du Trésor, et en contrepartie, par l'arrivée à échéance du titre détenu à l'actif du bilan de la banque centrale. Ainsi, la monnaie créée est détruite lors du remboursement de la dette. Si la banque centrale renouvelle sa position détenue arrivant à échéance, la monnaie créée demeure en circulation, et cela tant que la banque centrale décide de ne pas réduire sa position.

À l'inverse, la banque centrale peut toujours détruire cette monnaie avant l'échéance du titre, sans attendre son remboursement, si elle le revend à des acteurs non bancaires : les flux opposés aux écritures ④ et ⑤ se mettent alors en place au lieu des flux ⑥ et ⑦.

En sortie de ce cycle détaillé en sept étapes, le titre de dette émis a été remboursé, la création monétaire, qu'il s'agisse de la monnaie centrale ou de la monnaie commerciale, a été annulée. La somme des flux comptables intervenus pour chaque acteur est nulle. Cela montre que la création monétaire induite par les programmes d'achats de titres est temporaire.

### Même processus de double création monétaire dans le cas des titres émis par d'autres émetteurs que l'État

Si le cas de l'acquisition de dettes souveraines par la banque centrale est le plus fréquent, plusieurs variantes doivent être mentionnées :

- Les titres de dette achetés peuvent être émis par d'autres acteurs publics que l'État, tels que les émetteurs supranationaux européens en zone euro ;
- Les titres de dette achetés peuvent aussi être émis par des entreprises ou des banques. Dans ce cas, le schéma est différent (cf. annexe), mais le mécanisme principal demeure et se traduit par une création monétaire temporaire jusqu'au remboursement du titre (ou sa revente avant échéance).

Certaines banques centrales, telles la Banque du Japon, ont pu aussi acheter des actions, à travers des parts de fonds d'investissement, sans échéance. Dans ce cas, la création monétaire dure tant que les parts de fonds ne sont pas vendues par la banque centrale.

#### ENCADRÉ

#### L'analyse des agrégats monétaires confirme l'effet des programmes d'achats de titres publics et privés sur la masse monétaire en circulation

L'effet des programmes d'achats de titres par l'Eurosystème sur la monnaie commerciale peut être mis en évidence par l'observation des agrégats monétaires habituels et de leurs contreparties. Bê Duc *et al.* (2022) ont montré que la croissance très soutenue de la masse monétaire sur l'année 2020 s'expliquait essentiellement par l'achat des titres publics par le secteur bancaire au sens large (y compris les banques centrales). L'analyse peut être prolongée sur

.../...



L'année 2021 avec la poursuite du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP, *pandemic emergency purchase programme*) par l'Eurosystème, comme l'illustre le graphique A *infra* qui décompose les contributions des différentes contreparties de l'agrégat monétaire M3.

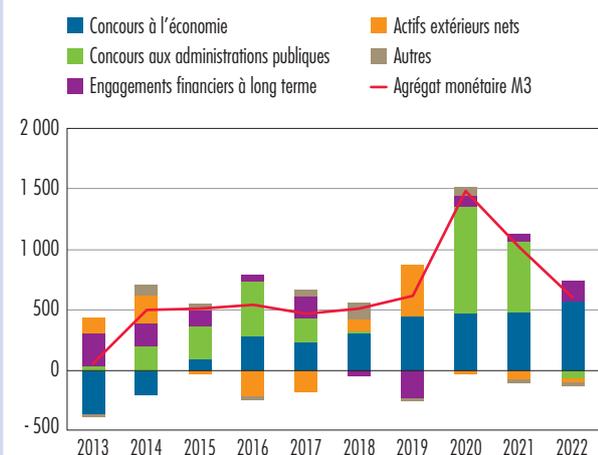
En revanche, Bê Duc *et al.* (2022) ont observé que la croissance de la masse monétaire n'a pas été particulièrement marquée entre 2015 et 2018, malgré les achats de titres publics réalisés sur cette période, car une part importante des titres a été achetée à des non-résidents, ce qui a été sans effet sur l'agrégat M3 considéré dans leur analyse. Plus précisément, lorsqu'une banque commerciale achète un titre à un résident, le titre acquis à l'actif de son bilan a pour contrepartie une création monétaire sous forme de dépôt au passif de la banque du vendeur, comptabilisé dans l'agrégat M3. En revanche, si l'achat est réalisé auprès d'un non-résident, le dépôt créé n'est pas pris en compte dans cet agrégat. Selon les règles de construction des statistiques monétaires, la contrepartie du titre acheté se retrouve alors dans les actifs extérieurs nets, qui soldent les opérations monétaires réalisées avec les non-résidents.

