

LA MONNAIE

« La monnaie, je ne sais plus très bien ce que c'est. »

(Alan Greenspan, directeur du *Federal Reserve System*, 2000)

MODULE 1. PARTIE 1. LES FONDEMENTS DE L'ÉCONOMIE

1. 1. 2. LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

LA MONNAIE

« La monnaie, je ne sais plus très bien ce que c'est. »

(Alan Greenspan, directeur du Federal Reserve System, 2000)

I. LES FORMES ET LES FONCTIONS DE LA MONNAIE

- A. Les formes de la monnaie
- B. Les fonctions de la monnaie
 - 1) L'approche fonctionnaliste : la monnaie, instrument de l'échange
 - 2) La monnaie : une institution qui influe sur les rapports sociaux

II. LA CRÉATION MONÉTAIRE

- A. L'essentiel de la monnaie est créé par les banques commerciales
- B. La banque centrale contrôle la quantité de monnaie en circulation
- C. Le contrôle de la masse monétaire

III. MONNAIE ACTIVE OU MONNAIE-VOILE ? LES CONTROVERSESES SUR L'INFLUENCE DE LA MONNAIE

- A. Le quantitativisme : la monnaie est neutre
- B. Keynes : la monnaie influence le niveau de l'activité économique
- C. Pour les nouveaux classiques, la monnaie est « superneutre »

IV. UNE BRÈVE HISTOIRE DES SYSTÈMES MONÉTAIRES

- A. L'étalon-or (1870-1914) : un système qui assure la stabilité
- B. L'entre-deux-guerres : un étalon de change-or
- C. Bretton Woods : un étalon or-dollar (1944-1971)
- D. Depuis 1976 : un régime de changes flottants

1

LES FORMES ET LES FONCTIONS DE LA MONNAIE



100000000000000 RESERVE BANK OF



AA3905431

LA MONNAIE : UNE RÉFÉRENCE COMMUNE

La monnaie joue un rôle essentiel dans les sociétés marchandes. **Elle est l'un des fondements de l'économie de marché.** Toutes les opérations économiques nous confrontent à l'usage de la monnaie. En tant qu'instrument de paiement, elle fait partie de l'expérience quotidienne de chaque individu. La détention de monnaie permet de participer aux échanges du marché, en cela elle est un **signe d'intégration de l'individu à la société. L'absence ou le manque d'argent est révélateur de l'exclusion.**

On trouve des traces très anciennes de l'usage de la monnaie, dont certaines très différentes des formes qui nous sont familières.

Définir la monnaie précisément est difficile : faut-il s'intéresser à la forme qu'elle revêt ? Aux services qu'elle rend ? Aux conditions de son efficacité ? À l'administration de sa création ?

Les signes monétaires contiennent une référence à un territoire, ils révèlent l'origine nationale du détenteur. L'usage d'un signe monétaire sur un territoire unifie le règlement des échanges. La monnaie est une référence commune et, en principe, stable ; en changer la valeur perturbe l'évaluation des objets et des services. D'emblée la monnaie est un objet social qui autorise tous les actes liés à la création de richesse et à l'échange.

1.1

LES FORMES DE LA MONNAIE

Si les formes de la monnaie ont évolué, il est difficile de dater son apparition et l'idée selon laquelle elle aurait succédé au troc ne fait plus l'unanimité. En effet, s'il est possible d'établir l'utilisation de pièces métalliques dès le VII^e siècle avant notre ère, on doit se souvenir que des formes de monnaie marchandise ont pu être utilisées bien avant cette période. Par ailleurs, si dans les mentalités collectives, le terme « monnaie » renvoie encore fréquemment aux pièces et billets, il est nécessaire de rappeler que la monnaie connaît aujourd'hui un processus de dématérialisation.



À la différence des billets de banque, les cartes bancaires et les chèques ne sont que des instruments permettant la circulation de la monnaie scripturale.

LA MONNAIE MARCHANDISE

Historiquement, **les monnaies servent de supports aux échanges de produits**, aussi n'est-il pas surprenant que des produits aient d'abord servi de monnaie. Pour remplir cette fonction, il suffit qu'ils soient résistants et suffisamment rares pour que leur abondance ne provoque pas une « hausse des prix ». Ces deux caractères en font alors une « réserve de valeur ». Les coquillages, le sel, le bétail ont pu ainsi servir de monnaie. Durant la 2^{ème} Guerre mondiale dans les camps de concentration, les cigarettes ont été utilisées comme monnaie (c'est encore vrai dans les prisons aujourd'hui) ce qui atteste le besoin d'un instrument de mesure de la valeur des biens échangés. Rapidement, l'or et l'argent se détachent des autres biens, selon Marx ils sont un « équivalent général », valeur d'échange avant d'être valeur d'usage.

Parmi les monnaies-marchandises, on peut mentionner les fèves de cacao des Aztèques, la morue à Terre-Neuve ou le sucre aux Indes orientales. Dans ces exemples, la monnaie possède une double nature, d'intermédiaire des échanges mais aussi utilitaire. En revanche, la « monnaie de plume » de l'île de Santa Cruz n'a pas de fonction utilitaire.

LA MONNAIE MÉTALLIQUE

On a d'abord pesé le métal puis on a fabriqué des unités de poids uniforme. La forme aplatie permet d'éviter de falsifier (« fourrer ») la monnaie. Au VII^e siècle av. J.-C. certains émetteurs de monnaie frappent des pièces à leur effigie, ce qui en garantit le poids et évite le pesage. Cette monnaie bénéficie dès lors de la confiance des utilisateurs.

Toutefois, certains souverains se livrent aussi à des manipulations monétaires en rognant la quantité de métal ou en dévaluant. Ils imposent le **cours légal**, qui oblige à accepter la monnaie à sa valeur faciale : celle-ci est augmentée (de fait, le poids d'or contenu est diminué) ce qui permet au souverain de s'acquitter de ses dettes à moindre coût...

Le roi **Philippe IV le Bel** (1285-1314) altéra ainsi la valeur de la monnaie : des pièces furent frappées, qui contenaient moins d'or et d'argent que les précédentes. Cela permit à la royauté de réduire sa dette ; le roi y gagna une réputation de « roi faux monnayeur » (ce qui est exagéré puisqu'il avait effectivement le privilège de battre monnaie).

➔ Aujourd'hui encore, l'inflation allège le poids de l'endettement.

La **monnaie métallique** a longtemps conservé une valeur intrinsèque (**monnaie étalon**) dans la mesure où elle était constituée de métaux précieux. Le bimétallisme (or et argent) a duré jusqu'au XIX^e siècle, pour céder la place au monométallisme-or.

NB. La monnaie métallique ne doit pas être confondue avec la « **monnaie divisionnaire** » : cette dernière est composée de pièces dont la valeur n'a pas de rapport avec la quantité de métal qu'elles contiennent.

LE RÔLE DE L'OR ET DE L'ARGENT DANS LA DÉFINITION DE LA MONNAIE

Dans l'histoire contemporaine des pays européens, l'or et l'argent jouent un rôle crucial, mais ce n'est pas sans contradictions.

Dans chaque nation, la valeur de la monnaie était définie par une convertibilité en métal. Pour faire circuler la monnaie dans un pays, il était possible de frapper librement des pièces au poids prescrit par la loi. L'avantage du système était qu'il permettait également une circulation externe : les États pouvaient régler le solde des échanges extérieurs en lingots de métal.

Aux XVII^e et XVIII^e siècles, les Britanniques définissent la valeur de leur monnaie relativement à un poids d'or et d'argent. La France, après la Révolution, adopte un système identique : le « franc Germinal », défini par la loi des 7 et 17 germinal an XI (28 mars et 7 avril 1803), représente 5 grammes d'argent au titre de 9/10, ou 322,58 milligrammes d'or au titre de 9/10. La loi indique simplement qu'il sera frappé une pièce de 1 franc pesant 5 grammes d'argent 9/10 et qu'il sera taillé 155 pièces de 20 francs par kilogramme d'or 9/10. Le rapport légal entre l'or et l'argent est fixé à 5000/322,58 soit 15,5 : **légalement, en France, l'or vaut quinze fois et demie plus que l'argent à poids égal.**

Jusqu'en 1900, les États américains définissent également leurs monnaies relativement aux deux métaux. **L'avantage d'un tel système est de faire reposer la confiance dans la monnaie sur une plus grande quantité de métal.** Ainsi, la circulation de pièces métalliques est plus importante au sein de l'économie. Les États-Unis adoptent le monométallisme or en 1900.

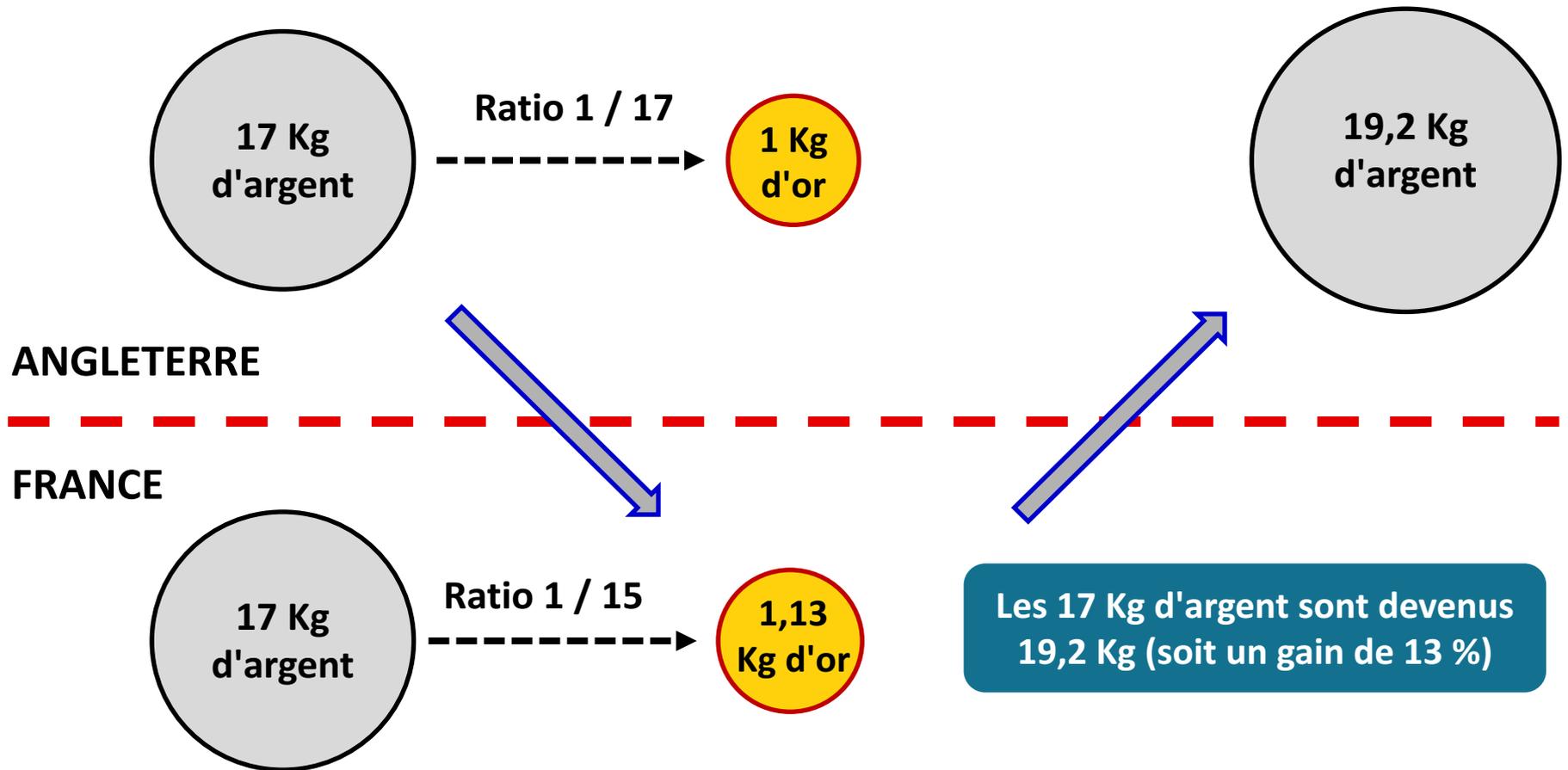
LA LOI DE GRESHAM : LA DIFFICULTÉ DES SYSTÈMES BIMÉTALLIQUES

Les systèmes monétaires bimétalliques dominent en Europe de l'Antiquité jusqu'au milieu du XIX^e siècle. Cependant, la coexistence de deux monnaies métalliques peut s'avérer source de difficultés.

En effet, lorsque deux signes monétaires sont utilisés simultanément, la parité or-argent est en pratique difficile à tenir, en raison de la fluctuation de la production minière des deux métaux. La monnaie la plus appréciée est alors thésaurisée (du latin *thesaurus* = trésor), ce qui signifie qu'elle est cachée, l'autre étant la seule utilisée pour les échanges. Ce que Thomas Gresham résume au XVI^e siècle dans la formule « **la mauvaise monnaie chasse la bonne** ».

En 1717, Isaac Newton est chargé de déterminer la parité or-argent en Angleterre. Il établit le ratio à 1/17 alors qu'il est de 1/15,5 en France. Cette différence est à l'origine de sorties de l'argent, sous-évalué en Angleterre (où il s'échange contre une quantité d'or plus faible qu'en France).

SYSTÈMES BIMÉTALLISTES ET SPÉCULATION



Le différentiel de ratio or / argent entre l'Angleterre et la France provoque la sortie du métal sous-valorisé (ici l'argent) : dans ce cas, c'est la bonne monnaie qui chasse la mauvaise.

