

Le financement de l'économie

La monnaie est l'ensemble des moyens de paiement directement utilisables par les agents pour régler des transactions sur le marché des biens et services et pour éteindre des dettes à l'intérieur d'un espace donné.

I- Monnaie et création monétaire :

A) Qu'est-ce que la monnaie ?

1- Depuis Aristote, il est usuel d'attribuer à la monnaie 3 fonctions :

- Une fonction d'unité de compte¹
- Une fonction d'intermédiaire des échanges²
- Une fonction de réserve de valeur³. Un individu peut certes conserver sa richesse sous d'autres formes de la monnaie comme des actifs réels (*tableaux, appartements*) ou des actifs financiers (*obligations,...*). Mais la détention de monnaie présente 2 avantages :
 - La monnaie dispose d'un « pouvoir libératoire absolu » (Hicks), alors que l'individu qui détient sa richesse sous forme de tableaux doit d'abord les vendre pour acheter autre chose
 - La monnaie est un « actif sans risques » (Tobin), alors que l'individu qui investit dans des actifs réels ou financiers peut voir leur valeur s'effondrer

2- La monnaie peut revêtir plusieurs formes, lesquelles ont évolué au cours de l'Histoire :

- Autrefois, la monnaie (*pièces d'or et d'argent*) avait une valeur intrinsèque
- Aujourd'hui, les agents non-financiers disposent de 2 instruments de paiement :
 - La monnaie fiduciaire :
 - o Le billet⁴, qui repose sur la confiance (*fiducia*) car sa valeur intrinsèque est bien inférieure à sa valeur faciale
 - o Les pièces (*monnaie divisionnaire*), dont la valeur intrinsèque est également très inférieure à sa valeur faciale
 - La monnaie scripturale⁵ : monnaie de banque qui circule entre les agents au moyen de chèques, de cartes bancaires, de virements

3- La masse monétaire est appréhendée au travers des agrégats monétaires :

a) Les agrégats monétaires :

Les autorités monétaires ont besoin de connaître à tout moment la quantité totale de monnaie disponible (*appelée masse monétaire*⁶) dans le pays, afin de pouvoir mettre en place

¹ La monnaie permet d'exprimer en une seule et même unité tous les biens et services échangés

² Alors qu'en économie de troc, un individu X désirant d'acheter un mouton en vendant ses poules doit nécessairement trouver un individu Y désirant d'acheter des poules en vendant son mouton (*double coïncidence des désirs*), en économie monétaire, l'individu X achète le mouton à Y contre de la monnaie, laquelle lui permettra d'acheter ses poules.

³ La monnaie permet de reporter à plus tard des décisions d'achats ou d'investissement.

⁴ Il dispose du cours légal dans la mesure où il ne peut pas être refusé comme moyen de paiement. Depuis 1914, sa nature fiduciaire s'est accentuée car il n'est désormais plus convertible en or ou en argent.

⁵ Constitué par l'ensemble des dépôts à vue auprès des intermédiaires financiers

⁶ Ensemble des moyens de paiement mis à la disposition des agents non-financiers pour effectuer des transactions sur biens et services

des politiques monétaires quand elles s'avèrent nécessaires (*lutte contre l'inflation, ou la déflation*).

La masse monétaire est mesurée par les **agrégats monétaires**, en fonction du **degré de liquidité**⁷, et ceux-ci s'emboîtent les uns dans les autres :

- **M1** regroupe les disponibilités monétaires (billets, pièces, **dépôts à vue**⁸)
- **M2** regroupe M1 auquel sont ajoutés les **placements à vue**⁹
- **M3** regroupe M2 auquel sont ajoutés les **placements à terme**¹⁰, les dépôts en devise détenus par les agents non-financiers résidents, les titres de créance négociables gérés par les établissements de crédit, les **OPCVM**¹¹ de court terme

Au début du **XX^e**, **Wicksell** distingue deux taux. Tout d'abord, le taux d'intérêt réel/naturel qui renvoie à une logique économique (*choix individuels d'épargner et d'emprunter ; cadre néoclassique*), et qui est invisible : il correspond à un équilibre virtuel, les individus ne le connaissent pas. Enfin, un taux d'intérêt monétaire (*quantité de monnaie disponible dans l'économie*), connu par les acteurs, à partir duquel ceux-là prennent leurs décisions (*si je décide d'épargner, c'est d'abord au regard de l'intérêt monétaire*). Si les deux taux sont équivalents, tout va bien. Mais un écart entre les deux taux d'intérêt aura des impacts sur le niveau de l'activité : si le taux d'intérêt monétaire ne correspond pas au taux d'intérêt réel, alors il y aura des déséquilibres. Si le taux d'intérêt monétaire est supérieur au taux d'intérêt réel, il y aura une insuffisance de l'investissement ; et, à l'inverse, si le taux d'intérêt monétaire est inférieur au taux d'intérêt réel, il y aura excès d'emprunt et surinvestissement.

4- Une histoire et le rôle de la monnaie :

La monnaie a un rôle politique important. **Benjamin Cohen** considère que la monnaie est un pouvoir d'achat, ainsi ce pouvoir implique une notion politique. La monnaie n'est pas neutre : « *au niveau politique, la monnaie est tout sauf neutre* ». Le moteur de l'histoire de la monnaie serait une lutte pour en devenir le maître. **Aglietta et Orléan** considèrent quant à eux que la monnaie est une institution fondatrice de la société marchande et est source de lien social (*La monnaie entre violence et confiance*, 2002).

Dans les 1790s, il faut financer les guerres contre la France, il y a énormément d'inflation (*très forte impression de billets*). L'Etat anglais suspend la convertibilité des billets avec l'or et l'argent, on parle de court forcé (*pour forcer la circulation des billets*). Est alors voté en 1797 le Bank Restriction Act. *La controverse bullioniste de 1797 à 1821* oppose les bullionistes (**Ricardo**, *il faut autant de billets en circulation que d'or dans les caisses*) qui soutiennent la thèse quantitative (*l'inflation provient de la surémission de billets par-rapport à l'or*) et les anti-bullionistes pour qui l'inflation n'est pas liée à la quantité de monnaie. Selon ces

⁷ Actif qui peut être transformé en moyen de paiement sans délais et sans risque de perte en capital (*ex : comptes courants, livret A, PEL, dépôts à termes et bons, bons du Trésor, BMTN, BT, ..*)

⁸ Somme d'argent déposée sur un compte, généralement non rémunéré, et que le déposant peut retirer aisément. Ils font partie de l'agrégat M1 car ils sont immédiatement mobilisables par chèque. Ex : le compte courant

⁹ (Aussi appelé « quasi-monnaie ») : par rapport à un dépôt à vue, un placement à vue rapporte un taux d'intérêt. L'agent peut également immédiatement retirer les sommes placées. Ex : livret A, plan épargne logement,...