Pour mémoire, l'agrégat monétaire M3 correspond à l'ensemble suivant : les billets en circulation, les dépôts à terme d'une durée inférieure à deux ans, les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois et les prises en pension, les OPC (organismes de placement collectif) monétaires et les titres de créance ayant une échéance inférieure ou égale à deux ans. Cet agrégat n'inclut pas la monnaie détenue par les acteurs économiques non résidents.

En intégrant la monnaie créée chez les non-résidents, par le biais des actifs extérieurs nets, la création monétaire apparaît comme ayant été tirée par l'achat de titres publics par l'Eurosystème, en 2020 et 2021, mais également sur la période 2015-2018 après la mise en place du premier programme d'achats de titres publics (cf. graphique B). En 2022, la contribution a été plus faible compte tenu de la réduction progressive du rythme des programmes d'achats.

### GA Croissance de l'agrégat M3 pour la zone euro et contributions de ses contreparties

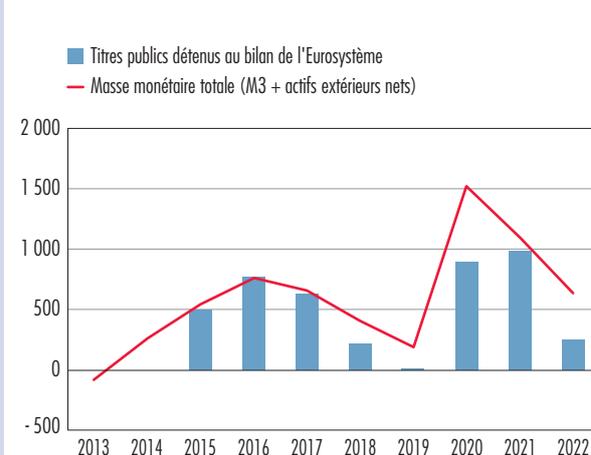
(variation annuelle, en milliards d'euros)



Source : Eurosystème  
(bilan consolidé des institutions financières monétaires).

### GB Croissance de la masse monétaire totale et évolution des titres de dette publique au bilan de l'Eurosystème

(variation annuelle, en milliards d'euros)



Source : Eurosystème  
(bilan consolidé des institutions financières monétaires).



\*  
\*\*

Les programmes d'achats de titres des banques centrales ont provoqué un accroissement de la monnaie en circulation dans l'économie. Les mécanismes ayant permis cet accroissement garantissent le caractère temporaire de la monnaie créée, qui est détruite à l'arrivée à échéance des titres. En zone euro par exemple, la monnaie créée est en cours de résorption : depuis 2022, les titres détenus par l'Eurosystème sont remboursés à échéance et les

montants perçus ne sont pas intégralement réinvestis, ce qui diminue l'encours des portefeuilles monétaires.

Les programmes d'achats n'impliquent donc pas une création monétaire permanente et définitive analogue à celle d'une « planche à billets » : les banques centrales conservent leur capacité à ajuster la quantité de monnaie (par exemple, lorsque les titres qu'elles détiennent sont dûment remboursés, elles peuvent décider de ne pas en acheter de nouveaux) et le taux d'intérêt, donc à contrôler l'inflation.

## Bibliographie

Archer (D.) et Moser-Boehm (P.) (2013)

« Les finances des banques centrales », *BIS Papers*, n° 71, Banque des règlements internationaux, avril.

Barthélemy (J.) et Penalver (A.) (2020)

« La monnaie de banque centrale n'a rien de magique », *Bloc-notes Éco*, n° 162, Banque de France, mai.

[Consulter le billet](#)

Bê Duc (L.), Bricongne (J.-C.), Bussière (M.), Jude (C.), Penalver (A.), Sédillot (F.), Vari (M.) et Wicky (Y.) (2022)

« L'augmentation de la masse monétaire pendant la crise Covid : analyse et implications », *Bulletin de la Banque de France*, n° 239/2, janvier-février.

[Télécharger le document](#)

Bindseil (U.), Manzanares (A.) et Weller (B.) (2004)

« The role of central bank capital revisited », *Working Paper Series*, n° 392, Banque centrale européenne, septembre.

Bussière (M.), Pfister (C.) et Sahuc (J.-G.) (2020)

« Le lien entre monnaie et inflation depuis 2008 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 232/8, novembre-décembre.  
[Télécharger le document](#)

Bussière (M.), El Amri (W.), Horny (H.), Mouriaux (F.), Sahuc (J.-G.) et Wicky (Y.) (2021)

« La monnaie et ses contreparties : instruments et reflets de la politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, n° 234/2, mars-avril.