LES SPÉCULATIONS LIÉES AU BIMÉTALLISME

À l'époque de Napoléon III (1852-1870), on observe dans le monde une légère dépréciation commerciale de l'or par rapport à l'argent : la découverte des mines d'or de Californie et d'Australie de 1848 à 1851 provoquent un afflux d'or. En France, alors que le rapport légal est toujours de 15,5, le rapport commercial n'est plus que de 15,03 en 1859. Tant que la différence entre les deux rapports reste faible, le système bimétallique fonctionne correctement. Dès que la différence augmente, des **difficultés à maintenir la parité entre les métaux apparaissent, en raison des possibilités de spéculation.**

LES BIENFAITS DU MONOMÉTALLISME-OR

Si cette spéculation était rendue possible, c'est en raison de la **décision anglaise d'adopter avant les autres pays le monométallisme-or**. Depuis 1816, la livre sterling était définie par un poids de 7,988 grammes d'or à 11/12. Les autres pays adopteront le monométallisme plus tardivement. Ainsi la France suspendra la libre frappe des pièces d'argent en 1878, tout en leur conservant leur pouvoir libératoire.

Aux États-Unis, le *Gold Standard Act* (1900) supprime toute référence à l'argent. Le dollar équivaut alors à 1,5 gramme d'or fin.

➔ La stabilité du système monétaire dépend de règles adéquates et, à mesure que les échanges internationaux progressent, d'une compatibilité entre les systèmes monétaires. À la fin du XIX^e siècle, l'étalon-or s'est ainsi imposé, contribuant à l'essor des échanges internationaux.

LES BILLETS : UNE MONNAIE FIDUCIAIRE

On trouve déjà des formes de billets au XIII^e siècle dans les certificats de dépôt émis par des banquiers pour leurs succursales. Ainsi, un marchand peut disposer à Bruges de la somme qu'il a déposée à Florence, sans avoir à la transporter avec lui. Ces billets (nominatifs au Moyen-âge) ne constituent pas une monnaie au sens strict. Durant la Révolution française, les assignats jouent ainsi le rôle de monnaie sans en avoir le statut.

Les premiers « vrais » billets sont émis par les banques dès le XVII^e siècle en contrepartie de dépôts en or. Anonymes (« au porteur ») ils sont acceptés en paiement grâce à la confiance (*fides* en latin) dont jouissent les banques émettrices : on parle ainsi de « **monnaie fiduciaire** ». Ces billets sont convertibles en or à tout moment.

Lorsque le banquier émet de la monnaie-papier au-delà de la couverture métallique qu'il est censé détenir (surémission), **la monnaie change de nature, le billet acquiert une valeur propre, qui repose sur la confiance** dans la capacité du banquier à s'acquitter de sa dette, quel que soit le créancier détenteur du billet.

Au XIX^e siècle, l'État accorde cours légal au billet ; au XX^e siècle, l'ensemble de la monnaie est progressivement passé de **monnaie-étalon** (métallique) à **monnaie fiduciaire** (billets). Celle-ci s'est ensuite déconnectée de l'étalon-or (à partir des années trente), déplaçant la confiance vis-à-vis de la banque émettrice vers l'économie dans son ensemble (abandon de l'étalon-or pour le dollar en 1971). La dématérialisation de la monnaie devient totale.

« [Avec l'or] du moins le détenteur a-t-il entre les mains un bien tangible. Avec le billet de banque, il n'a plus qu'un morceau de papier, orné d'un dessin plus ou moins réussi. Aussi bien, dans un premier temps, il est convertible à vue et sur simple présentation. C'est un papier qui circule, mais il représente de l'or ou de l'argent. » (Jean Marchal, Cours d'économie politique, 1950)

LA MONNAIE SCRIPTURALE N'A PAS D'EXISTENCE HORS DU SYSTÈME BANCAIRE

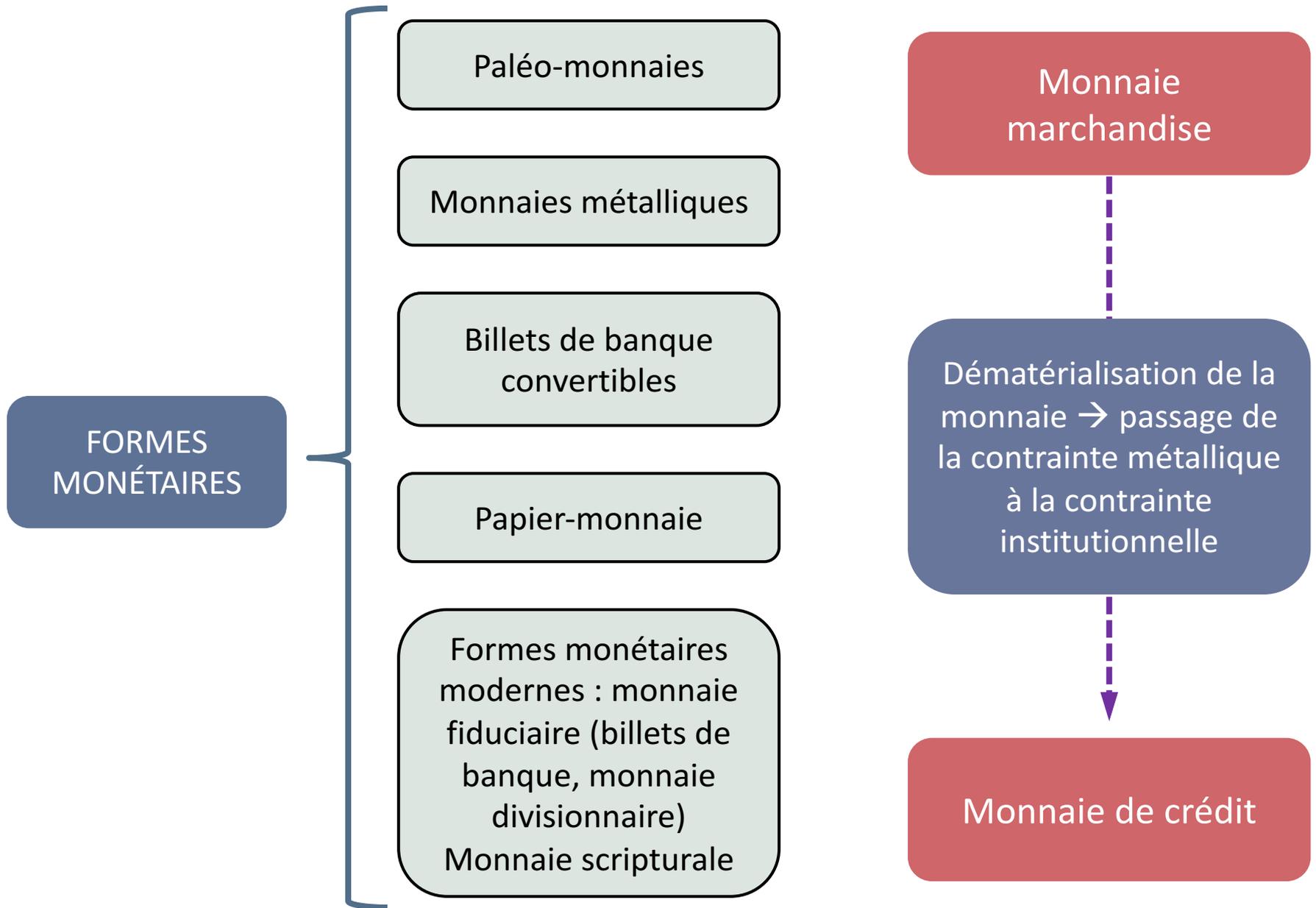
Si l'essor des banques coïncide avec les débuts de l'ère industrielle, on trouve des traces d'activités bancaires dès l'Antiquité.

Comme le billet, la monnaie scripturale est une dette mais la banque débitrice change sans cesse si le créancier la dépose dans une autre banque : elle devient une **dette interbancaire** qui sera réglée par monnaie centrale, on parle alors de « compensation ». Le crédit initial se divise en une infinité de sous-dettes engageant différents créanciers et débiteurs.

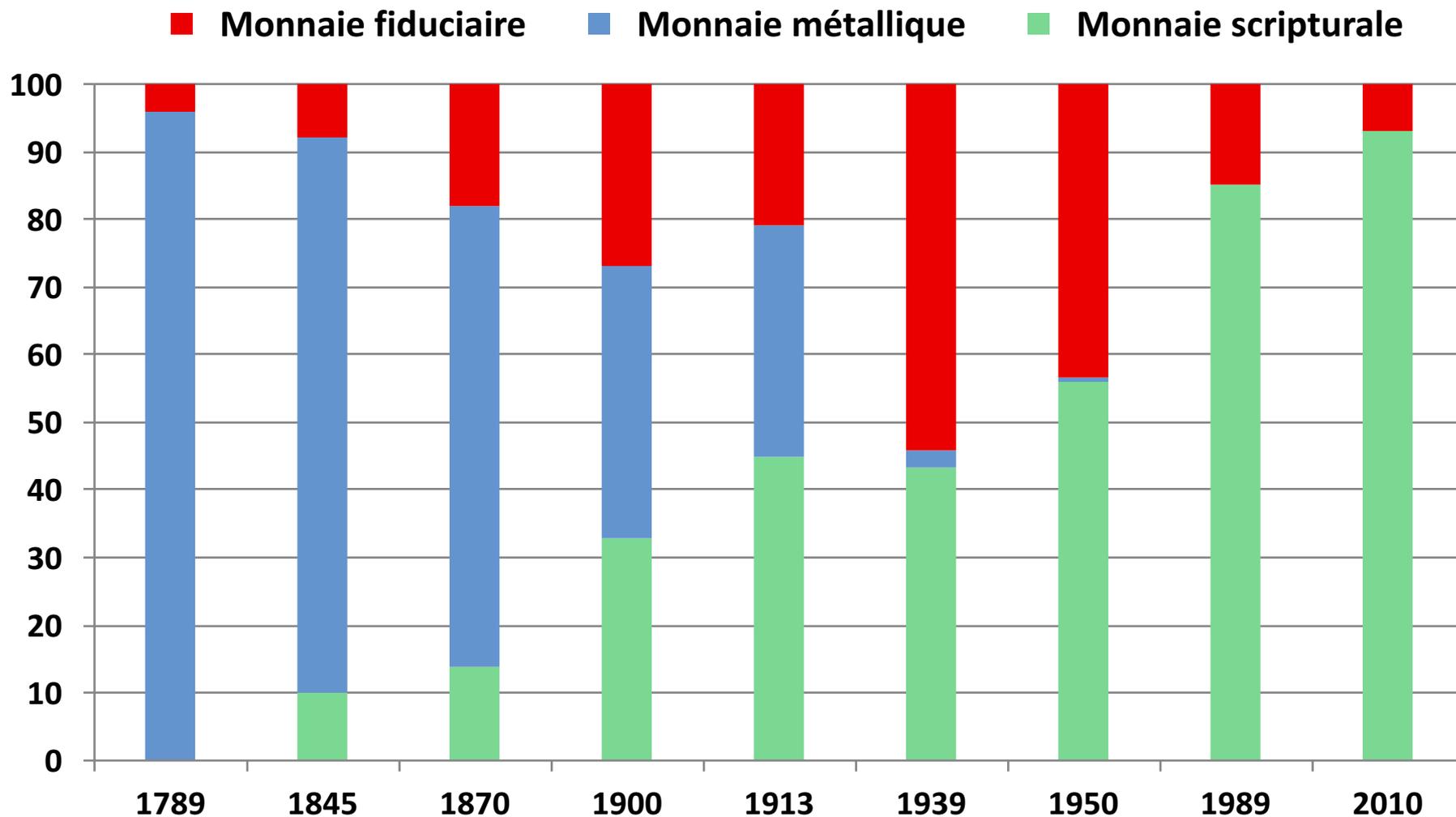
Dès le XVIII^e siècle, avec l'essor de son commerce extérieur, « l'Angleterre voit et laisse fuir ses pièces d'or et d'argent. Cette situation, anormale à première vue, ne la trouble pas : le haut de la circulation monétaire est déjà occupée chez elle par les billets de la banque d'Angleterre et des banques privées », explique l'historien Fernand Braudel.

La place de monnaie scripturale se renforce avec l'adoption du *Bank Charter Act* (1844) qui rend le papier-monnaie insuffisant pour répondre aux besoins des entreprises. Progressivement, les monnaies bancaires vont marginaliser la monnaie métallique.

LES FORMES DE LA MONNAIE



L'ÉVOLUTION DES FORMES DE MONNAIE EN FRANCE (EN %)



Source : J. Bouvier, *un siècle de banque française* (1973) et D. Plihon.

LA MONNAIE N'EST-ELLE QU'UN INTERMÉDIAIRE DANS LES ÉCHANGES ?

Les archéologues ont identifié des signes monétaires sur des tablettes d'argile en Mésopotamie 3500 ans avant Jésus-Christ. Cette découverte témoigne de l'usage très ancien de ceux-ci et de leur utilité sociale. Dans les sociétés plus anciennes, **la monnaie est directement associée aux marques de richesse** dont elle constitue un témoignage et un outil de la circulation. Les signes monétaires sont fortement liés à l'autorité religieuse ou politique, ils en portent souvent la marque.

Autrefois la monnaie revêtait des formes variées : plumes, coquillages, perles ou sel (d'où vient notre « salaire »). Chez les Grecs et les Romains, le bœuf était utilisé comme unité de compte (*pecus* : le troupeau). Dans ce dernier cas, la fortune était immédiatement perceptible et se décomptait aisément. **La monnaie est ainsi d'emblée une institution constituée à partir des besoins des membres de la société.** Chaque société, à partir de son organisation politique et sociale, sera amenée à lui donner une forme particulière et des règles d'usage spécifiques.

1.2

LES FONCTIONS DE LA MONNAIE

Conformément à la vision des économistes classiques, Adam Smith ou Jean-Baptiste Say, la monnaie n'est-elle qu'un simple instrument, un « voile » posé sur les relations marchandes ? Doit-elle simplement être reconnue par les fonctions qu'elle remplit ? La réflexion sur le rôle de la monnaie est déjà présente chez les philosophes grecs, notamment dans l'œuvre d'Aristote. Celui-ci s'attache à en définir un usage porteur de justice sociale. Par la suite, historiens, économistes et sociologues ont observé que la monnaie participait au renforcement des rapports de forces et qu'elle pouvait constituer l'un des instruments de l'ordre et de l'oppression.

Si on peut distinguer les principales fonctions que doit remplir la monnaie, on ne peut s'en tenir à une vision aussi restrictive. La monnaie tient une place spécifique dans la structuration des échanges au sein de la société. Il faut insister sur le fait que la stabilité des institutions monétaires et la confiance sur laquelle elles s'appuient sont un préalable aux échanges marchands.