¹⁰ A la différence d'un placement à vue, un placement à terme suppose que l'agent s'engage à ne pas retirer les sommes placées avant une certaine date. Son principe est de prêter une somme d'argent à une banque pendant une période définie, puis de récupérer cette somme avec une majoration d'intérêts.

¹¹ Un Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) est un portefeuille dont les fonds investis sont placés en valeurs mobilières ou autres instruments financiers

derniers, il ne faut pas gager la monnaie sur l'or car elle serait trop rare. L'étalon-or ou Gold Standard de 1821 marque le triomphe des bullionistes. La France va suivre la Grande-Bretagne avec réticence et adopte en 1803 le Franc Germinal (*système bimétallique avec un rapport or-argent de 15.5*). Néanmoins, ce rapport n'est plus valable en raison des découvertes de mines d'argent. *L'étalon-or sera mis en place en 1874.*

Créée en 1694, la Banque d'Angleterre se rend rapidement compte que la confiance est importante dans les échanges, elle crée alors un fond de réserve garantissant sa solvabilité. Les différents rois lui accordent des privilèges et elle obtient le monopole d'émission des billets. A la fin du XVIII^{ème}, elle remplit les fonctions d'une banque centrale. Par ailleurs, au XIX^{ème}, le débat bullioniste s'approfondit et nous interroge sur le rôle des banques dans l'économie. Le principe de parité – ou **currency principle** – est incarné par **Ricardo** et soutient que l'élément majeur pour une banque est la confiance. **La convertibilité des monnaies avec l'or doit être assurée à tout moment pour éviter les paniques.** Les économistes réfléchissent à la question du crédit bancaire, le crédit doit être séparé totalement de l'émission de monnaie : **« les dépôts font les crédits »**. Une banque ne peut accorder plus de crédit que ses dépôts. Néanmoins, la monnaie est rare donc le crédit aussi ce qui peut être un frein à l'économie. Ces thèses s'opposent au principe de banque – ou **banking principle** – défendu par **J.S. Mill** : il ne faudrait pas fixer de plafond à l'émission de billets. Il considère que **la monnaie doit être liée au dynamisme économique et non à une couverture en or préalable** : **« les crédits font les dépôts »**. Ce système est aujourd'hui généralisé et définit la banque moderne, la quantité de monnaie en circulation doit être le reflet du dynamisme économique. *Le currency principle gagnera en 1844 et devient une obligation légale : c'est le Bank Charter Act*, ou loi de Robert Peel.

La loi de Goodhart suppose que pour échapper à la réglementation, les banques vont inventer de nouveaux moyens de paiement : la monnaie scripturale. Même la banque d'Angleterre enfreint la règle de parité, les dirigeants devaient présenter leurs excuses face au Parlement (*the bill of pardon*).

Si l'on considère que la création de monnaie dépend des réserves de la banque centrale (*les dépôts font les crédits*) et de la politique monétaire de la BC, alors on dit que cette monnaie est exogène. Sa création est extérieure à l'économie réelle. Au contraire, si on considère que c'est la demande réelle de monnaie et pas la volonté de la banque centrale, alors la monnaie est endogène car elle est au cœur des relations économiques (*Banking Principle et Keynes/Schumpeter*).

Dans *Lombard Street*, **William Bagehot** décrit les débuts de la City et le système bancaire britannique mis en place vers 1830. Les joint stock banks (*crédits à très court terme*) se développent, ainsi que les colonial banks (*long terme dans les colonies*) et les foreign banks (*investir à l'étranger, France, Russie, etc.*). Le développement des merchant banks facilite le commerce international car les banques se concentrent progressivement et le big five des JSB domine le marché (*Barclays, Lloyds, etc.*). A la tête de la Deutsche Bank, **Georg Von Siemens** aura l'idée de contribuer à l'industrialisation de l'Allemagne en finançant des projets industriels. La WWI a coûté 150 milliards de francs (*3 fois le PIB de 1913*) et les prévisions étaient de 15/20 milliards.

B) La création monétaire consiste à monétiser des actifs auprès d'agents non-financiers :

1- Lorsqu'une banque accorde un crédit, elle crée par-là même de la monnaie :

Lorsque la banque accorde un prêt à un client X, elle n'utilise aucune ressource préalable : elle **crée de la monnaie**. Lorsque l'agent X rembourse le crédit qui lui a été octroyé, il y a **destruction de monnaie**.

2- La création monétaire est le fait de la Banque Centrale et des banques de second rang :

Le système bancaire est structuré en 3 niveaux hiérarchiques. Au premier rang, on trouve la **Banque Centrale**, qui est la banque des banques et l'institut d'émission de la monnaie fiduciaire. Au second rang se trouvent les **banques commerciales** (*Crédit lyonnais, BNP, Crédit agricole,..*) qui créent chacune de la monnaie scripturale. Au troisième rang se trouvent les **agents non-financiers** (*ménages, entreprises*) qui n'entretiennent de relations directes qu'avec la banque de second rang de leur choix.

a) Les banques commerciales créent de la monnaie scripturale à l'occasion de 3 types d'opération :

- Lorsqu'elles octroient des crédits aux **agents non-financiers** : elles acquièrent en contrepartie des titres de **créance sur l'économie**¹²
- Lorsqu'elles accordent un crédit au **Trésor public**¹³ : elles acquièrent en contrepartie des créances sur le Trésor, en obtenant des **bons du Trésor**¹⁴
- Lorsqu'elles créditent le compte d'un **agent**, en échange de devises : elles acquièrent alors une **créance sur l'extérieur**¹⁵

b) La Banque Centrale crée de la monnaie à l'occasion de 3 types d'opérations :

- Lorsque le Trésor éprouve des difficultés de trésorerie, la BC lui vient en aide en créditant son compte courant : elle acquiert en contrepartie un titre de créance appelé « **concours au Trésor** »
- Lorsque les banques de 2nd rang ont besoin de monnaie pour faire face aux retraits de leurs clients et pour reconstituer leurs réserves : elles cèdent alors des **titres** à la BC, laquelle crédite leur compte en monnaie centrale scripturale et leur procure des billets
- Lorsqu'elle acquiert des **devises** (*excédent de la balance commerciale*), la BC procède à une création monétaire

3- Le processus de création de monnaie scripturale n'est toutefois pas illimité :

Chaque banque de 2nd rang émet sa propre monnaie de banque, qui n'est pas directement convertible en celle d'une autre. Pour effectuer les règlements entre elles, chacune doit donc **disposer d'un compte auprès de la BC**, qui s'occupe d'effectuer les opérations de **compensation**.