[Télécharger le document](#)

Ministère de l'Économie, des Finances

et de la Souveraineté industrielle et numérique

« Le rachat de titres de la dette publique par la Banque centrale européenne peut-il être assimilé à de la création monétaire ? », *Faciléco*.



## Annexe

### Écritures monétaires simplifiées

#### [détails]

L'objectif est de rendre compte des positions principales aux bilans de la banque centrale, des banques commerciales et des autres acteurs économiques, pris dans leur globalité. Il s'agit de mettre en évidence les flux monétaires, notamment l'augmentation des dépôts des autres acteurs économiques, qu'ils soient ou non résidents, ce qui correspond à un accroissement de la monnaie commerciale.

Plusieurs cas sont à distinguer, de l'émission du titre à son remboursement, selon que l'émetteur de la dette est public ou privé (dans le second cas, cela peut être une entreprise non financière ou une banque). Pour mémoire, si les titres de dettes publiques constituent l'essentiel des portefeuilles monétaires, le cas des dettes bancaires et d'entreprises mérite d'être traité. À titre d'exemple, au 31 décembre 2022, l'Eurosystème détient un portefeuille de dettes bancaires de 308 milliards d'euros et un portefeuille de dettes d'entreprises de 390 milliards d'euros.

Dans les tableaux ci-après, A1 (cas d'un émetteur privé non bancaire) et A2 (cas d'un émetteur bancaire), les soldes intermédiaires de création monétaire (sous-total ❶ à ❸, puis sous-total ❶ à ❷, et total à somme nulle) sont tous identiques à ceux du tableau 2 (en corps d'article *supra*). Il apparaît ainsi que **les mécanismes de création monétaire, de l'émission d'un titre de dette à son remboursement, sont identiques, que l'émetteur de la dette soit public ou privé.**

Le tableau A3 traite un dernier cas : celui où l'émetteur du titre acheté par la banque centrale fait défaut, c'est-à-dire lorsque le titre n'est pas remboursé à son échéance. Il apparaît alors que la création monétaire temporaire, qui intervient durant la détention d'un titre par la banque centrale jusqu'à son remboursement dans les trois exemples précédents, devient perpétuelle.



### Cas de l'émission d'un titre privé, de son rachat sur le marché secondaire par une banque centrale, jusqu'à son remboursement

#### TA1 Écritures comptables monétaires simplifiées de l'émission d'un titre privé par un acteur économique non bancaire, de son rachat sur le marché secondaire par une banque centrale, jusqu'à son remboursement

##### Parties doubles comptables :

- les réserves monétaires bancaires (r), comptes courants des banques commerciales dans les livres de leur banque centrale, figurent au passif de la banque centrale et à l'actif des banques ;
- les dépôts bancaires, au passif des banques commerciales, constituent un actif au bilan de l'émetteur du titre (d1) et des autres acteurs économiques (d2) ;
- le compte du Trésor n'est pas mouvementé.

##### Création monétaire :

- [en bleu] la création/destruction de monnaie centrale (réserves monétaires des banques et compte courant du Trésor), enregistrée au passif de la banque centrale ;
- [en orange] la création/destruction de la monnaie en circulation, mesurée par les dépôts des autres acteurs économiques, résidents ou non, dans les banques commerciales.

Acteur ▶		Émetteur privé non bancaire		Banque centrale			Banques commerciales			Autres acteurs économiques <sup>a)</sup>	
		Actif	Passif	Actif	Passif		Actif	Passif		Actif	
Poste au bilan ▶		Dépôts bancaires	Passif obligataire	Titres	Compte du Trésor	Réserves monétaires des banques	Titres	Réserves monétaires des banques	Dépôts bancaires	Titres	Dépôts bancaires
Action ▼		(d1)			(t)	(r)		(r)	(d1) + (d2)		(d2)
Émission du titre de dette	1	+ M	+ T				+ T		+ M		
	2						- T		- M	+ T	- M
	3	- M							- M + M		+ M
	▶	0	+ T	0	0	0	0	0	0	+ T	0
Achat du titre par la banque centrale	4						+ T		+ M	- T	+ M
	5			+ T		+ M	- T	+ M			
	▶	0	+ T	+ T	0	+ M	0	+ M	+ M	0	+ M
Remboursement du titre	6	+ M							+ M - M		- M
	7	- M	- T	- T		- M		- M	- M		
	▶	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

a) Résidents ou non.