LA VALEUR DE LA MONNAIE VIENT DE LA CONFIANCE DANS SA CAPACITÉ DE TRANSACTION

La question de la valeur de la monnaie est cruciale puisqu'elle contribue à étayer la confiance que l'on peut avoir dans l'instrument. Cela renvoie à **sa capacité à l'échange et à sa légitimité**. La monnaie étant un équivalent universel, il importe que chacun, au sein de la société, croie en ses qualités. **La confiance dans la capacité de transaction de la monnaie est essentielle, sinon, il y a « fuite devant la monnaie »** et retour à des pratiques de troc.

Divers exemples dans le passé nous rappellent que cette question est stratégique. La question de la dépréciation de la monnaie s'est posée régulièrement. Aussi, comment garantir sa valeur ? Comment s'assurer de sa constance ?

LA CONCEPTION NOMINALISTE DE LA MONNAIE S'IMPOSE FACE À LA CONCEPTION SUBSTANTIALISTE

La période actuelle est très éloignée des débats des siècles précédents sur la valeur de la monnaie. Les métaux précieux ne constituent plus une référence pour constituer la valeur de celle-ci en comparaison avec toutes les autres marchandises. **Nous sommes passés d'une vision matérialiste, substantialiste à une vision nominaliste de la monnaie. La monnaie devient un signe et un symbole dépourvu de toute valeur propre** (un billet de 100 € ne vaut en lui-même que le prix du papier et de l'encre nécessaires à son impression), mais dans lequel nous avons confiance, car il représente un pouvoir d'achat sur toute chose (un billet de 100 € permet d'acheter tout bien ou service dont le prix est égal à 100 €).

Georg Simmel l'explique dans *Philosophie de l'argent* : « L'accroissement des capacités intellectuelles d'abstraction caractérise l'époque où l'argent, de plus en plus, devient pur symbole, indifférent à sa valeur propre. »

Cette dématérialisation, cette abstraction de la monnaie aujourd'hui, suppose des conditions sociales et institutionnelles et un changement des mentalités. **L'usage de la monnaie est tellement habituel qu'on ne s'interroge plus sur ce qui en constitue la contrepartie.** L'acceptation sans réserve des moyens de paiement conforte dans le sentiment de sécurité qu'apporte leur détention, on ne se pose plus de question sur leur valeur.

1.2.1

L'APPROCHE FONCTIONNALISTE : LA MONNAIE, INSTRUMENT DE L'ÉCHANGE

Pour les économistes classiques, la monnaie est avant tout l'instrument qui permet l'échange marchand. L'approche fonctionnaliste est donc une approche instrumentale : la monnaie est considérée comme un simple outil, un instrument technique permettant de simplifier les échanges. Selon la formule de Francis A. Walker, *Money is what money does* : l'approche fonctionnaliste s'en tient à examiner les services que la monnaie rend à la collectivité.

Les hommes auraient inventé la monnaie pour résoudre les difficultés techniques d'une économie de troc. Le marché préexiste à la monnaie et il en découle une conception linéaire de l'histoire des formes de la monnaie : monnaie marchandise d'abord (on reste proche du troc), puis monnaie métallique, monnaie fiduciaire, monnaie scripturale. La dématérialisation progressive de la monnaie s'expliquerait par le passage des formes les moins commodes aux formes les plus commodes de la monnaie.

L'APPROCHE FONCTIONNALISTE DE LA MONNAIE

L'approche fonctionnaliste est très ancienne, on la fait traditionnellement remonter à Aristote. Dans cette perspective, **la monnaie se caractérise par trois fonctions** :

- 1) une **fonction d'unité de compte qui permet d'exprimer la valeur de tous les biens en termes d'un seul bien** (ou d'une unité de compte abstraite). Alors que le troc oblige à exprimer chaque bien en unités de tous les autres biens, l'existence d'une unité de compte permet de simplifier les échanges ;
- 2) une **fonction d'intermédiaire des échanges qui permet de résoudre le problème de la double coïncidence des désirs**. En effet, dans une économie de troc, l'individu qui possède un bien A et souhaite l'échanger contre le bien B doit trouver un individu qui possède le bien B et souhaite l'échanger contre le bien A. Si l'individu qui possède le bien B ne souhaite pas détenir le bien A, l'échange ne peut avoir lieu. L'existence d'un intermédiaire des échanges (le bien C par exemple), permet de résoudre ce problème ;
- 3) une **fonction de réserve des valeurs qui permet de séparer l'acte de vente de l'acte d'achat**. Dans une économie de troc, offrir un bien c'est toujours en demander un autre au même moment. Dans une économie monétaire, on peut offrir un bien contre de la monnaie et mettre en réserve le pouvoir d'achat ainsi obtenu pour ne formuler une demande de bien ou de service que plus tard.

L'USAGE DE LA MONNAIE DANS LES ÉCHANGES EST PRÉFÉRABLE AU TROC

Le préalable à l'existence de la monnaie est l'échange et réside dans la volonté de se procurer ce dont on est démuné en cédant une partie de ce dont on est pourvu. Le troc pourrait très bien aboutir à ce résultat, mais au prix d'une grande quantité d'évaluations. Léon Walras montre que dans le troc, pour estimer n biens, il faut $n(n - 1)/2$ rapports d'échange (prix relatifs), contre $n-1$ lorsqu'on utilise l'un d'entre eux comme unité de compte. La différence est énorme : 9 contre 45 avec 10 biens, 99 contre 4 950 avec 100 biens, 999 contre 499 500 avec 1 000 biens...

Le recours à la monnaie devient nécessaire lorsque la quantité d'objets à évaluer augmente. Elle simplifie les évaluations. Dans ce cas, elle n'est qu'un « voile », car ce qui permet de comparer les objets et d'établir leur valeur respective, ce sont les prix relatifs. **Ce qui compte dans les relations marchandes, selon Adam Smith ou Jean-Baptiste Say, c'est la valeur relative ou échangeable des marchandises. La monnaie est alors un intermédiaire général de l'échange.**

Généralement, **les économistes distinguent trois fonctions essentielles que doit remplir la monnaie**, trois rôles selon Léon Walras :

- 1) celui de **numéraire pour exprimer unanimement les prix** ;
- 2) celui de **monnaie de circulation pour l'échange effectif** sur le marché ;
- 3) celui de **monnaie d'épargne** pour « réaliser l'excédent ».

En cela, ces économistes ne font que reprendre des distinctions opérées par les philosophes grecs dès l'Antiquité.

LA MONNAIE SEMBLE AVOIR PRÉEXISTÉ AU TROC

Si la version de l'histoire qui présente la monnaie comme évoluant de façon linéaire du troc à l'avoir en compte courant est une « fable » parce que **la monnaie est, dès l'origine, fiduciaire** et n'a jamais été une simple marchandise, il est néanmoins vrai qu'elle tend à perdre tout rattachement à un quelconque objet matériel.

La tradition de l'école classique trace une fresque évolutionniste de l'histoire de la monnaie à partir de son aspect instrumental. Cette tradition trouve son origine dans une définition matérialiste de la monnaie : les monnaies ont une valeur intrinsèque car, soit elles sont des marchandises comme l'or, soit elles les représentent, comme le billet. **L'essor des échanges aurait d'abord exigé de remplacer le troc par la monnaie**, puis il aurait éliminé les formes de monnaie les moins efficaces et sélectionné les mieux adaptées (l'or parce qu'il est malléable, inoxydable et de grande valeur), la pièce parce qu'on ne peut la fourrer, etc.

Cette version est contredite par les travaux ethnologiques qui signalent l'universalité et l'ancienneté de formes de monnaie, mais ne confirment pas le recours habituel au troc, y compris dans les sociétés les plus pauvres. Ces « paléo-monnaies » ont toujours un pouvoir symbolique et une fonction cérémonielle, elles peuvent servir au règlement des « dettes de vie » (prix du sang après un meurtre, prix de la fiancée, etc.), ce qui n'est pas contradictoire avec leur usage commercial.

LA MONNAIE, INSTRUMENT DES TRANSACTIONS

En dehors du troc, la monnaie est présente dans toutes les opérations d'échange, puisqu'elle en constitue le double parfait. Cela suppose l'existence d'une encaisse préalable pour que les transactions se réalisent. Les métaux précieux, auxquels on peut attribuer le rôle de monnaie en raison de leurs caractéristiques propres, ont pu y pourvoir longtemps au cours des siècles passés. On leur reconnaît des qualités particulières conformes à l'usage de la monnaie : leur abondance relative, leur divisibilité, leur résistance au temps.

L'historien **Fernand Braudel** suggère leur influence sur l'évolution des sociétés. **La rareté monétaire a été généralement accompagnée dans l'histoire d'une tendance au ralentissement économique.**

Au XIX^e siècle, l'essor économique suppose de s'affranchir progressivement de cette contrainte métallique. Cette capacité de transactions accrues nécessite l'intervention d'institutions créatrices de monnaie. Les banques jouent ce rôle en proportionnant leurs apports aux besoins de l'économie. **Pour jouer ce rôle d'instrument de transaction, la monnaie doit prendre une forme qui permette de la multiplier en fonction des besoins d'échanges,** de la diviser en unités élémentaires et de la transporter facilement. Elle doit en outre être acceptée par les coéchangistes et résister au temps.

LA MONNAIE, INSTRUMENT DE RÉSERVE

L'idée de « réserve » intervient dès que l'on observe que les opérations d'échange sont disjointes dans le temps. La monnaie obtenue en échange d'un bien ou d'un service vendu doit permettre d'effectuer, plus tard, l'achat d'un bien ou d'un service d'une valeur équivalente. En conséquence, **la monnaie doit conserver la valeur pendant quelque temps.** D'autres actifs pourraient remplir cette tâche, mais ils n'ont pas la qualité de liquidité de la monnaie. **Celle-ci est convertible instantanément en n'importe quel bien ou service. Cette fonction implique une définition stable de l'unité monétaire.** Cette référence est donnée par la loi.

Au XIX^e siècle, la valeur de l'unité monétaire est définie par un poids de métal (l'or s'impose le plus souvent) afin d'affirmer sa constance dans le temps. Le pouvoir politique garantit ainsi la permanence de la valeur de la monnaie.

La thésaurisation représente cette volonté de conservation de la monnaie afin de faire face à des événements imprévus. **Cette conservation par précaution peut avoir des conséquences néfastes pour l'activité,** car la monnaie est créée pour l'échange. Son retrait de la circulation pénalise les vendeurs et peut les conduire à la réduction ou à la disparition de leur activité.

LA MONNAIE DOIT ÊTRE ABONDANTE (LIQUIDITÉ) ET RARE (STABILITÉ)

Pour faciliter l'échange, **la monnaie doit être abondante, mais elle doit aussi être stable, donc rare afin de préserver sa capacité d'épargne.** La rareté des monnaies métalliques était limitée par les découvertes minières. Mais les monnaies actuelles (pièces, billets, avoirs en banque) sont purement conventionnelles, rien ne protège leur rareté. Or, **sans stabilité de son pouvoir d'achat, la monnaie ne remplit plus ses autres fonctions.** L'échange est impossible car on la refuse, la mesure aussi quand l'étalon n'est plus stable. L'hyperinflation (Allemagne 1923, Amérique latine, ou pays de l'Est après la chute du communisme) déclenche la fuite vers des valeurs-refuges comme le dollar, l'or ou les bijoux.

LA CONCEPTION FONCTIONNALISTE DE LA MONNAIE

Elle remplit la fonction
d'unité de compte



Elle est un étalon
de valeur

Elle remplit la fonction
d'intermédiaire
des échanges



Elle supprime la double
coïncidence des besoins



Abondance

Elle remplit la
fonction de réserve
de valeur



Elle est un lien entre
le présent et le futur



Capacité d'épargne
→ Stabilité et rareté

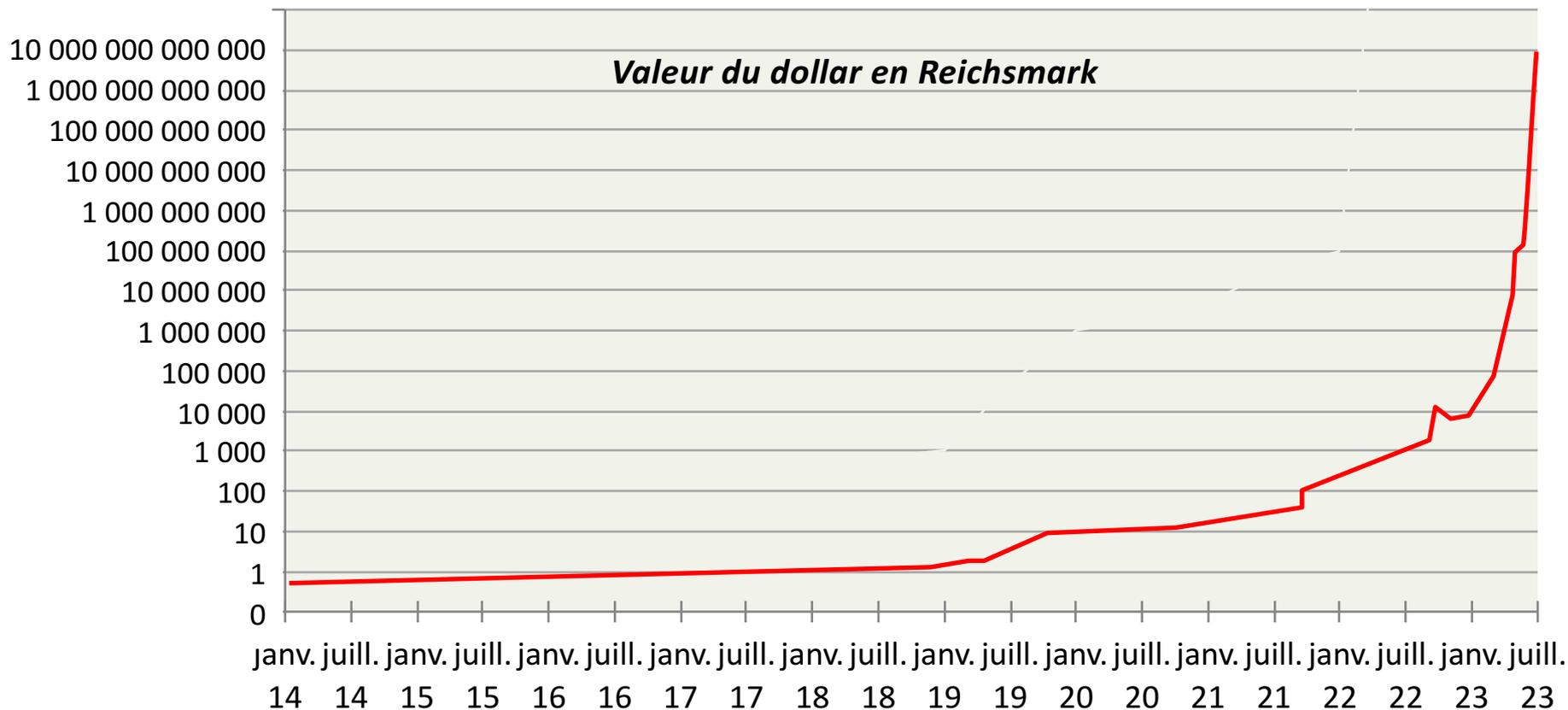
La monnaie est un actif parfaitement liquide : elle peut être convertie sans risque et sans coût de transaction en un autre actif.