Par ailleurs, chaque fois qu'une banque de 2nd rang accorde un crédit, elle doit constituer des réserves en monnaie centrale auprès de la BC : plus celui-ci est élevé, plus cela incite les banques de 2nd rang à restreindre l'octroi de crédits. En jouant sur le **taux de réserves obligatoires**, la BC peut donc **contrôler indirectement la création monétaire**.

Enfin, les banques de 2nd rang ne créent de la monnaie scripturale que si elles sont assurées de pouvoir se procurer également de la monnaie Banque Centrale. En effet, si une banque A accorde un crédit de 10 000€ à l'agent X mais que celui-ci veut détenir 10% de la

¹² Supposons qu'une entreprise X accorde un délai de paiement à son client Y. Elle détient alors une reconnaissance de dette (*sous la forme d'un effet de commerce*). Mais si l'entreprise X souhaite disposer immédiatement de la somme due, elle peut faire escompter l'effet de commerce auprès de sa banque. Celle-ci acquiert alors l'effet de commerce et crédite le compte de l'entreprise X : elle crée donc de la monnaie, et dispose à présent d'une créance sur l'agent Y. Le paiement de la dette par l'agent Y se traduit par une destruction monétaire.

¹³ Ensemble des moyens financiers dont dispose un État. L'expression désigne également l'administration chargée de gérer ces ressources, dans la plupart des pays un service de l'État rattaché au ministère des Finances.

¹⁴ Titre de créance représentatif d'un emprunt dont l'émetteur est un État. Le fait de détenir un bon du Trésor rend alors son propriétaire créancier de l'Etat. De son côté, l'Etat s'engage à le rembourser à une échéance déterminée et à lui verser un intérêt

¹⁵ Soit un producteur français X qui exporte aux USA et qui reçoit des dollars. Dans la mesure où le dollar n'a pas cours légal en France, le producteur X demande à sa banque de convertir les dollars en euros, au taux de change en vigueur : la banque crée alors de la monnaie scripturale, en créditant son compte en euros, et acquiert en contrepartie une créance sur les USA.

somme en billets, la banque A, ne disposant pas du pouvoir d'émettre de la monnaie fiduciaire, doit procéder à un retrait sur son compte auprès de la BC. Cette monnaie s'appelle **base monétaire**¹⁶. C'est cette base monétaire qui détermine la masse monétaire : plus elle est importante, plus la création monétaire peut être forte. Cette relation est appréhendée par le **multiplicateur de crédit**¹⁷.

II- Les théories monétaires :

La thèse « *réaliste* » dit que la valeur de la monnaie se fonde sur des éléments concrets : sur les métaux précieux et dans l'articulation entre quantité de monnaie et quantité de métal précieux liée à cette monnaie.

La thèse « *nominaliste* » dit que la monnaie est fondamentalement un signe, elle se distingue d'une réalité matérielle, donc sa valeur se fonde sur des éléments immatériels et symboliques.

A) Pourquoi les agents expriment-ils une demande de monnaie ?

1- Chez les classiques et les néoclassiques, les agents demandent de la monnaie pour effectuer des transactions :

Déjà chez les classiques, notamment J.B Say et Ricardo, la monnaie remplit les fonctions **d'unité de compte** et **d'intermédiaire des échanges**, mais ne constitue pas en tant que telle une **réserve de valeur**. En effet, pour eux, la monnaie doit **circuler rapidement**. De même, comme le montre Walras dans *Théorie de la monnaie* (1883), les agents demandent de la monnaie pour **faire des transactions**.

Selon l'équation de Cambridge, développée par Marshall ($Md = kPY$) la demande de monnaie est une fonction croissante du revenu, une fonction croissante du niveau général des prix, mais une fonction décroissante de la vitesse de circulation de la monnaie. Dans la logique NC, le **taux d'intérêt n'influe pas** sur l'arbitrage entre détention de monnaie et placements financiers (*pas de préférence pour la liquidité*).

2- Mais chez Keynes, les agents peuvent souhaiter détenir de la monnaie pour elle-même (thésaurisation) :

Keynes distingue trois motifs de demande de monnaie : transaction, précaution et liquidité.

a) La demande de monnaie chez Keynes :

Les agents demandent de la monnaie pour 3 motifs : **motif de revenu**, **d'entreprise** et **précaution**. Pour Keynes, comme pour les classiques, plus le niveau de revenu est élevé, plus la demande de monnaie est importante.

Mais Keynes va plus loin que les classiques en établissant que la demande de monnaie dépend également du **taux d'intérêt**, au travers du **motif de spéculation** : la demande de monnaie est une fonction décroissante du taux d'intérêt. Ainsi, si l'agent anticipe une hausse du taux d'intérêt, il **thésaurise** ; à l'inverse, s'il anticipe une baisse du taux d'intérêt, il place totalement son **épargne** et la demande de monnaie de spéculation devient nulle.

Il existe donc un arbitrage entre monnaie et titres (*actifs financiers*) en fonction des anticipations des taux d'intérêts : les agents effectuent un choix entre la détention de monnaie (*qui ne rapporte rien*) et la **détention de titres** qui rapportent un intérêt mais avec un

¹⁶ (Ou « monnaie Banque centrale ») : ensemble des avoirs des banques commerciales en monnaie centrale ainsi que des billets en circulation.