TA2 Écritures comptables monétaires simplifiées de l'émission d'un titre privé par un acteur économique bancaire, de son rachat sur le marché secondaire par une banque centrale, jusqu'à son remboursement

Acteur ▶		Émetteur bancaire		Banque centrale			Autres banques commerciales			Autres acteurs économiques <sup>a)</sup>	
		Actif	Passif	Actif	Passif		Actif	Passif		Actif	
Poste au bilan ▶		Réserves monétaires	Passif obligataire	Titres	Compte du Trésor	Réserves monétaires des banques	Titres	Réserves monétaires des banques	Dépôts bancaires	Titres	Dépôts bancaires
Action ▼		(r1)			(t)	(r1) + (r2)		(r2)	(d)		(d)
Émission du titre de dette	1 Une banque émet un titre de dette privé et une autre banque achète ce titre	+ M	+ T			+ M - M	+ T	- M			
	2 Un acteur économique non bancaire rachète ce titre						- T		- M	+ T	- M
	3 L'émetteur utilise l'argent emprunté	- M						+ M	+ M		+ M
	➡ Sous-total 1 à 3	0	+ T	0	0	0	0	0	0	+ T	0
Achat du titre par la banque centrale	4 Une banque rachète le titre sur le marché secondaire						+ T		+ M	- T	+ M
	5 La banque centrale rachète le titre à la banque			+ T		+ M	- T	+ M			
	➡ Sous-total 1 à 5	0	+ T	+ T	0	+ M	0	+ M	+ M	0	+ M
Remboursement du titre	6 L'émetteur dégage des recettes	+ M				+ M - M		- M	- M		- M
	7 L'émetteur rembourse le titre	- M	- T	- T		- M					
	➡ Total	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

a) Résidents ou non.

Note 1 : Il est implicite que le titre est libellé dans la même devise que celle émise par la banque centrale. T représente le titre de dette privée et M sa contrepartie monétaire : donc T est égal à M. En négligeant les intérêts et variations de prix intermédiaires entre l'émission et le remboursement, les flux à l'actif et au passif de chaque acteur sont bien à somme nulle.

Note 2 : Les banques centrales peuvent acheter les titres émis par les entreprises ou les banques directement à l'émission (marché primaire). Dans ce cas les étapes 1 et 5 sont fusionnées, et les étapes 2 et 4 sont supprimées, sans remettre en cause l'équilibre général du cycle de vie du titre.



## Cas du non-remboursement des titres de dette détenus par la banque centrale : la création monétaire devient perpétuelle

En reprenant le cycle de vie de l'émission du titre jusqu'à l'achat de ce titre par la banque centrale (cf. étapes ① à ⑤ des tableaux précédents), l'étape ⑧ dans le tableau ci-dessous interviendrait en substitution du processus de remboursement (cf. étapes précédentes ⑥ et ⑦). Cette étape ne donnerait lieu à aucun flux monétaire.

À l'issue du non-remboursement, la monnaie injectée lors de l'achat des titres, qu'il s'agisse de la monnaie centrale (désignée en bleu dans le tableau) ou de la monnaie commerciale (en orange) est pérennisée.

Ce mécanisme est le même quel que soit l'émetteur défaillant, que le titre soit émis par l'État, une banque ou encore un autre acteur privé.

### TA3 Écritures comptables monétaires simplifiées : scénario avec non-remboursement des titres de dette détenus par la banque centrale

Acteur ▶	Émetteur		Banque centrale			Banques commerciales			Autres acteurs économiques <sup>a)</sup>	
	Actif	Passif	Actif	Passif		Actif	Passif		Actif	
Poste au bilan ▶	Compte courant	Passif obligataire	Titres	Compte du Trésor	Réserves monétaires des banques	Titres	Réserves monétaires des banques	Dépôts bancaires	Titres	Dépôts bancaires
Action ▼				(t)	(r)		(r)	(d)		(d)
► Sous-total ① à ⑤	0	+ T	+ T	0	+ M	0	+ M	+ M	0	+ M
⑧ Le titre de dette n'est pas remboursé		- T	- T							
► Total	0	0	0	0	+ M	0	+ M	+ M	0	+ M

a) Résidents ou non.

#### Éditeur

Banque de France

#### Directeur de la publication

Claude Piot

#### Rédaction en chef

Corinne Dauchy

#### Secrétaires de rédaction

Didier Névonnic

Nelly Noulin

#### Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