La monnaie présente ainsi un pouvoir libérateur illimité : elle est une dette qui permet de s'acquitter de toutes les dettes.



Durant l'hyperinflation en Allemagne (1923), la hausse des prix est telle que les prix dans les magasins sont modifiés plusieurs fois par jour... mais pas les salaires et encore moins les rentes. La confiance dans la monnaie s'envole. Le souvenir de l'hyperinflation reste très présent dans la mémoire collective des Allemands. Il explique peut-être une certaine obsession pour la stabilité monétaire.

L'HYPERINFLATION EN ALLEMAGNE AU LENDEMAIN DE LA 1^{ÈRE} GUERRE MONDIALE



Au lendemain de la guerre, les importations de l'Allemagne augmentent (charbon). Pour les financer, l'État émet de la monnaie en s'affranchissant de toute limite. En octobre 1922, 99 % des recettes de l'État proviennent de la création monétaire. En février 1924, on imprime même un billet de 100 000 000 000 000 marks. Entre janvier 1919 et novembre 1923, les prix sont multipliés par 250 000 000 000. Les salaires sont réévalués 3 fois par jour. Il faudra l'introduction d'une nouvelle monnaie pour que la confiance soit rétablie. Entretemps, l'épargne de la classe moyenne s'est volatilisée.

1.2.2

LA MONNAIE : UNE INSTITUTION QUI INFLUE SUR LES RAPPORTS SOCIAUX

L'approche fonctionnaliste insiste sur le rôle de la monnaie comme instrument de l'échange marchand. Mais elle est aussi une institution qui fonde et cimente les sociétés humaines et modifie les rapports sociaux. Cette approche « institutionnaliste » est développée par Marx pour qui la monnaie permet d'éviter la fragmentation que produit l'économie de marché.

Dans une perspective plus anthropologique, André Orléan et Michel Aglietta montrent notamment que la monnaie permet d'exorciser la violence de la société.

L'APPROCHE FONCTIONNALISTE CONTESTÉE

L'approche fonctionnaliste fait l'objet de nombreuses critiques. Des historiens et des anthropologues font observer que **l'existence de la monnaie est très ancienne et qu'elle précède, dans de nombreux cas, le développement des échanges sous forme de troc.** Certains commentateurs dénoncent d'ailleurs la « fable du troc », car ils contestent que les échanges au sein des économies primitives aient été dominés par une logique du « donnant-donnant ». C'est au contraire **une logique ostentatoire qui semble avoir prévalu.** On fait aussi observer que **les formes de la monnaie n'ont pas évolué de façon linéaire.** Les marchands vénitiens ou les banquiers de Florence utilisaient la monnaie scripturale bien avant que la monnaie métallique (et *a fortiori* la monnaie fiduciaire) ne soit d'usage courant en Europe. À l'inverse, **dans certaines circonstances, on assiste à un retour vers la monnaie marchandise** (pendant les deux dernières guerres mondiales par exemple).

Au total, le fait de considérer la monnaie comme un simple instrument technique ne semble guère compatible avec les résultats des travaux historiques et anthropologiques.

Au-delà du fonctionnalisme, deux approches permettent de cerner la nature de la monnaie, l'approche anthropologique et celle de inspirée de Marx.

LA MONNAIE : UNE CRÉANCE ET UNE SOURCE DE POUVOIR

De même que le langage unifie une société et relie les sociétés, la monnaie est le moyen des échanges intérieurs et extérieurs. À ce titre, **elle est un bien collectif**, sans lequel les économies se disloqueraient. Ce bien a un coût (gestion bancaire) et **génère des effets externes positifs** : les avantages nés du bon fonctionnement de l'institution profitent à tous sans que l'on puisse en imputer le coût à un agent particulier, son usage est d'ailleurs gratuit.

La monnaie donne le pouvoir de se porter acquéreur de l'ensemble des biens qui se proposent sur le marché. À ce titre, **la monnaie est une créance** sur ce qui est produit et sur ce qui est offert à la communauté des acheteurs. Ainsi, la monnaie est un pouvoir d'achat, une créance sur la production nationale, sur une production préexistante, sur une production qui demande à se transformer en consommation.

Cela explique que **la monnaie soit recherchée pour elle-même**, elle présente un attrait symbolique. Selon le philosophe René Girard (*La violence et le sacré*, 1972) pour instituer l'état de société, il faut développer l'échange rituel seul à même de contenir la violence en la détournant vers les objets. Cette fonction originelle de la monnaie serait antérieure à l'échange strictement économique. Michel Aglietta et André Orléan parlent de *La violence de la monnaie* (1982) pour désigner cet attribut qui en fait un moyen de puissance sociale.

L'APPROCHE ANTHROPOLOGIQUE

L'approche anthropologique a été développée notamment par Michel Aglietta et André Orléan. Pour ces auteurs, il existe une violence fondatrice des rapports humains comme on le voit dans les grands récits mythologiques ou religieux (le meurtre d'Abel par Caïn dans la Bible). **La monnaie est un moyen d'exorciser cette violence, de l'éviter en lui substituant d'autres pratiques sociales.** La monnaie permet de substituer l'échange au rapt et à la prédation qui découlent du désir mimétique (les individus désirent ce que les autres possèdent, ils peuvent se procurer ces biens par le vol et la violence ou par l'échange et la monnaie).

La monnaie est donc ambivalente : moyen d'exorciser la violence, institution sociale essentielle, elle peut aussi être source de violence destructrice pour la société. **La monnaie est une composante essentielle du lien social, c'est une institution et non un instrument technique, elle repose en particulier sur la confiance sans laquelle aucune communauté de paiement ne peut fonctionner.**

La définition de la monnaie proposée par M. Aglietta découle de cette analyse : « La monnaie est un rapport global entre les centres de décision économique et la collectivité qu'ils forment, grâce auquel les échanges entre ces agents acquièrent une cohérence ».

LA LÉGITIMITÉ DE LA MONNAIE REPOSE SUR UNE DOUBLE CONFIANCE

Selon Michel Aglietta et André Orléan, la légitimité de la monnaie repose sur deux types de confiance :

- **la confiance méthodique**, qui est fondée sur l'observation des régularités de comportement : si tout le monde accepte la monnaie, je l'accepte également et je n'ai pas de doute sur le fait que cela va continuer ainsi ;
- **la confiance hiérarchique** qui est fondée sur la structure pyramidale du système monétaire, système dont la banque centrale garantit la cohésion en énonçant les règles d'usage de la monnaie et en garantissant les moyens de paiement.

Dans cette optique, **la monnaie peut être définie comme une règle sociale reposant à la fois sur une convention** (la règle monétaire est acceptée spontanément) **et sur une institution** (la règle monétaire nécessite une autorité supérieure pour fonctionner).

LA MONNAIE : UNE INSTITUTION SOCIALE

« Si la monnaie [...] est née non point comme l'instrument de mesure arithmétique de la valeur des biens échangés dans le commerce, mais d'abord comme un élément de rapports sociaux, où le quantitatif n'était au fond qu'un aspect matériel de rapports irrationnels de puissance, puis comme un instrument, parmi d'autres, de codification de ces rapports, elle n'a pas pu ne point conserver à travers toute son histoire un reflet de cette irrationalité des structures sociologiques primitives ».

Édouard Will, cité in André Orléan, *La monnaie souveraine*, (1998)

Pour certains, **la monnaie est une institution qui fonde les sociétés humaines** au même titre que le langage et la famille.

C'est par ces institutions que l'on peut déceler le passage de la nature (guerre de tous contre tous) à la culture (la pacification des rapports sociaux qui rend la société viable).

LA MONNAIE : UN INSTRUMENT DE L'AUTORITÉ SOUVERAINE QUI EXPRIME LES HIÉRARCHIES SOCIALES

Un exemple de l'importance de la monnaie dans la constitution d'une communauté en autorité souveraine est donné par le cens romain. L'estimation monétaire du patrimoine de chaque citoyen, conduite de façon visible et rituelle, a pour conséquence un ordonnancement social, fiscal, militaire et politique dont le rôle est essentiel pour tous les citoyens romains (ce qui n'est pas sans rappeler l'établissement des listes de « capitation » en France à partir de la fin du XVII^e siècle). **La monnaie sert alors à exprimer – voire à fabriquer –, des hiérarchies sociales.** Si la capacité de la monnaie à mesurer les valeurs est bien une de ses fonctions traditionnelles, ce n'est pas pour la constituer en objet économique mais pour en faire l'instrument de l'autorité souveraine. Il est significatif que le pouvoir royal se soit progressivement attribué le monopole de la monnaie en éliminant les multiples monnaies seigneuriales qui avaient cours au Moyen-âge.

LA MONNAIE PERMET DE CONJURER LA VIOLENCE

« Ce que dit la violence de l'édifice social, c'est son caractère problématique et fondamentalement instable ; ce sont les difficultés permanentes que rencontrent les liens sociaux dans leur reproduction. Par définition, en effet, la violence est ce danger sourd qui menace toutes les institutions et les ronge. Les sociétés tentent de s'organiser pour la conjurer, la dompter. Elles essaient constamment d'ordonner cette folie communicative qui peut se propager brutalement à l'ensemble du corps social et le mettre en péril. »

Pour Michel Aglietta et André Orléan (*La Violence de la monnaie*, 1982) la monnaie est l'un des moyens d'exorciser cette violence fondatrice, de **substituer l'échange à la prédation et au rapt. Ainsi, derrière le monnayage se trouvent les conflits de propriété, la lutte pour l'accaparement des produits de l'activité des autres.** L'existence de la monnaie est déterminée par la confiance que lui témoignent les membres de la communauté où elle circule. Contrairement à l'approche fonctionnelle, Aglietta et Orléan affirment que *« c'est le désir unanime de monnaie qui donne aux marchandises leur prix et non une supposée valeur »*. Ainsi, **le désir de monnaie fonde l'ordre marchand et sa stabilité. Il s'appuie sur le désir qu'ont les autres de se l'approprier.** La monnaie crée du lien entre les individus d'une société. Les crises monétaires, la concurrence des monnaies privées portent atteinte à cette confiance garante de stabilité. Les institutions monétaires ont pour fonction de fonder cette confiance sur des règles, des conventions. *« La monnaie moderne n'est légitime que si elle contribue au bien commun des membres de la société. »*

LA MONNAIE PERMET DES TRANSFERTS ENTRE GROUPES SOCIAUX ET GÉNÉRATIONS

Dans son acception archaïque, cette dette de vie est la reconnaissance par les vivants d'une dépendance à l'égard des dieux ou des souverains, cimentant par là même la communauté. Dans une perspective plus actuelle, elle est à comprendre comme **l'une des conditions de la reproduction de la société, la génération active devant reconnaître et payer sa dette à l'égard de celle qui la précède** (sous la forme de retraites par exemple). La monnaie établit un pont avec le futur, proche ou lointain, puisqu'elle permet des transferts de valeurs entre générations. Ainsi, **elle permet d'insérer la communauté dans une continuité temporelle, condition nécessaire à sa pérennité.**

En 1968, le gouvernement donne du pouvoir d'achat pour obtenir la fin de la grève : 15 % de hausse des salaires (accords de Grenelle). En l'absence d'une hausse égale de la productivité, ce gain est purement nominal, mais il permet une satisfaction immédiate, le coût sera étalé. Les pouvoirs publics ont choisi de faire repartir l'économie en organisant un transfert au profit des grévistes et au détriment de l'ensemble de la collectivité nationale qui a dû supporter une hausse des prix plus forte, suivie d'une dévaluation (1969). Mais ce qu'il est important de noter, c'est que, d'une part, ni la hausse des prix, ni la dévaluation ne sont immédiates et que d'autre part, elles rendent indolore, en raison du caractère diffus et progressif du phénomène, le prélèvement opéré sur l'ensemble de la collectivité au profit de certains de ses membres. En cela, **la monnaie est un amortisseur des conflits sociaux**, une institution-ciment de la société.

NB. Demander du pouvoir d'achat (monnaie), c'est aussi vouloir plus de reconnaissance sociale (hiérarchie).

LA MONNAIE : UN ENSEMBLE DE RÈGLES QUI PERMET D'ÉVITER L'ÉCLATEMENT DANS LES SOCIÉTÉS MARCHANDES

Une seconde approche, plus strictement économique, trouve son origine chez Marx. Il souligne que ce qui caractérise une société marchande, c'est le fait que la production (l'usage du travail social) résulte de travaux privés réalisés indépendamment les uns des autres et sans coordination *a priori*. Dans les sociétés traditionnelles non marchandes, le travail social fait l'objet d'un usage qui est contrôlé par l'existence de normes en matière de parenté (organisation de la production domestique au sein de la famille large), en matière religieuse (offrandes), en matière politique (paiement de tributs). Il existe une division du travail entre les sexes, entre les générations, des règles traditionnelles d'organisation des cultures ou de la chasse etc.