¹⁷ Indicateur mesurant le phénomène par lequel les établissements de crédit peuvent distribuer des crédits qu'ils ne reçoivent de dépôts de par leur pouvoir de création monétaire. Le multiplicateur de crédit met plus précisément en relation la masse monétaire et le montant des billets et pièces en circulation.

risque de moins-value. La situation de **trappe à liquidité** (Robertson) apparaît lorsque le taux d'intérêt effectif se rapproche du taux d'intérêt minimal (*environ 2% pour Keynes*) : à ce moment-là, le taux d'intérêt effectif est si faible qu'il ne peut plus baisser, le cours des titres est donc maximal, et les agents ont majoritairement tendance à vendre (*spéculation*).

b) Les spécificités de la fonction de demande de monnaie chez Keynes par rapport à celle des classiques :

- Idée inexistante chez les classiques, les agents dans la théorie de Keynes peuvent détenir de la monnaie pour elle-même (*thésaurisation*), auquel cas il s'agit d'une **demande d'encaisses oisives**.
- Alors que chez les classiques le taux d'intérêt est la **récompense de la renonciation à la consommation**, chez Keynes il est le **prix de la renonciation à la liquidité**.
- Keynes introduit la **théorie des choix** : l'agent a le choix, en fonction du taux d'intérêt, entre détenir de la monnaie de spéculation ou d'effectuer des placements financiers.

3- Dans ce débat entre classiques et keynésiens sur la demande de monnaie, Friedman occupe une place paradoxale en reprenant l'idée d'arbitrage entre actifs chère à Keynes tout en renouant avec la théorie quantitative :

Pour Friedman, la demande de monnaie dépend de 3 variables :

- le **revenu permanent**¹⁸ : la demande de monnaie est une fonction croissante du revenu permanent
- le **taux d'intérêt** (*même raisonnement que Keynes*)
- le **niveau général des prix**

B) Quelle est l'influence de la monnaie sur l'activité économique ?

1- La thèse de l'inflation s'inscrit dans une longue tradition, qui va de Bodin à la NMC :

Dès le **16^e siècle**, Jean Bodin, dans *Réponse aux paradoxes de M. de Malestroit touchant l'enchérissement de toute chose* (1568) développe l'idée selon laquelle la hausse du **niveau général des prix** s'explique par une augmentation de la **masse monétaire**. En effet, selon lui, la grande inflation du **16^e siècle** (*appelée la Révolution des prix*) s'expliquerait par l'afflux de métaux précieux en provenance du Nouveau Monde. C'est la première pierre posée à la **théorie quantitative de la monnaie**¹⁹. Aux **17^e et 18^e siècles**, Locke, Hume et Cantillon prolongeront cette intuition.

Au **19^e siècle**, Ricardo développe cette théorie dans *Principes de l'économie politique et de l'impôt* (1817). Pour lui, la variation de la quantité de monnaie en circulation ne modifie pas les **prix relatifs** mais le **niveau général des prix** : l'inflation (*cad la hausse du niveau général des prix*) provient donc d'une croissance de la masse monétaire supérieure à la production. J.S Mill prolonge et nuance ce raisonnement dans *Principes d'économie politique* (1848) en montrant que l'inflation n'est pas nécessairement proportionnelle à la croissance de la masse

¹⁸ (Friedman) : flux de revenu procuré par la richesse de l'individu (*actifs mobiliers, actifs immobiliers, capital humain*). Par ex, si un agent perçoit un salaire et dispose d'un appartement qu'il loue, son revenu permanent est composé de son salaire et du loyer qu'il reçoit.

¹⁹ Théorie quantitative de la monnaie (*également appelée « théorie dichotomique » car la sphère réelle est indépendante de la sphère monétaire, ou encore « théorie de la monnaie neutre »*) : développée dès le **16^e siècle** par Jean Bodin. Dire que la monnaie est neutre signifie qu'une variation de celle-ci n'affecte en rien le PIB (*sphère réelle*) mais uniquement le niveau des prix, donc l'inflation (*sphère monétaire*). A ce niveau on peut dire que la monnaie et l'activité économique sont indépendants ou qu'il existe une dichotomie entre sphère monétaire et sphère réelle. La monnaie n'affecte donc pas ce qu'il y a de plus important, à savoir les prix relatifs, mais uniquement le niveau général des prix : elle est donc neutre.

monétaire : en effet, le montant de monnaie supplémentaire n'est pas nécessairement dépensé car il peut être épargné.

La théorie quantitative de la monnaie est reprise par les NC Fisher et Pigou. Fisher énonce son équation des échanges ($MV = PT$) dans *Le pouvoir d'achat de la monnaie* (1911) : elle signifie que si la masse monétaire augmente, le niveau général des prix (l'inflation) croît dans des proportions identiques. Pigou quant à lui explique l'inflation par le comportement des individus, qui souhaitent en permanence détenir une certaine encaisse réelle²⁰.

Face à la position de Friedman, qui reconnaît une influence de la monnaie sur les variables réelles à court terme (*théorie des anticipations adaptatives*), la NMC, et notamment Lucas, retourne aux sources de la théorie quantitative en s'appuyant sur le concept d'*anticipations rationnelles* : si l'Etat mène une politique monétaire expansive (augmentation de la masse monétaire), les agents vont en anticiper les conséquences, si bien qu'elle se traduit uniquement par une accélération de l'inflation.

2- Dans l'optique keynésienne, la croissance de la masse monétaire influe à la fois sur les prix et sur les quantités :

Chez Keynes, puis dans les prolongements que feront Samuelson et Solow à partir de la *courbe de Phillips*, une relance monétaire se traduit soit par un effet quantité (hausse de la production) soit par un effet prix (inflation), selon le taux de chômage.

3- Friedman confirme la validité de la théorie quantitative sur le long terme mais la nie à court terme :

- **A court terme** : relation instable entre variation de la masse monétaire et variation de l'activité économique : les agents, qui procèdent par *anticipations adaptatives*, sont victimes de *l'illusion monétaire*²¹
- **A long terme** : relation stable entre monnaie et prix : tout accroissement de la masse monétaire se traduit par une hausse proportionnelle du niveau général des prix (*théorie quantitative*)

III- Objectifs et instruments de la politique monétaire :

A) La politique monétaire poursuit des objectifs finaux au travers d'objectifs intermédiaires :

1- La politique monétaire s'inscrit dans la poursuite des objectifs finaux du carré magique²² :

Pendant les 30G, l'objectif final de la politique monétaire dans les PDEM était la stimulation de l'activité économique : lorsque la conjoncture s'annonçait morose, la politique

²⁰ Encaisse réelle (Pigou) : les individus souhaitent détenir une encaisse réelle : si la masse monétaire augmente, l'encaisse effective est supérieure à l'encaisse désirée ; ils dépensent donc le supplément, ce qui entraîne une augmentation proportionnelle des prix (*l'agent retrouve le niveau d'encaisse réelle désiré*).