À l'inverse, **dans les sociétés marchandes, du fait du caractère privé des travaux réalisés, la société est menacée d'un fractionnement, il faut qu'existe une socialisation de ces travaux privés. La monnaie est le moyen qui permet d'assurer un certain degré de centralisation par l'intermédiaire des prix et des échanges monétaires, elle est la réponse institutionnelle à la fragmentation que produit l'économie de marché.**

Pour Michel Aglietta et André Orléan : « *Dans l'ordre économique, la monnaie est l'instrument de conversion de l'individuel en collectif et du privé en social.* » (*La monnaie souveraine*, 1998). Cette approche permet de comprendre pourquoi la monnaie apparaît dès lors qu'une relation marchande émerge. Dans cette perspective, **la monnaie n'est pas une « chose », mais un ensemble de règles assurant un arbitrage entre centralisation et fractionnement du fonctionnement de l'économie.**

MARX : MONNAIE ET « FÉTICHISME DE LA MARCHANDISE » DANS LA SOCIÉTÉ CAPITALISTE

Selon Marx, dans la société capitaliste, **la production se fait en vue de l'échange marchand**, mais cette production est dirigée directement par les producteurs marchands isolés, et non par la société. **Les liens sociaux entre les unités de production se font uniquement par l'intermédiaire de la marchandise** (y compris le travail) lorsque celle-ci est mise sur le marché. Le marché opère donc une régulation de la production sociale, mais exclusivement par l'échange des marchandises.

Il en résulte que **la marchandise devient le support de ce rapport de production déterminé**, la production marchande. La marchandise est l'objet fétiche ayant pour fonction d'assurer la coordination de la production de toute la société, et elle le fait en voilant le caractère social de la production. Les relations sociales sont remplacées par le marché d'échange des marchandises.

L'économie capitaliste est une économie monétaire, aussi, en tant qu'instrument de l'échange marchand, **la monnaie joue un rôle essentiel dans l'organisation de la société**. Sa fonction d'« équivalent général » (comme unité de compte), lui confère une dimension collective (elle est instituée par l'État).

POUR LES MARXISTES, LA MONNAIE MASQUE UN « RAPPORT SOCIAL »

Karl Marx explique dans *Le Capital* que la monnaie est nécessaire à l'échange marchand, qu'elle est un « **équivalent général** » et « sert à exposer la valeur réciproque des marchandises ». Mais son usage ne se limite pas à cela. « Le fait que l'argent dans certaines de ses fonctions puisse être remplacé par de simples signes de lui-même a fait naître cette autre erreur qu'il n'est qu'un simple signe. D'un autre côté, il est vrai, cette erreur fait pressentir que **sous l'apparence d'un objet extérieur, la monnaie déguise en réalité un rapport social** ». En effet, **c'est l'argent qui permet au capitaliste l'accumulation du capital à travers le cycle A-M-A'**. L'argent A permet l'achat de marchandises M (dont le travail) par le capitaliste. Celui-ci revend ces marchandises transformées contre une quantité de monnaie A' supérieure à celle qu'il a consacrée à leur production. « *Il s'accomplit une séparation formelle entre les marchandises et leur valeur, qui se pose en face d'elles sous l'aspect argent.* »

La monnaie participe ainsi à la production de la plus-value. C'est-à-dire à l'appropriation d'une partie de la valeur. L'exploitation de la force de travail tient à ce qu'une partie de la valeur qu'elle crée ne lui est pas payée. **La monnaie masque ce qui représente le résultat d'un rapport de forces.**

NB. Des auteurs tels que M. Friedman, J. Rueff ou F. Hayek – qui ne relèvent pas de la tradition marxiste ! – accordent aussi à l'ordre monétaire un rôle fondateur de l'ordre social.

MARX : DANS LE MODE DE PRODUCTION CAPITALISTE, LA MONNAIE DISSIMULE UN RAPPORT SOCIAL D'EXPLOITATION

Dans le MPC, les rapports sociaux s'organisent autour des moyens de production.



Les capitalistes achètent la force de travail des prolétaires afin d'en tirer le profit (plus-value).



Le rapport social entre les deux classes est le salariat.



La monnaie permet de dissimuler cette exploitation au salarié.

SOCIÉTÉ DE MARCHÉ, MONNAIE ET CONFIANCE

La monnaie facilite le développement du système capitaliste par sa participation à tous les échanges. Elle n'est qu'un instrument du fonctionnement global du système et ne saurait se suffire à elle-même. Ainsi **la thésaurisation ne se justifie que dans la mesure où, dans le futur, il sera possible de participer de nouveau à la circulation des marchandises.** Elle donne un pouvoir sur l'activité future.

L'activité économique justifie le développement de l'usage de la monnaie et les transformations de ses formes. Si une monnaie s'impose à l'échelle internationale, c'est en raison de la puissance productive de la nation dont elle est issue. La monnaie confère un pouvoir à ceux qui la détiennent, elle permet la mobilisation des travailleurs. Celui qui emploie des salariés en tire une valorisation de son entreprise ; celui qui est employé, la rémunération de son travail. De part et d'autre, il y a un désir de monnaie.

L'usage de la monnaie suppose une acceptation par les membres de la société des modalités de sa circulation. **La confiance dans la monnaie est un préalable à un développement stable des échanges.** L'argent est cet intermédiaire qui témoigne du lien social. Comme le dit **Georg Simmel** (*Philosophie de l'argent*, 1900) : « *Lorsque le troc est remplacé par l'achat monétaire, il intervient entre les deux parties une tierce instance : l'ensemble du corps social qui pour cet argent met à disposition une valeur réelle correspondante.* »

La confiance, cette « institution invisible » selon l'expression de Kenneth Arrow, est indispensable à l'existence d'un instrument monétaire, et plus généralement au fonctionnement des marchés dans toute économie d'échange : la confiance crée – ou rend possible – la monnaie, et une monnaie stable renforce le sentiment de confiance qui prévaut au sein d'une société.

LA BANQUEROUTE DE LAW (1720) : UNE PERTE DE CONFIANCE DURABLE ENVERS LES BANQUES ET LE PAPIER-MONNAIE

Financier écossais, John Law devient Ministre sous la Régence de Philippe d'Orléans et tente une audacieuse réforme pour sauver le royaume de la banqueroute avec **l'introduction de la monnaie papier. Law crée en 1716 une banque privée** qui devient la Banque royale en 1718. Son idée est que l'argent n'est qu'un moyen d'échange et ne constitue pas une richesse en soi, la richesse nationale dépend du commerce. Il fonde par ailleurs une grande compagnie de commerce, la compagnie perpétuelle des Indes. Ce couplage permet à la monnaie-papier de Law d'être gagée sur le dynamisme commercial futur de sa compagnie, sur les actions de sa compagnie. Law est donc un précurseur pour avoir réalisé les premières grandes émissions de titres.

Mais, **trop confiant et ambitieux, Law crée plus de monnaie-papier qu'il ne peut le faire en fonction de la valeur des actions de sa compagnie. En 1720, les spéculateurs poussent les titres à la hausse avant de les revendre massivement, provoquant une crise de confiance** : la faillite de la « banque Law » a appauvri ou ruiné 10 % environ de la population française, principalement les riches actionnaires. Cependant, son système, s'il a fait perdre confiance dans le papier-monnaie, a paradoxalement assaini la dette de l'État en la faisant prendre en charge par de nombreux épargnants. Cette expérience se solde par la première grande crise monétaire moderne.

« L'expérience que fit la France avec J. Law fut telle qu'on hésita même à prononcer le nom de « banque » pendant les 150 années suivantes. La banque de France fondée en 1800 fut une exception. Celle-ci mise à part, il est révélateur de constater que les institutions bancaires se nommèrent caisses, crédit, société ou comptoir, mais pas banque ».

C. Kindleberger, *Histoire financière de l'Europe occidentale*. (1990)



Qui crée la monnaie et comment ? La réponse à ces questions est délicate et la création monétaire est un processus souvent considéré comme mystérieux. D'autant plus mystérieux que la réponse, les banques créent de la monnaie à partir de rien, est très largement contraire à l'intuition. Une deuxième question se pose immédiatement : comment le contrôler la création monétaire et éviter qu'elle ne s'emballe ?

2

LE PROCESSUS DE CRÉATION MONÉTAIRE

**Il paraît que la
Banque centrale a
augmenté la masse
monétaire.**

**J'ai vérifié.
Aucune trace sur
mon compte.**



2.1.

L'ESSENTIEL DE LA MONNAIE EST CRÉÉ PAR LES BANQUES COMMERCIALES

La première image que l'on a de la création monétaire est celle de la « planche à billets » de la Banque centrale. Pourtant elle ne représente qu'une fraction limitée de la création de monnaie. Ce pouvoir est en fait partagé entre plusieurs agents. Les banques de second rang (les banques commerciales) ont la possibilité de créer de la monnaie, elles en réalisent d'ailleurs la grande partie via l'octroi de crédits. Comment les banques créent-elles de la monnaie ?

LES BANQUES COMMERCIALES CRÉENT DE LA MONNAIE À L'OCCASION D'OPÉRATIONS DE CRÉDIT

La création monétaire des banques commerciales est liée à leur activité de crédit. On imagine souvent qu'une banque se contente de prêter à un agent les sommes qu'elle a collectées auprès d'autres agents. Elle ne serait dans ce cas qu'un simple intermédiaire entre un prêteur et un emprunteur. **En réalité, lorsqu'une banque accorde un crédit à un agent, elle crédite son compte et crée, par ce biais, un droit à utilisation d'une certaine quantité de monnaie.** Ce droit ne prive aucun autre agent, il s'agit bien de monnaie supplémentaire. Les crédits autorisent les bénéficiaires à établir des chèques reçus par leurs créanciers qui les remettront à d'autres guichets.

Il y a création monétaire lorsqu'une banque accorde un crédit et destruction de monnaie lors du remboursement. Plus généralement, une banque crée de la monnaie lorsqu'elle acquiert un actif non monétaire (réel, si elle achète un immeuble ; financier dans le cadre d'opérations d'escompte ou de prêts) en créditant le compte d'un agent. **C'est ainsi par le biais d'une créance sur elle-même que la banque crée de la monnaie.** La confiance joue donc un rôle essentiel dans le processus de création monétaire.

« LES CRÉDITS FONT LES DÉPÔTS »

Le mécanisme du crédit est à l'origine du besoin de liquidités. Une entreprise productrice de biens ou de services a besoin de crédit pour financer son activité. En effet, entre le moment où elle doit régler ses achats (matières premières, salaires et charges sociales, impôts, loyers...) et celui où elle va recevoir le paiement des marchandises ou des services qu'elle a vendus, il s'écoule un certain délai. Les clients de l'entreprise au moment de la livraison vont signer une promesse de règlement à une échéance convenue (lettre de change, effet de commerce, billet à ordre), car ils ne disposent pas de liquidités avant d'avoir vendu. L'entrepreneur doit alors attendre le terme pour obtenir le paiement définitif de sa production. Mais si l'entrepreneur doit faire face à des paiements avant l'échéance contractuelle (versement des salaires ou de cotisations sociales par exemple), la banque commerciale intervient. Après évaluation du risque (de ne pas être remboursée dans les délais prescrits, ou de la défaillance de son client), celle-ci va consentir une avance en monnaie à son client. La banque peut en outre se charger de l'encaissement de l'effet. La banque facture alors à son client un intérêt correspondant au délai à courir entre la mise à disposition des fonds et l'encaissement de l'effet ; s'y ajoute une commission pour le service rendu.

UNE PRATIQUE COMMERCIALE RÉPANDUE : L'ESCOMPTE

L'escompte est une des formes de **crédit professionnel à court terme**. Supposons un fournisseur qui a vendu des marchandises à un client et lui a accordé un délai de paiement. Sa créance est matérialisée par une lettre de change payable à échéance convenue. Dans le cas où le vendeur a besoin de ces fonds immédiatement (par exemple pour payer un autre fournisseur) il peut demander à sa banque de lui avancer la somme correspondante.

Pour une entreprise, l'escompte présente de nombreux avantages :

- une trésorerie plus positive qu'un autre mode de financement traditionnel de court terme (facilité de caisse, découvert autorisé) ;
- Une réduction du risque global d'impayés clients ;
- les créances détenues sur les clients ne sont pas comptabilisées dans le bilan, (puisqu'elles ont fait l'objet d'une cession à la banque).

En échange de cette avance de fonds, la banque prélève différents frais : des commissions, des intérêts calculés sur le montant de l'effet de commerce remis à l'escompte. Ces intérêts sont aussi calculés sur la durée de l'avance des fonds qui est faite (entre le moment de la remise et la date d'échéance de l'effet).

LES OPÉRATIONS DE CRÉDIT CRÉENT LA MONNAIE

Une banque crée un dépôt de 1 000 € lorsqu'elle accorde un crédit du même montant. L'opération se formalise par un simple jeu d'écriture (→ monnaie scripturale). On parle aussi de monnaie de crédit.

Banque

Actif	Passif
Créances :	Dépôts (compte Martin) :
+ 1 000	- 1 000

M. Martin

Actif	Passif
Compte à vue :	Dette à l'égard de la banque :
+ 1 000	- 1 000

→ Les crédits font les dépôts

La banque n'a pas besoin de disposer de dépôts équivalents pour accorder un nouveau crédit. Elle crée de la monnaie *ex nihilo* (à partir de rien).

L'accord d'un nouveau crédit va provoquer un dépôt supplémentaire et disponible dans l'économie du même montant.

CRÉDITS, DÉPÔTS ET CRÉATION MONÉTAIRE

Suivant le même principe que les banques du XVII^e siècle qui créaient de la monnaie-papier en contrepartie d'effets de commerce, les **banques commerciales créent aujourd'hui de la monnaie dématérialisée en contrepartie de titres de créances**. Non seulement, les banques commerciales prêtent en totalité la monnaie qu'on leur a confiée, et dans ce cas « les dépôts font les crédits », mais **elles prêtent aussi de la monnaie qu'elles n'ont pas en dépôt, ce sont alors « les crédits qui font les dépôts »**.

La monnaie scripturale dématérialisée relève donc d'un processus de création propre aux banques commerciales, et sans ce processus cette monnaie n'existerait pas.