²¹ Comportement par lequel un agent économique confond une variation du niveau général des prix avec une variation des prix relatifs. Un agent est, par exemple, victime d'illusion monétaire s'il pense que seul son salaire a augmenté (*variation d'un prix relatif*) en cas de hausse générale des prix, c'est-à-dire d'inflation. L'illusion monétaire consiste donc à raisonner à partir des valeurs nominales de l'économie et non des valeurs réelles, c'est-à-dire des valeurs nominales corrigées des effets de l'inflation.

²² Carré magique : théorie élaborée par l'économiste keynésien Kaldor. Il s'agit d'une représentation graphique des quatre grands objectifs de la politique économique conjoncturelle d'un pays que sont :

- La croissance économique
- Le plein-emploi
- La stabilité des prix
- L'équilibre de la balance des paiements

monétaire expansive devait permettre une reprise de l'activité, au prix d'une inflation soutenue (modèle de l'économie d'endettement). A l'inverse, lorsque l'économie se retrouvait en situation de surchauffe, une politique monétaire restrictive était mise en place, au risque d'un ralentissement de l'économie (ex en France : plan de stabilisation Pinay-Rueff en 1958, plan Giscard d'Estaing en 1963, plans Barre en 1969 et 1976). On combattait ainsi l'inflation par le chômage, et réciproquement.

Mais depuis les 1980s, l'objectif final de la politique monétaire des pays de l'OCDE est la stabilité des prix : en effet, comme le mentionne l'article 105 du Traité de Maastricht (1992), « le système européen de banques centrales doit avoir pour mission première de maintenir la stabilité des prix ». Ainsi, en 1983 la France se lance dans des politiques monétaires restrictives pour combattre l'inflation et maintenir le franc au sein du SME²³.

2- Pour atteindre ces objectifs finaux, les autorités se fixent des objectifs intermédiaires :

Dans une logique keynésienne, une baisse des taux d'intérêts nominaux (objectif intermédiaire) doit permettre une reprise de l'activité économique (objectif final).

Dans une logique monétariste, une croissance de la masse monétaire égale au taux de croissance de l'économie réelle (règle des k% de Friedman, objectif intermédiaire) doit permettre d'éliminer toute inflation (objectif final)

Dans un contexte d'ouverture sur l'extérieur, la stabilité du taux de change (objectif intermédiaire) doit permettre de favoriser les exportations (s'il est faible) ou de ralentir l'inflation (s'il est fort).

B) Pour atteindre ses objectifs, la politique monétaire dispose de plusieurs instruments :

1- Le réescompte :

En dernier recours, les banques de 2nd rang peuvent vendre des créances à la Banque centrale, moyennant un taux de réescompte, et reçoivent en échange des liquidités. La Banque centrale peut donc agir sur la création monétaire : en augmentant le taux de réescompte, elle dissuade les banques de 2nd rang d'octroyer des crédits. Système relativement coûteux, il n'est aujourd'hui plus en vigueur dans les PDEM.

2- L'encadrement du crédit :

Il consiste à fixer une norme de crédits. Tout dépassement fait l'objet de sanctions (obligation pour la banque concernée de constituer des réserves supplémentaires à la BC à un taux dissuasif). Vivement critiqué, il n'est plus aujourd'hui utilisé dans les PDEM.

3- Le système des réserves obligatoires :

Chaque banque doit avoir en permanence une somme sur son compte à la Banque centrale, appelée réserves obligatoires, et celle-ci est proportionnelle aux dépôts. En jouant sur le taux de réserve obligatoire, actuellement de 1% dans la zone euro, la Banque centrale peut donc restreindre la création monétaire. Ce système est majoritairement adopté par les PDEM depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale.

4- Aujourd'hui, les BC interviennent principalement sur le marché monétaire par le biais des taux d'intérêts :

La BC intervient sur le marché monétaire²⁴ en vendant des titres contre de la monnaie centrale. En faisant cela, elle absorbe ainsi une partie des liquidités disponibles sur le marché, ce qui fait augmenter le taux d'intérêt à court terme, ce qui accroît le coût du refinancement

²³ Créé en 1979, il est le successeur du Serpent Monétaire Européen. Son but est de stabiliser les monnaies européennes, dans le cadre de l'instabilité monétaire des années 1975-1985.

²⁴ Lieu où s'échangent des titres de court terme des banques de 2nd rang contre de la monnaie Banque centrale

pour les banques de 2nd rang, qui accordent ainsi moins de crédit. Ce **taux d'intérêt directeur** est appelé « **taux de refinancement** » ou « **Refi** ». Pour encourager le crédit, la BC fait l'opération inverse.

Face à la menace d'une récession aux USA après l'explosion de la **bulle Internet**, la FED a par exemple diminué 12 fois son taux directeur (*le Fedfund*) entre **2001** et **2004**, lequel est passé de 6,5% à 1%. Mais la forte croissance américaine entre **2004** et **2007** a alimenté les craintes d'un retour à l'inflation, ce qui a poussé la FED à relever son taux directeur à 17 reprises, lequel atteint 5,25%.

Henri Bourguinat développe le processus des 3D concernant les banques : déréglementation (*remise en cause des règles freinant le développement de l'innovation financière*), décloisonnement (*suppression de barrière entre les différents compartiments sur les marchés financiers*) et la désintermédiation (*remise en cause du rôle central des banques et de l'endettement dans le financement ; les marchés prennent de plus en plus d'importance*).

Au début des **1970s**, **John Hicks** annonce le passage d'une économie d'endettement à une économie de fonds propres (*financements liés essentiellement au marché des actions*). Dans les **1980s**, **Mac Kinnon** et **Shaw** analysent le passage d'une « *répression financière* » des Etats (*atrophiant les marchés financiers par la réglementation*) à une « *libéralisation financière* ». Enfin, durant les **1990s**, **Ross Levine** distingue les systèmes « *orientés banque* » et les systèmes « *orientés marchés* », avec une vision assez linéaire d'un « *développement financier* » accordant une place plus large aux marchés (*il travaille sur la question de la libéralisation financière dans les pays du Tiers-monde : la place des marchés doit être de plus en plus importante, ils sont nécessaires au développement*).