Créer de la monnaie est très facile pour une banque commerciale, car **cette opération se limite à un simple jeu d'écriture**. La comptabilité d'une banque se décompose en un actif et un passif :

- l'actif est ce qu'on doit à la banque, ce sont des « actifs financiers », des titres de créance, de la monnaie que la banque a prêtée et qui lui rapporte des intérêts.
- le passif est ce que la banque doit à ses déposants, la monnaie qu'on lui a confiée et qui est inscrite sur les comptes de dépôt.

Ainsi, lorsque une banque prête 1000 € à un emprunteur :

- l'opération crée un titre de créance de 1000 €, comptabilisé en actif pour la banque ;
- ces 1000 € sont inscrits sur le compte de l'emprunteur, comptabilisés au passif de la banque.

La banque inscrit donc la même somme à son actif et à son passif, et son bilan reste équilibré. C'est également vrai si la banque ne possédait pas ces 1000 € au préalable, et a profité de l'opération pour les créer.

CRÉATION ET DESTRUCTION DE MONNAIE

Les idées reçues relient encore souvent la monnaie en circulation à l'or détenu dans les coffres de la Banque centrale ou encore la création de monnaie à la « planche à billets ». Or, la monnaie est aujourd'hui le résultat d'un processus de création *ex nihilo* par les banques.

Comment la monnaie est-elle créée ? Elle résulte d'un **processus de monétisation de créance**. **Les banques sont caractérisées par ce pouvoir de création monétaire, c'est ce qui les distingue des autres institutions financières**. Si un entrepreneur dispose d'une créance sur un autre entrepreneur, il peut sous certaines conditions transférer cette créance à une banque qui lui remettra en contrepartie un avoir monétaire sous la forme d'une somme inscrite au crédit du compte de l'entreprise créancière. **La monnaie dont dispose ainsi l'entreprise est créée par la banque à l'occasion d'un crédit**. Ce sont donc bien « les crédits qui font les dépôts ».

À l'échéance, la banque devra se faire rembourser la créance auprès du débiteur. **La quantité de monnaie correspondante est détruite lorsque le crédit échu fait l'objet d'un remboursement**. La banque efface la créance de son bilan, ce qui correspond à une destruction de monnaie. Le crédit peut donc être vu dans ce sens comme une **création « temporaire » de monnaie**. Il y a donc « création nette » de monnaie lorsque les crédits l'emportent sur les crédits remboursés.

➔ La quantité de monnaie en circulation dans une économie à un moment donné est donc le résultat d'un processus de création et de destruction de monnaie. Si cette quantité de monnaie augmente, c'est que les opérations de création de monnaie l'emportent sur les opérations de destruction de monnaie.

LES BANQUES SONT SOUMISES À PLUSIEURS TYPES DE CONTRAINTES

Dans une économie simplifiée, avec une seule banque, le pouvoir de création monétaire paraît illimité. Rien n'empêche une banque de créer de la monnaie, sauf le risque de perte de confiance des titulaires de comptes. Si aucune contrainte de conversion dans une autre unité monétaire ne pèse sur la banque, elle peut créer autant de monnaie qu'elle le souhaite. En réalité, **les banques sont soumises à plusieurs types de contraintes**. Tout d'abord, il n'y a que rarement une seule banque ! Or **les unités monétaires des différentes banques ne sont pas identiques. Elles ont la même valeur, mais ne sont pas directement transférables**. Lorsqu'une entreprise et son salarié n'ont pas leurs comptes dans la même banque, celle de l'entreprise doit se procurer des unités monétaires acceptées par celle du salarié : de la **monnaie Banque centrale** (appelée encore base monétaire), sous forme de billets ou de monnaie scripturale. Cette contrainte vient limiter le pouvoir de création monétaire des banques. Cela constitue une fuite dans leurs circuits monétaires.

À cette limite, liée à la multiplicité des banques, il faut rajouter des **normes imposées par les autorités monétaires**. **Pour contrôler la quantité de monnaie en circulation, elles obligent les banques commerciales à détenir des réserves, sous forme de monnaie Banque centrale**. Chaque fois que les banques accordent des crédits – créant ainsi de la monnaie –, elles doivent se procurer de la monnaie Banque centrale. Cela représente un coût et peut les dissuader d'accorder trop facilement des crédits.

2.2.

LA BANQUE CENTRALE CONTRÔLE LA QUANTITÉ DE MONNAIE EN CIRCULATION

En créant la monnaie centrale à la disposition des banques commerciales, la Banque centrale joue bien un rôle dans la création monétaire, mais elle n'est pas pour autant à l'origine de la monnaie dématérialisée que l'on trouve sur les comptes courants des clients des banques.

Si la Banque centrale crée de la monnaie, elle a surtout la capacité de contrôler la quantité de monnaie en circulation.

LA BANQUE CENTRALE CRÉE AUSSI DE LA MONNAIE

Le pouvoir de création monétaire de la Banque centrale est bien moins important que celui des banques de second rang. Elle crée de la monnaie dans plusieurs cas :

- 1) Lorsqu'elle opère la **conversion de devises étrangères**. Certaines opérations liées au commerce extérieur, exportations de marchandises, entrées de capitaux, afflux de touristes, etc. donnent lieu à des entrées de devises sur le territoire national. Les agents demandent donc leur conversion en monnaie nationale. Ces devises se retrouvent dans le circuit des banques commerciales qui demandent la conversion en monnaie nationale à la Banque centrale. En fin de compte, la Banque centrale opère une monétisation de la créance.
- 2) Lorsqu'elle accepte de **repandre à son compte des créances monétisées par les banques commerciales**. Ces dernières, face à un besoin de liquidités, peuvent demander à la Banque centrale d'échanger des titres qu'elles détiennent contre de la monnaie Banque centrale. Cela peut se faire par le biais du réescompte, ou par des interventions sur le marché monétaire.
- 3) Dans certains cas, **la Banque centrale peut consentir des avances à l'État** (au Trésor public en fait). Elle se comporte alors comme les banques commerciales vis-à-vis de leurs clients. Cette pratique a été interdite dans le cadre communautaire depuis 1993. Elle peut toujours se porter acquéreur de bons du Trésor, dans le cadre d'une action de refinancement bancaire, mais **elle ne peut plus directement financer un déficit public**. Cette mesure s'inscrit dans le cadre de l'indépendance des Banques centrales et est destinée à **éviter toute monétisation d'un déficit budgétaire jugée dangereusement inflationniste**.

LES OPÉRATIONS BANCAIRES ET LA MASSE MONÉTAIRE

Opération	Modalité	Conséquence sur la masse monétaire
X signe un chèque de 100 € à Y	Compte de X débité - 100 € Compte de Y crédité + 100 €	Opération blanche : pas de variation de la masse monétaire.
X dépose 1 000 € en billets sur son compte	Compte de X crédité + 1 000 € Les billets vont au coffre.	Les billets serviront à une opération de sens inverse : pas de variation de la masse monétaire.
La banque prête 10 000 € à Y Y rembourse les 10 000 €	Compte de Y crédité + 10 000 € Compte de Y débité - 10 000 €	La masse monétaire augmente entre la date du crédit et celle du remboursement.

LA BANQUE CENTRALE DÉTIENT LE MONOPOLE DE L'ÉMISSION DES BILLETS DE BANQUE

La monnaie créée directement par la banque centrale est qualifiée de « **base monétaire** ». Elle se compose des billets en circulation (environ 15 % de l'agrégat monétaire M1) et des avoirs monétaires détenus par les titulaires de comptes auprès de la BC, c'est-à-dire principalement les banques commerciales.

Une partie de ces dépôts à la BC est formée des « réserves obligatoires » qui répondent à l'obligation pour les établissements financiers de détenir à la BC un pourcentage minimum des dépôts de leurs clients. Ce pourcentage est de 1 % en zone euro et il est rémunéré.

À partir de cette base monétaire, les banques commerciales, par les crédits qu'elles accordent, peuvent accroître, en fonction de la demande, la quantité de monnaie scripturale et donc la masse monétaire.

Le monopole de l'émission de billets de banque par une Banque centrale doit être rapproché de la décision historique de leur conférer un cours forcé. En dispensant l'institut d'émission du remboursement des billets en monnaie métallique, le lien contractuel entre l'émetteur de la monnaie fiduciaire et le détenteur de cette monnaie s'est trouvé rompu lorsque **la Banque de France fut dotée, en 1803, du privilège exclusif d'émission à Paris, généralisé à l'ensemble du pays en 1848.** Le cours forcé du franc n'est cependant devenu définitif qu'à compter de 1936. Il s'est imposé pendant la première guerre mondiale ou entre les deux guerres dans la plupart des pays. Seuls, les États-Unis ont conservé une forme de convertibilité de leur monnaie (limitée aux relations entre Banques centrales et Trésor américain) jusqu'en 1971 (fin de la convertibilité-or).

LE COÛT DU REFINANCEMENT BANCAIRE PERMET À LA BANQUE CENTRALE DE CONTRÔLER L'ÉMISSION DE MONNAIE DE CRÉDIT

Si une banque n'a pas dans ses comptes auprès de la Banque centrale un montant suffisant pour faire face aux paiements de ses clients, elle est obligée d'emprunter sur le marché monétaire : on parle de refinancement.

La Banque centrale joue un rôle de prêteur en dernier ressort à la fois pour garantir la stabilité du système bancaire, pour éviter des banqueroutes, mais également pour contrôler l'émission de monnaie par le biais du crédit. Il en résulte que si le taux sur le marché monétaire est plus élevé que le taux auquel une banque a prêté à ses propres clients, elle perd de l'argent. Ces mécanismes de marché vont ainsi réguler la diffusion du crédit dans l'économie. Quand les banques augmentent les crédits qu'elles accordent, sans que la Banque centrale ait augmenté sa base monétaire, il y a une concurrence accrue entre les banques, le taux d'intérêt a alors tendance à s'élever, ce qui accroît le coût du refinancement des banques auprès de la Banque centrale, et entraînera à terme une diminution des crédits accordés.

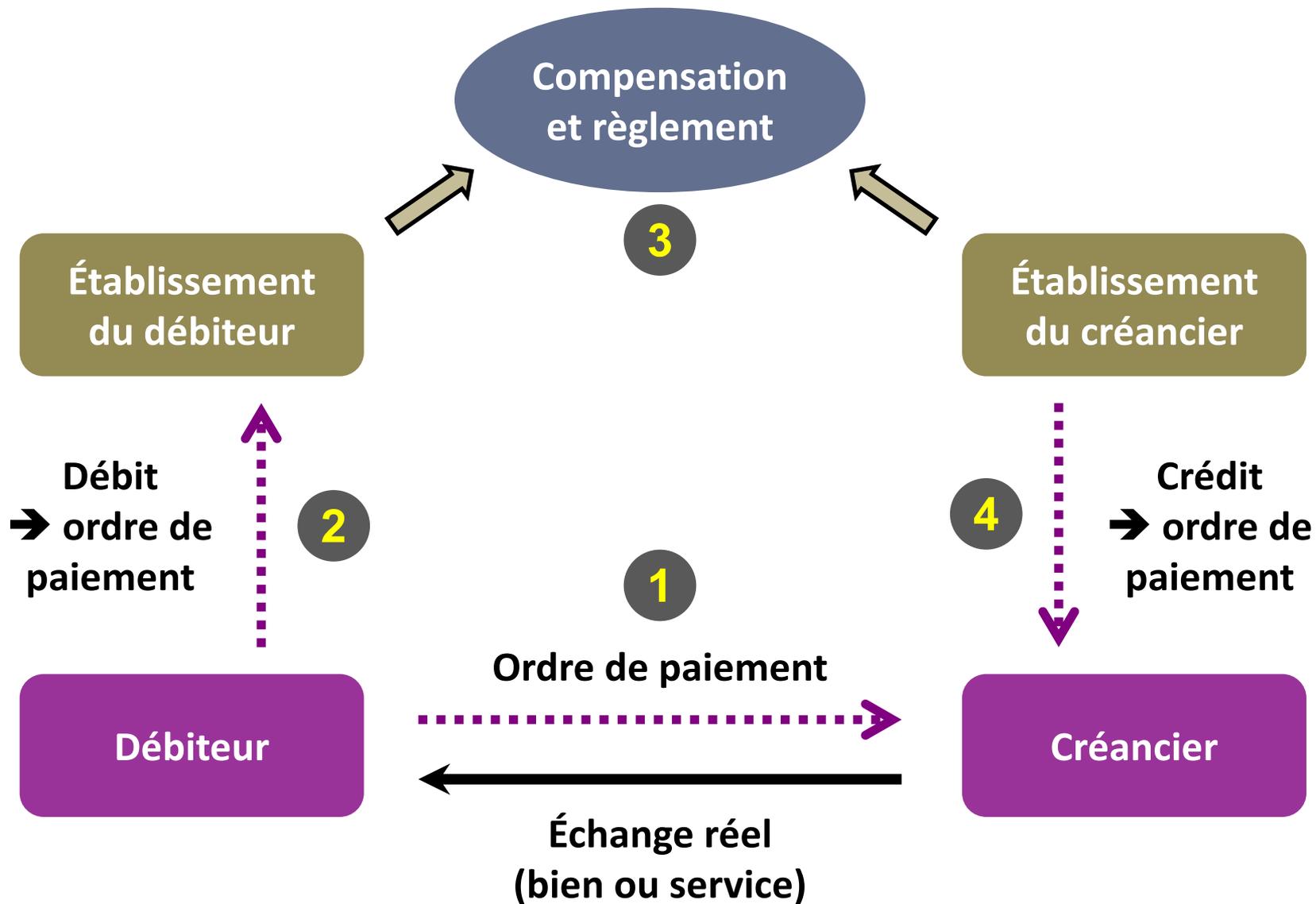
LES BANQUES ONT BESOIN DE « MONNAIE CENTRALE »

Une banque commerciale doit détenir de la monnaie centrale pour trois raisons :