En **1957**, **Markowitz** estime que les agents peuvent mettre en œuvre des stratégies de placement rationnelles en fonction de leur attitude face au risque, i.e. du rapport rendement/risque qu'ils privilégient. Complétée par **Merton**, l'analyse de **Black** et **Scholes** repose sur la possibilité de déterminer une équation déterminant la variation du prix des actions et donc d'en déduire la valeur théorique du prix d'une option, permettant d'acheter l'action à une date donnée.

L'article fondateur concernant les situations d'informations imparfaites sur les marchés financiers est attribué à **Stiglitz** et **Weiss** en **1980**. Il y a nécessairement des coûts de transaction que l'on doit engager pour obtenir de l'information, qui demeure en outre parfaite. Mais si on admet l'hypothèse d'efficacité des marchés alors aucun acteur rationnel n'engagera de coûts pour obtenir l'information : il n'a pas besoin de chercher une information. Donc, finalement, il n'y a plus d'informations. Si on considère la présence de coûts de transaction sur les marchés financiers (*ce qui est nécessaire pour les auteurs*), alors on ne peut accepter l'hypothèse d'efficacité des marchés.

IV- L'efficacité de la politique monétaire :

A) Dans l'optique keynésienne, l'efficacité de la politique monétaire est soumise à conditions :

1- La politique monétaire appelle la politique budgétaire d'accompagnement :

La politique monétaire keynésienne utilise le **taux d'intérêt** afin d'arbitrer entre **inflation** et **chômage**. Il s'agit d'une politique monétaire dite **contra-cyclique**²⁵ : en situation de

²⁵ Consiste à stimuler l'économie lorsque celle-ci tend à ralentir, et à la freiner lorsqu'elle s'emballe

surchauffe, on mène une **politique monétaire restrictive**, et en situation de **hausse du chômage**, on mène une **politique monétaire expansionniste**.

Toutefois, à la différence de la politique budgétaire, la politique monétaire n'agit pas immédiatement sur l'activité. Son efficacité est conditionnée par plusieurs facteurs :

- L'accroissement de l'offre de monnaie doit conduire à une **baisse du taux d'intérêt**. Or, si l'économie est au départ dans une situation de **trappe à liquidité**²⁶, cela tombe à l'eau
- La baisse du taux d'intérêt doit conduire à une **reprise de l'investissement**. Or l'investissement dépend d'autres variables comme la **demande anticipée** : si l'entrepreneur la juge insuffisante, cela tombe à l'eau
- L'existence de capacités de production inutilisées et les comportements d'anticipation des salariés : le risque est que la relance monétaire parte en inflation

C'est pourquoi les keynésiens appréhendent la politique monétaire comme un **instrument d'accompagnement de la politique budgétaire** : c'est ce qu'on appelle la politique monétaire d'accompagnement, ou *policy mix*.

2- La politique budgétaire [bref rappel] :

La politique budgétaire consiste à utiliser le **budget de l'Etat** comme un instrument de régulation conjoncturel. Cela revient en pratique à accepter de la part de l'Etat un déficit budgétaire temporaire, résorbé ensuite par des recettes fiscales accrues. C'est le **mécanisme de rétroaction keynésien**. L'idée est **d'agir sur les dépenses et les recettes de l'Etat**. L'efficacité d'une telle politique est illustrée graphiquement par le **modèle IS-LM** de Hicks et Hansen.

- **Au niveau des dépenses**, l'idée est que l'Etat injecte des fonds supplémentaires dans l'économie, pour créer des effets en cascade grâce au **multiplicateur d'investissements**, au **multiplicateur de dépenses publiques** et au **multiplicateur fiscal**.
- **Au niveau des recettes**, l'idée est que l'Etat diminue le niveau de variables tels que les taux de TVA, le taux d'impôt sur les sociétés, afin de libérer un pouvoir d'achat supplémentaire et ainsi de relancer la consommation et l'investissement, donc l'emploi

Mais la relance budgétaire butte face à des « fuites » dans le système économique. D'une part, elle se heurte à **l'effet d'éviction**²⁷ dans le **modèle IS-LM**. Dès lorsqu'on raisonne en économie ouverte, toute injection supplémentaire de fonds de la part de l'Etat stimule les achats à l'étranger, ce qui grêle l'efficacité des multiplicateurs. La relance bloque ainsi sur la **contrainte extérieure**. Ce fut le cas en France en **1982** après la mise en place d'une politique de relance sous le gouvernement **Pierre Mauroy** : la relance a davantage favorisé les importations à l'étranger, si bien que les déficits commerciaux et budgétaires se sont creusés, et la monnaie s'est dépréciée. Pour limiter la dépréciation de la monnaie nationale qui résulte de cette relance, il faut alors susciter l'entrée de capitaux en augmentant les taux d'intérêt, ce qui pénalise l'investissement, et donc l'emploi.

B) L'efficacité de la politique monétaire est contestée par les monétaristes et la NMC :

1- Les monétaristes mettent l'accent sur 3 inconvénients de la politique monétaire :

La **politique monétaire expansionniste** se traduit inévitablement par une **accélération de l'inflation**. En effet, rappelons que pour **Friedman** la politique monétaire expansionniste peut affecter l'activité à court terme (*autrement dit les prix relatifs*) en créant **l'illusion monétaire**, mais à long terme elle entraîne l'inflation (*autrement dit la hausse du niveau général*

²⁶ **Robertson, 1926**. Cette situation intervient lorsque les taux d'intérêt sont déjà bas et que toute encaisse supplémentaire est conservée sous forme oisive. Ce fut le cas au Japon dans les **1990s**, les agents se constituant une épargne de précaution.

²⁷ **Friedman** a montré que l'augmentation des dépenses publiques évince d'un montant proportionnel les dépenses privées. Pour financer son déficit, l'Etat peut en effet augmenter les impôts, ce qui conduit à une réduction des investissements privés

des prix). La NMC radicalise ce point de vue : que ce soit à court ou à long terme, la politique monétaire expansionniste n'aboutit qu'à de **l'inflation**. Ces 2 critiques sont celles qui sont faites à la **courbe de Phillips**.

Selon **Friedman**, la politique monétaire se heurte au **problème des délais** : si les cycles d'activité sont courts et si les délais d'efficacité de la politique monétaire sont longs, alors une **politique monétaire contra-cyclique** risque de se révéler **pro-cyclique**, ce qui au final va accroître les fluctuations et déstabilisera ainsi encore plus l'économie. Prenons un exemple. Supposons qu'une économie connaisse des fluctuations régulières de l'activité : à une période t de croissance inflationniste succède une période $t+1$ de récession, avant que la croissance ne reparte en $t+2$. Si une politique monétaire expansive est mise en œuvre en $t+1$ pour lutter contre la récession et si le délai d'efficacité de la politique monétaire est d'une période, la politique expansive va agir en $t+2$, cad lorsque l'activité repart : elle va donc accentuer les tensions inflationnistes et accroître les fluctuations. Les délais d'efficacité de la politique monétaire sont de plusieurs ordres : il existe un laps de temps entre le moment où une économie entre en récession et le moment où l'on s'aperçoit du phénomène (**délai de reconnaissance**), entre le moment où la récession est identifiée et le moment où une action est décidée (**délai administratif**) et entre le moment où une mesure monétaire est prise et celui où elle commence à être répercutée par les banques de second rang (**délai intermédiaire**), et enfin le délai d'efficacité sur les objectifs finaux (**délai externe**).

Enfin, les monétaristes critiquent le choix du **taux d'intérêt nominal** comme objectif intermédiaire de la politique monétaire.

2- La politique monétaire doit poursuivre comme objectif intermédiaire la croissance de la masse monétaire au même niveau que celui de la croissance économique et comme objectif final la stabilité des prix :

Pour **Friedman**, la politique monétaire doit se fixer comme objectif intermédiaire une croissance de la masse monétaire égale au taux de croissance de la production (**règle du k%**), et laisser les taux d'intérêts fluctuer.

3- Une politique monétaire doit être irréversible et respecter la condition de cohérence intertemporelle des choix :

Si un gouvernement souhaite **casser l'inflation**, il faut, pour que les agents croient à la **désinflation** et modifient en conséquence leurs anticipations, que la décision gouvernementale soit **irréversible**, cad que le gouvernement ne retourne pas sa veste en revenant à une **politique expansionniste**. En effet, cette révision créerait un **effet de surprise** chez les agents, ce qui ferait perdre au gouvernement sa crédibilité pour le futur : en conséquence, les agents se mettront à anticiper une hausse des prix qui n'aura peut-être jamais lieu, ce qui **accélérerait l'inflation**, cad l'inverse de l'objectif recherché.

Pour éviter ce phénomène, les Banques centrales doivent être indépendantes du pouvoir politique, car celui-ci est parfois l'acteur de cet **effet pervers**, en relâchant par ex sa vigilance en matière monétaire à l'approche des élections (*cf l'École du Public Choice*).

C) L'ouverture sur l'extérieur rend plus complexe l'efficacité de la politique monétaire :

1- En situation de changes fixes, la politique monétaire de relance ne permet pas d'atteindre l'équilibre interne :

Le **modèle IS-LM-BP** proposé par **Mundell** et **Flemming** en **1962** nous montre qu'il n'existe pas, en changes fixes, de marge de manœuvre pour une politique monétaire discrétionnaire.

- Prenons un pays X, qui appartient à un régime de changes fixes et qui mène une politique monétaire expansive dans un contexte de capitaux peu mobiles. Cette politique conduit à une diminution du taux d'intérêt, qui entraîne une reprise de l'activité économique. Cette reprise se traduit alors par une hausse des importations : un déficit de la balance courante apparaît, ce qui génère une demande nette de devises pour payer les importations. Le taux de change de la monnaie du pays X tend donc à se déprécier sur le marché des changes. Afin d'éviter une telle dépréciation, la Banque centrale du pays X doit intervenir en vendant des devises : la masse monétaire diminue, ce qui entraîne une remontée des taux d'intérêt, et partant une contraction de l'activité.
- Si maintenant les capitaux sont internationalement mobiles ; la relance monétaire, en faisant baisser le taux d'intérêt, provoque alors une sortie massive de capitaux : il y a une forte demande de monnaie étrangère contre la monnaie du pays X. Le taux de change de la monnaie du pays X tend donc à se déprécier. La Banque centrale du pays X doit intervenir pour limiter la dépréciation : elle vend des devises, ce qui fait diminuer la masse monétaire, et même conclusion.

2- La politique monétaire en changes flottants est efficace :

En revanche, en situation de changes flexibles, la politique monétaire conjoncturelle conserve son efficacité, quel que soit le degré de mobilité des capitaux.

- Si les capitaux sont **immobiles**, la politique monétaire expansive se traduit par une baisse du taux d'intérêt, laquelle entraîne une reprise de l'activité et une hausse des importations ; un déficit extérieur apparaît qui déprécie le taux de change. La dépréciation du taux de change stimule les exportations et réduit les importations, ce qui constitue un second effet expansif
- Si les capitaux sont **mobiles**, la politique monétaire expansive conduit à une sortie de capitaux, puis à une dépréciation du change avec les exportations stimulées

3- La politique monétaire en situation de changes fixes-ajustables peut dépasser la contrainte de stabilité du change grâce à la dévaluation :

En situation de changes fixes mais ajustables, la politique monétaire peut s'affranchir de la contrainte de stabilité du change, par la **dévaluation**. Elle est censée se traduire par une augmentation des prix à l'importation (*détérioration des termes de l'échange*) et un effet volume sur les exportations. Il s'agit d'un effet de détournement (*switching*) de l'offre domestique vers le marché étranger et de la demande domestique vers le marché domestique. D'après les enseignements de Marshall, Lerner et Robinson, pour que cette dévaluation soit efficace, il faut que l'effet volume l'emporte sur l'effet de détérioration des termes de l'échange. Toutefois, si la dévaluation renchérit le prix des importations et diminue le prix des exportations immédiatement, l'effet volume quant à lui nécessite du temps ; ainsi, à court terme, la dévaluation risque d'aggraver le déficit commercial. C'est la **courbe en J**, qui illustre ce phénomène de délai. Il peut même concourir au cercle vicieux de la dévaluation : un pays dévalue en t pour résorber son déficit ; en $t+1$, le déficit s'accroît, du fait de l'effet prix, ce qui l'oblige à dévaluer de nouveau.