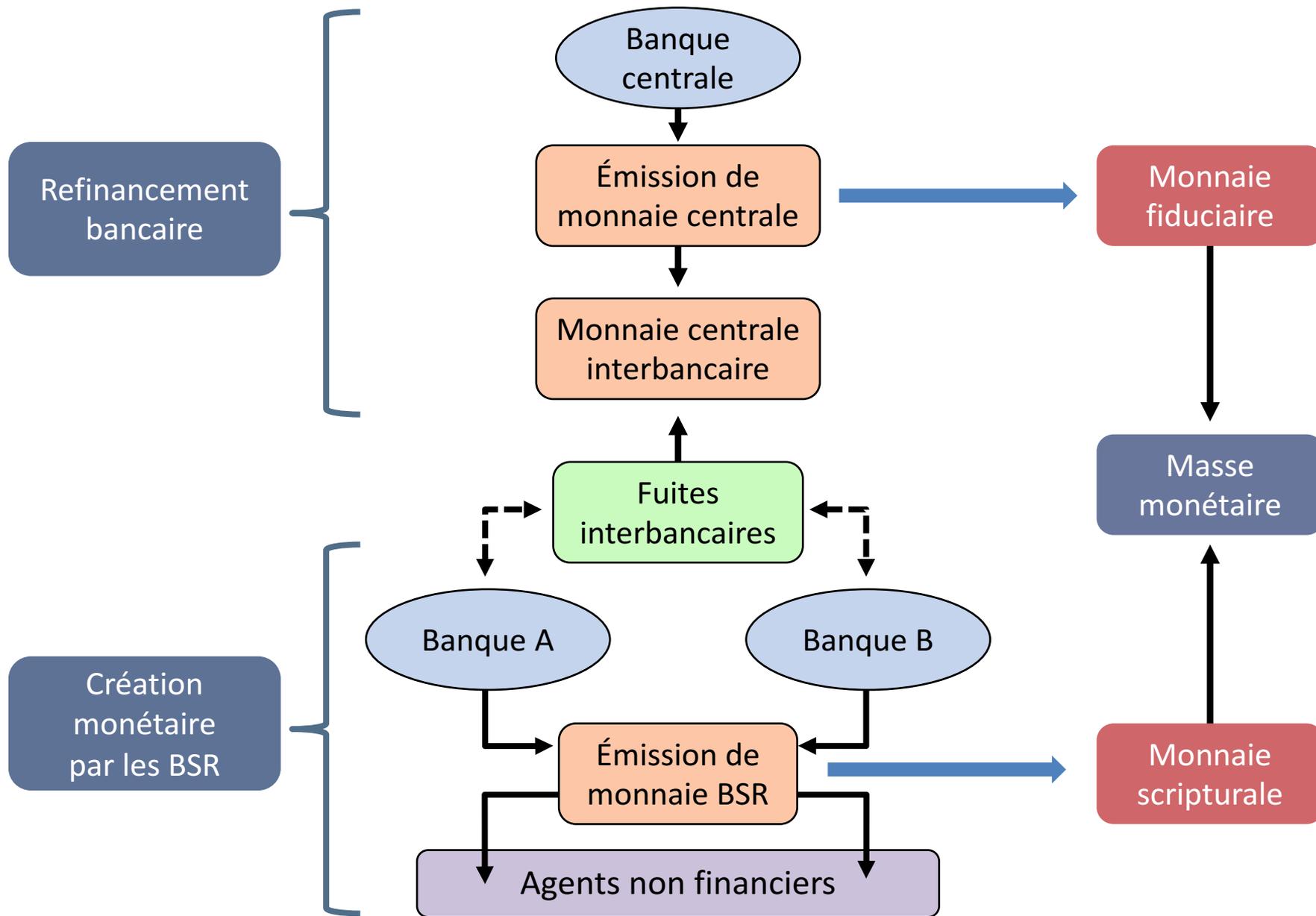
- 1) fournir les billets à ses clients ;
- 2) régler les autres banques (qui ne sont pas intéressées par la monnaie bancaire puisqu'elles la fabriquent « gratuitement ») : c'est la compensation interbancaire ;
- 3) déposer les réserves obligatoires à la Banque Centrale.

Le coût de la création monétaire étant presque nul, une banque peut être tentée d'en abuser puisque le crédit est la principale source du revenu bancaire. **La monnaie centrale (MC) a pour fonction de garantir la sécurité puisque les autres monnaies sont nécessairement convertibles en MC. La rareté de la MC limite donc la possibilité pour les banques de délivrer du crédit.**

LA COMPENSATION INTERBANCAIRE



CRÉATION MONÉTAIRE ET REFINANCEMENT BANCAIRE



LES BANQUES ET LA MONNAIE CENTRALE

Opérations des banques et de leurs clients	Opérations en monnaie centrale qui en découlent	Conséquences sur la position des banques en monnaie centrale
<p>Une banque accorde un crédit en approvisionnant le compte du client : la masse monétaire augmente.</p> <p>Le client dépense la somme par retrait ou par transfert.</p> <p>Les bénéficiaires déposent les sommes sur leur compte.</p> <p>Ils dépensent les sommes gagnées par retrait ou transfert.</p>	<p>Déficit ou excédent de billets pour couvrir les besoins du guichet.</p> <p>Solde positif ou négatif à la compensation interbancaire.</p> <p>Hausse ou baisse des réserves obligatoires auprès de la BC.</p>	<p>La banque calcule le taux de réserve libre qui lui permet de faire face à ses obligations en monnaie centrale (guichet, compensation interbancaire).</p> <p>Elle ajoute les réserves obligatoires déposées sur un compte à la BC, qui garantissent sa solvabilité.</p> <p>La banque établit ses besoins en MC : si ses avoirs sont insuffisants, elle est demandeuse de MC sur le marché monétaire (refinancement), dans le cas inverse, elle est offreuse de MC.</p>

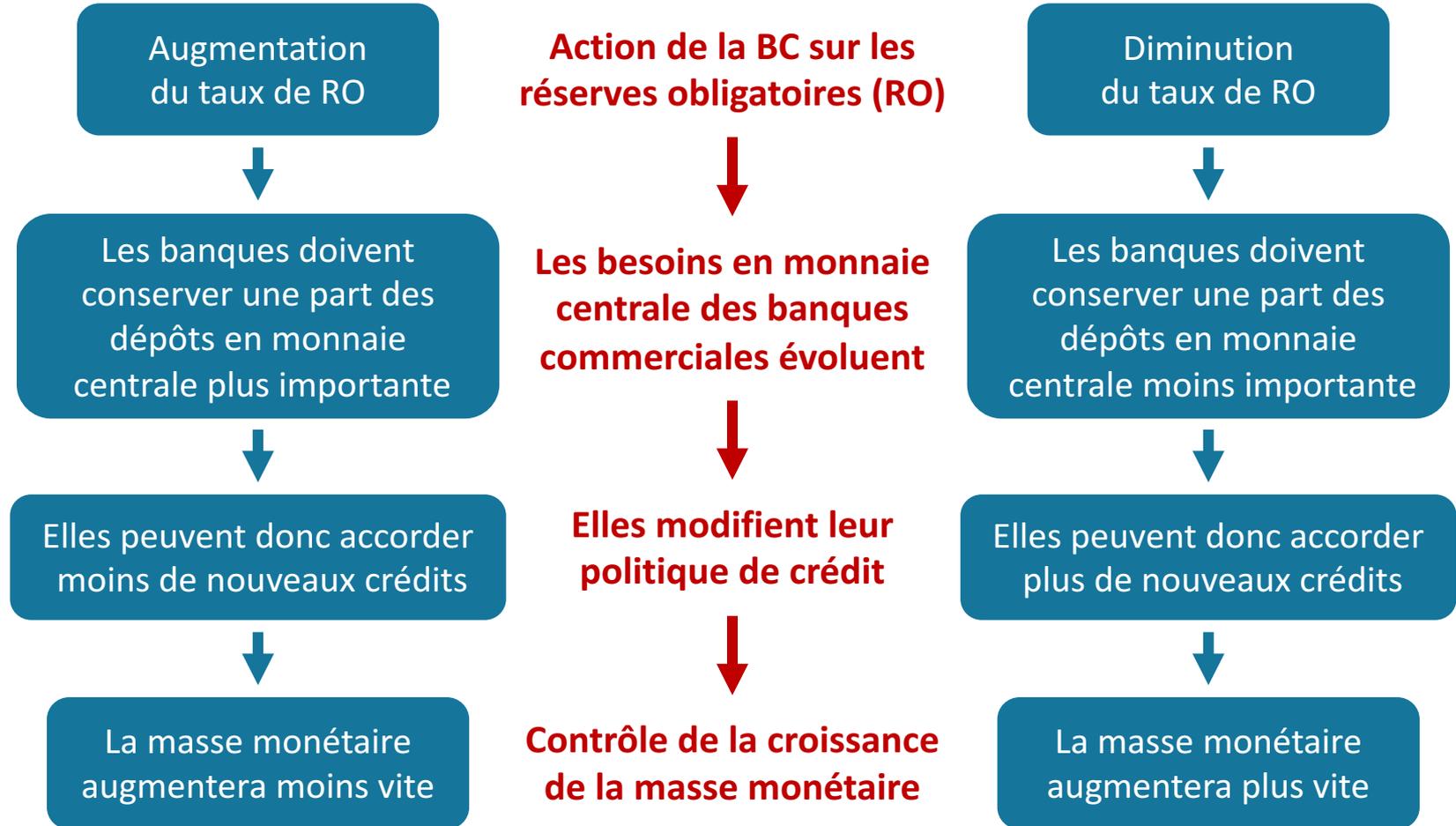
LES RÉSERVES OBLIGATOIRES FREINENT LA CRÉATION MONÉTAIRE PAR LES BANQUES COMMERCIALES

Autre instrument de contrôle, **les besoins de liquidités des banques sont accrus artificiellement par les réserves obligatoires** : les banques sont obligées de déposer auprès de la Banque centrale, sans rémunération, une somme correspondant à une fraction des crédits qu'elles accordent. **Ces réserves obligatoires freinent la création monétaire par les banques.** Cependant, la modification du taux des réserves obligatoires est rare et, au quotidien, la banque centrale agit surtout par ses interventions sur le marché monétaire. Cette action sur le marché monétaire a deux effets. **Les banques sont évidemment sensibles au coût de l'approvisionnement en billets. Si ce coût est élevé, elles renonceront à certaines opérations de prêt peu rentables, ce qui réduit la création monétaire.**

Les variations des taux d'intérêt du marché monétaire sont répercutées sur les taux d'intérêt que les banques exigent pour prêter de l'argent. Les ménages et les entreprises réagissent à la variation des taux d'intérêt : une hausse des taux freine les dépenses et une baisse les accroît.

➔ **Les Banques centrales ont donc la capacité de faire varier la quantité de monnaie en circulation.** Elles le font avec l'objectif de maintenir la stabilité des prix. Influencées par les théories monétaristes, **elles avaient l'habitude de se donner un objectif de progression de la masse monétaire. Mais le lien entre le niveau général des prix et la masse monétaire en circulation étant trop approximatif, cet objectif a été abandonné au profit d'un objectif d'inflation.**

LA BANQUE CENTRALE ORIENTE LA CRÉATION MONÉTAIRE DES BANQUES



Ainsi, si la BCE veut ralentir l'augmentation de la masse monétaire (politique de rigueur) elle va augmenter son taux de RO. Au contraire, si elle souhaite favoriser une augmentation plus forte de la masse monétaire (politique de relance), elle va réduire les contraintes de mise en réserve des banques commerciales en diminuant son taux de RO.

LA BANQUE CENTRALE ASSURE DES FONCTIONS ESSENTIELLES À L'EXISTENCE DE LA MONNAIE

La monnaie est un bien collectif qui procure un service non facturable à ses bénéficiaires, i. e. la société tout entière. Sans son institutionnalisation et sa hiérarchisation sous l'égide de la BC, la monnaie disparaîtrait ; **le monopole est nécessaire car les relations spontanées de marché sont incapables de produire la discipline qui garantit la confiance.**

La BC équilibre le marché de la monnaie en contrôlant le volume et le prix du refinancement :

- quand les banques n'ont pu trouver entre elles sur le marché monétaire un financement suffisant, elle augmente son émission afin d'empêcher leur asphyxie ;
- en cas d'excès du crédit, elle limite la création monétaire en rendant la monnaie centrale plus rare donc plus chère en la rachetant (ventes de titres).

La BC est le prêteur en dernier ressort, celui qui assume le risque systémique. En cas de faillite, une panique se déclenche (*run*), s'il s'agit d'une institution importante, l'État doit empêcher la banqueroute car, la monnaie ne reposant que sur la confiance, plus personne ne l'accepterait, il se produirait une fuite vers des valeurs-refuges, une débanCARISATION. Le risque systémique a fortement augmenté avec la globalisation financière.

LA BANQUE CENTRALE JOUE LE RÔLE DE « PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT »

Après avoir accordé des crédits, une banque commerciale peut avoir besoin de se refinancer à la Banque centrale, et contraindre celle-ci à lui assurer son refinancement (par le réescompte de ses créances, par exemple). La Banque centrale peut accepter cette position contraignante de façon temporaire pour soutenir le système bancaire ou les entreprises en général. **Dans ce cas, le mécanisme est celui d'un diviseur de crédits puisque c'est la masse monétaire qui détermine la base monétaire**, et les crédits le montant du refinancement en monnaie centrale. Cette situation n'est cependant tenable qu'en cas de crise qui justifierait une telle intervention de la Banque centrale.

En 1985, la Fed apporte 17 mds de \$ pour garantir les dépôts de la *Continental Illinois* en faillite (8^{ème} américaine → risque systémique), mais elle laisse l'assurance interbancaire (*Federal Deposit Insurance Corporation*, FDIC) traiter 100 à 200 petites faillites par an (risque individuel). De même, **l'empressement des BC à faciliter le crédit a évité la catastrophe lors des krachs** de 1987, 1994 (Mexique), 1997 (Asie), 1998 (Russie, Brésil), 2001 (Argentine, Turquie), 2007 (*subprime*).

→ À long terme, toutefois, les banques commerciales sont contraintes en pratique de suivre une politique de crédits conforme aux orientations de la Banque centrale.

LES BANQUES « SYSTÉMIQUES » SOUS SURVEILLANCE

Créé en 2009, le Conseil de Stabilité financière (CSF) est né d'une initiative du G20 lors de la crise financière afin de mettre en place les principes de régulation et de supervision permettant d'assurer la stabilité financière. Le G20 avait décidé que les plus grandes banques – celles dont la taille et la complexité peuvent menacer la stabilité du système financier international en cas de faillite –, devaient disposer de fonds propres supplémentaires en fonction du risque qu'elles présentaient.