De plus, la dévaluation peut avoir des effets secondaires : en renchérissant le prix des importations, elle risque de créer de l'inflation importée ; de même, la stimulation des exportations peut créer des tensions au niveau interne, créant une inflation par la demande. En outre, elle s'inscrit dans une perspective de guerre commerciale : les pays partenaires peuvent réagir en dévaluant à leur tour (*ce fut le cas dans les 1930s*). De surcroît, la dévaluation peut entraîner un effet récessif dans le pays, car elle augmente le poids de la dette lorsque

celle-ci est libellée en monnaie étrangère (*ce fut le cas des PVD mais aussi en France en 1983*). Enfin, elle peut remettre en cause la crédibilité de la monnaie nationale à long terme : si un pays dévalue en t , les marchés financiers prendront en compte l'hypothèse d'une dévaluation possible aux périodes suivantes ; dans la crainte d'une nouvelle dévaluation, ils exigeront une prime de risque. Le pays, s'il veut attirer les capitaux en $t+1$, devra alors relever ses taux d'intérêts ; il en résulte une dépréciation de l'investissement national.

4- La solution peut être alors une politique de détente des taux d'intérêt par la coordination des politiques monétaires :

Une **baisse coordonnée des taux d'intérêt** permet d'éviter la situation d'asymétrie qui prévaut lors d'une relance isolée : en effet, si un pays diminue unilatéralement ses taux d'intérêt, il prend le risque de voir son inflation repartir et ses capitaux sortir du territoire, à la suite d'un différentiel de taux d'intérêt avec ses partenaires. En revanche, si les pays réduisent simultanément leurs taux d'intérêt dans les mêmes proportions, ce risque d'asymétrie disparaît. L'effet d'une baisse des taux est alors la reprise de l'activité économique dans chacun des pays. Mais à supposer que les pays aient collectivement avantage à une baisse coordonnée des taux d'intérêt, chaque pays pris individuellement est incité à laisser son partenaire prendre l'initiative. Pour sortir de ce dilemme du prisonnier et pour effectivement connaître un gain collectif en termes de croissance économique, une des solutions envisagées a donc été la **coordination des politiques monétaires au sein de l'Union européenne**.

Bruner fonde le mot « *monétarisme* » en 1968 en référence aux travaux de **Friedman**. L'offre de monnaie est exogène, la demande de monnaie est exprimée par les agents. La belle redevient une pin up, mais surtout une sorcière, avec le retour en force des libéraux et des ultralibéraux. Après la crise, au début des années 70, du système monétaire international et la fin du système de changes fixes fondé sur l'étalon-dollar, les deux chocs pétroliers (1973-1974 et 1979-1980) auront raison de l'interventionnisme keynésien, balayé en quelques années à la fois théoriquement et politiquement. Le monétarisme de Milton Friedman et de l'école de Chicago construit au niveau théorique bien avant □ met au centre de son analyse le danger de l'inflation en cas de politique monétaire expansionniste. Il ne faut pas créer, par les crédits, plus de monnaie que la croissance en volume de l'activité n'en a besoin, disent les monétaristes, sinon, gare au dérapage inflationniste. Friedman réinterprète la courbe de Phillips et montre que toute relance, même si elle peut être efficace à court terme, va déclencher de l'inflation. Comment? Quand l'Etat cherche à relancer la croissance avec une politique monétaire expansionniste, les prix augmentent et entraînent les salaires à leur suite, ce qui incite certains chômeurs (réputés chômeurs volontaires) à vouloir travailler. Si le chômage baisse en cas de hausse des salaires, c'est tout simplement parce que les salariés sont soumis à l'illusion monétaire: ils ne voient pas que l'augmentation des salaires est rongée par l'inflation. Ceux qui ne voulaient pas travailler au taux de salaire courant offrent maintenant leur travail, et le chômage volontaire baisse. Cependant, ils comprennent au bout d'un moment leur erreur: myopes, mais pas aveugles, lorsqu'ils voient l'inflation, ils se remettent au chômage volontaire. L'État a donc réussi, pendant un moment, à faire baisser le chômage par une politique monétaire; à court terme, la monnaie n'est donc plus neutre. A moyen terme, cependant, quand les salariés s'aperçoivent de leur erreur, la monnaie est de nouveau neutre, sauf qu'elle est très nocive, car elle a lancé l'inflation. La nouvelle école classique, dont le représentant le plus connu est le jeune prix Nobel Robert

Lucas, radicalise encore la position de Friedman. Les anticipations ne sont plus adaptatives, mais rationnelles: tout le monde croit au modèle libéral et est capable de s'en servir en mobilisant toute l'information disponible. Si l'État annonce une création monétaire supérieure à la croissance en volume escomptée pour l'activité, tous les agents anticiperont de l'inflation, puisqu'ils savent que les politiques keynésiennes ne peuvent être qu'inefficaces. Nos chômeurs volontaires ne seront donc jamais trompés, le chômage ne sera même pas provisoirement en baisse. Les anticipations sont donc auto réalisatrices: toute politique monétaire sera sans effet sur les variables réelles, dont l'activité et le chômage, et n'entraînera dans l'immédiat que de l'inflation. La monnaie redevient "super neutre". Friedman est presque considéré comme un opportuniste keynésien! Dans ce cadre, les chômeurs statistiques ne sont que des chômeurs frictionnels, qui se sont mis en vacances dicit Lucas pour chercher un emploi mieux rémunéré. Ou même des chômeurs volontaires qui restent toujours en vacances, estimant que le taux de salaire offert sur le marché du travail est décidément trop bas pour eux, juste bon pour les goujats. Comme la politique monétaire assure un contrôle strict de la masse monétaire, les taux d'intérêt réels remontent, pour le plus grand bonheur des prêteurs □ des rentiers qui retrouvent la forme, n'étant plus du tout euthanasiés □ et de l'équilibre de la balance des paiements. Le chômage se règlera tout seul, pour peu qu'on flexibilise un marché du travail engorgé par les réglementations et dominé par les syndicats. Cela a marché dans certains pays, comme le Royaume-Uni et les États-Unis, où le taux de chômage, autour de 4%, est censé correspondre en fait au plein-emploi. Mais à quel coût social, diront les mauvaises langues, en soulignant la formidable croissance des inégalités et du nombre de *working poors*, les travailleurs pauvres.