Le CSF a identifié 30 banques considérées comme « systémiques » dont 8 américaines, 4 britanniques, 5 françaises et 4 chinoises. Les établissements considérés comme les plus grands et les plus complexes (Citigroup et JP Morgan) se voient imposer une surcharge de fonds propres de 2,5 % de leurs engagements pondérés des risques (capital à mettre en réserve pour pouvoir absorber des chocs en cas de crise). HSBC, BNP Paribas et Deutsche Bank pointent dans la catégorie des 2 %. D'autres « banques systémiques » bénéficient d'une « surcharge » plus légère.

Pour une banque, le fait d'être désignée comme « systémique » constitue une sorte de garantie d'être sauvée (par l'État ou par la Banque centrale) en cas de problème. Le point négatif pour elle, c'est qu'elles doit être plus prudente que les autres banques, notamment en présentant un ratio de fonds propres plus élevé. Or, dans le secteur bancaire, « être prudent » signifie gagner moins d'argent.

LES BANQUES « SYSTÉMIQUES » SOUS SURVEILLANCE

Après la faillite de Lehman Brothers (2008) le G20 s'est penché sur la question des « institutions systémiques », préconisant la mise en place de normes spécifiques et proportionnées au coût d'un éventuel défaut, afin d'encadrer l'activité des plus grandes institutions financières internationales. L'objectif était de mettre un terme à la situation « d'aléa moral » lié à l'existence d'institutions trop grandes (*too big to fail*) ou trop interconnectées pour faire faillite compte tenu des risques qu'elles font courir au secteur financier et à l'économie réelle. En effet, de telles institutions pouvaient espérer un soutien public en cas de difficulté et, de ce fait, être tentées de prendre davantage de risque.

Sont définies comme « systémiques » les institutions dont « la faillite désordonnée, en raison de leur taille, complexité et de leur interconnexion systémique, causerait des troubles importants au système financier dans son ensemble et à l'activité économique ». Au niveau mondial, la désignation des entités systémiques (banques et assurances) a été confiée au Conseil de Stabilité Financière créé en 2009.

L'identification d'institutions systémiques permet de leur appliquer des mesures de supervision spécifiques qui visent, à la fois, à réduire les risques posées par ces institutions et à **limiter l'aléa moral qui résulte de la garantie publique implicite** qu'elles reçoivent. Les institutions « systémiques » font ainsi l'objet de mesures de supervision renforcées, par exemple des exigences de capital supplémentaires.

Bucket ¹⁰	G-SIBs in alphabetical order within each bucket
5 (3.5%)	(Empty)
4 (2.5%)	Citigroup JP Morgan Chase
3 (2.0%)	Bank of America BNP Paribas Deutsche Bank HSBC
2 (1.5%)	Barclays Credit Suisse Goldman Sachs Industrial and Commercial Bank of China Limited Mitsubishi UFJ FG Wells Fargo
1 (1.0%)	Agricultural Bank of China Bank of China Bank of New York Mellon China Construction Bank Groupe BPCE Groupe Crédit Agricole ING Bank Mizuho FG Morgan Stanley Nordea Royal Bank of Scotland Santander Société Générale Standard Chartered State Street Sumitomo Mitsui FG UBS Unicredit Group

LES BANQUES SYSTÉMIQUES (fin 2016) *global systemically important banks (G-SIBs)*

Le classement tient compte de l'importance du risque que présente chaque établissement, compte tenu de son poids et de ses connexions avec l'économie mondiale. Aucune banque n'est désignée au niveau 5.

Le *bucket* désigne la surcharge de fonds propres supplémentaires que la banque doit garder en réserves en cas de crise.

Le classement est régulièrement réévalué et la surveillance d'une centaine de banques est assurée par le Comité de Bâle. Mais celui-ci souhaite intégrer les activités « assurances » des groupes bancaires afin de réévaluer le risque auquel les banques sont réellement exposées. Les banques françaises verraient alors remonter leur position dans le classement.

LA BANQUE CENTRALE INTERVIENT ESSENTIELLEMENT SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE

Dans une économie de marché, la régulation de la quantité de monnaie en circulation est essentielle. L'opinion commune est que ce sont les Banques centrales qui créent la monnaie puisqu'elles créent les billets de banque. Mais les billets et les pièces ne représentent que 5 % environ de la masse monétaire : la plupart des paiements se font par transfert de compte à compte de monnaie n'existant que sous forme d'écriture dans les mémoires électroniques des banques. Cette monnaie « scripturale » est créée par les banques lorsqu'elles accordent des crédits.

L'action de la Banque centrale sur la quantité de monnaie en circulation dans l'économie est donc indirecte. La création de monnaie scripturale engendre pour les banques un besoin d'argent liquide à peu près proportionnel à la quantité de monnaie créée ; on dit qu'elles **doivent « se refinancer »**. Elles se procurent cet argent liquide sur le marché monétaire, en l'empruntant à d'autres institutions financières moyennant un intérêt, contre des titres qu'elles laissent en dépôt. **La Banque centrale intervient sur ce marché monétaire. Elle peut faire varier les liquidités disponibles** (en modulant son offre de billets de banque) et **elle peut faire varier la rémunération qu'elle demande pour fournir de la liquidité aux banques.** Ces opérations, dites *d'open market*, font varier les taux d'intérêt à court terme et la quantité de billets de banque en circulation.

POUR OU CONTRE L'INDÉPENDANCE DE LA BANQUE CENTRALE ?

Soumission au gouvernement (courant keynésien)	La stabilité monétaire ne doit pas avoir la priorité sur l'activité. L'indépendance de la BC est rejetée car elle induirait une préférence pour la monnaie au détriment de l'emploi. C'était le cas de la Banque de France jusqu'en 1993 : les gouverneurs étaient nommés et limogéables par le gouvernement.
Indépendance statutaire (courant libéral + keynésiens de la NEK)	L'indépendance des dirigeants doit garantir leur inflexibilité quant à la stabilité de la monnaie. Comme, en cette matière, tout est anticipation, leur crédibilité (acquise par une pratique rigoureuse) est le moyen d'y parvenir. C'est le cas de la Fed et de la Bundesbank depuis leur création (1913, 1948). Le traité de Maastricht fait obligation de rendre la BC indépendante. En 1993, les statuts de la Banque de France ont été modifiés en ce sens. Cela peut s'assortir soit d'un objectif unique (stabilité des prix, BCE de la zone euro), soit d'objectifs multiples (stabilité des prix, activité, emploi pour la Fed ou la Banque d'Angleterre). Contrairement à ce que l'on croit, cette position n'est pas celle des monétaristes comme Friedman.
Prééminence de la règle (M. Friedman)	Friedman partage avec les autres la priorité à la stabilité, mais il refuse l'indépendance car elle revient à confier la monnaie à des personnalités qui sont, par nature, faillibles. Selon Friedman, seules des règles sont efficaces. Il rejoint Kydland et Prescott dans un célèbre article de 1977 (<i>Rules rather than discretion</i>) où ils affirment que l'État doit se limiter à fixer des règles qui encadrent les comportements des acteurs à l'exclusion de toute intervention discrétionnaire, toujours nocive car elle interdit les équilibres spontanés de marché.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

Pour contrôler l'évolution de la masse monétaire, la Banque centrale européenne (BCE) se réfère à l'évolution des agrégats monétaires M1, M2 et M3. Elle doit s'assurer que son évolution corresponde bien aux besoins de l'économie (évolution de la production de richesses dans l'économie réelle). Selon ses objectifs (lutte contre l'inflation, croissance de la production, de l'emploi...) et sa conception de l'économie, elle va alors décider de ralentir ou d'augmenter l'évolution de la masse monétaire.

Traditionnellement, les Banques centrales mettent l'accent sur les prix à la consommation. Certains chercheurs, comme Michel Aglietta, insistent cependant sur la nécessité de prendre en compte le prix des actifs (les actions, les logements...). En effet, les bulles spéculatives sur les marchés d'actifs sont aujourd'hui la forme essentielle de l'inflation dans les pays développés.

Par ailleurs, on a souvent reproché à la BCE d'avoir un objectif d'inflation trop bas (un niveau proche mais inférieur à 2 % par an), car ne tenant pas compte du processus de convergence des prix au sein de la zone euro, qui se fait essentiellement par une hausse des prix dans les pays où ils sont le plus bas. **Comme certains pays connaissent une hausse des prix plus rapide (du fait de la convergence au sein de la zone euro, qui se fait par le haut), les pays qui ont les niveaux de prix les plus élevés, comme la France ou l'Allemagne, doivent avoir une hausse des prix quasiment nulle, ce qui semble excessivement contraignant.**

CRISE DE 2008 : UNE POLITIQUE MONÉTAIRE ACCOMMODANTE POUR MAINTENIR L'ACTIVITÉ

Face à la crise financière qui débute en 2007-2008, la BCE a adopté un certain nombre de mesures de politique monétaire non conventionnelles : programme de rachat d'actifs financiers (ce qui équivaut à injecter de la liquidité dans l'économie européenne) et opérations de refinancement des banques à taux négatif (à condition qu'elles l'utilisent pour prêter aux entreprises et aux ménages).

Pour ramener l'inflation à un niveau qui stimule l'activité, la BCE a racheté plus de 2 000 milliards d'euros d'actifs au cours des deux dernières années. Ce programme d'achats, appelé assouplissement quantitatif (*quantitative easing*), doit s'achever à la fin de l'année 2017. Toutefois, selon Mario Draghi, « une politique monétaire très accommodante reste nécessaire ». Le risque inflationniste est d'autant plus faible que les capacités excédentaires de main-d'œuvre freinent la hausse des salaires et limitent le risque de dérapage inflationniste.

MULTIPLICATEUR OU DIVISEUR DE CRÉDIT ?

La création monétaire dépend de la capacité des banques à accorder des crédits. Dans le cas où il n'existe qu'une seule banque, le pouvoir de création monétaire est illimité. Mais les banques doivent faire face à des contraintes de liquidité et se procurer de la monnaie Banque centrale, notamment pour répondre aux « fuites » que constituent les demandes de billets de leur clientèle.

Tout crédit accordé se transforme en dépôt, mais la banque n'est pas obligée de détenir la contrepartie de toute cette somme sous forme de réserves. De même, tous les clients ne retirent pas la totalité de leurs dépôts sous forme de billets tous ne demandent pas des billets en même temps. Il existe alors des réserves excédentaires susceptibles d'être prêtées. Les nouveaux crédits accordés donnent alors lieu à une nouvelle création monétaire.

Pour rendre compte du pouvoir de création monétaire du système bancaire, les économistes disposent de **deux schémas explicatifs : le multiplicateur de crédit et le diviseur de crédit.**

LE MULTIPLICATEUR DE CRÉDIT

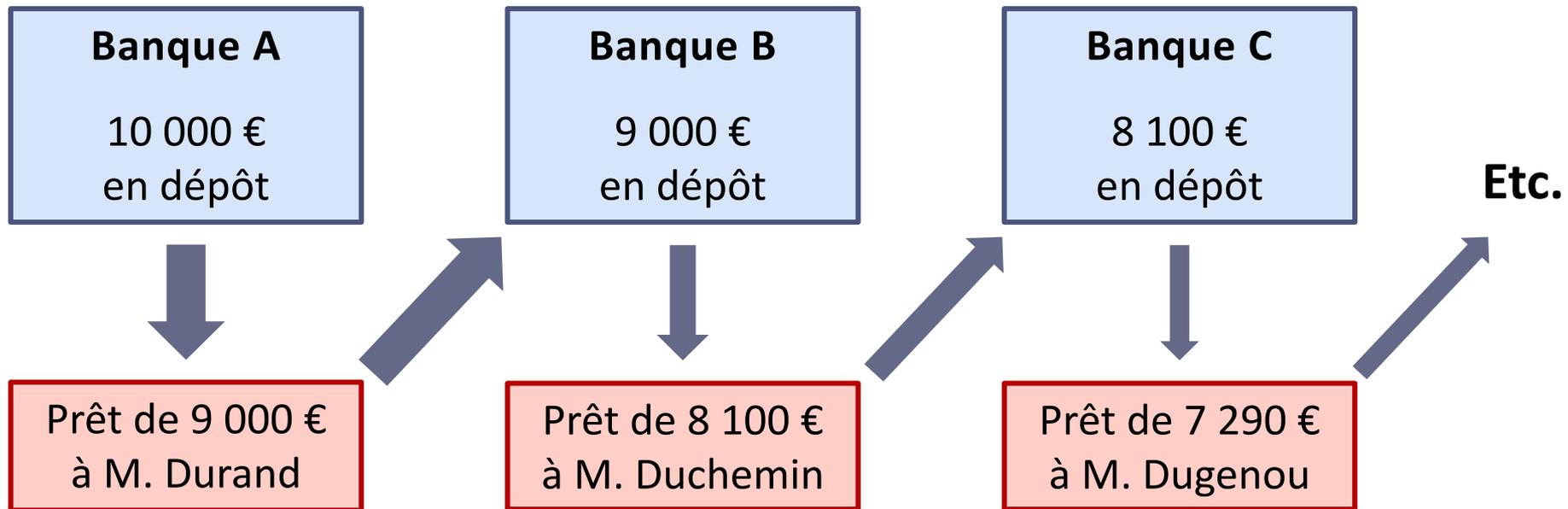
L'idée de multiplicateur de crédit résulte du constat que **toute opération de crédit suscite simultanément un besoin de liquidités.**

Toute opération de crédit met à la disposition du client de la banque une somme qu'il peut transférer dans un autre établissement bancaire. Celui-ci voit le montant des dépôts à vue augmenter. Il doit accroître en conséquence le montant de ses réserves obligatoires. Mais le banquier pourra prêter le montant des réserves excédentaires. Le multiplicateur monétaire mesure le pouvoir de création monétaire des banques. Le banquier doit toujours faire face aux retraits. Si l'expérience lui montre qu'à chaque nouveau prêt il lui revient un quart sous forme de nouveaux dépôts, on peut montrer par un raisonnement simple que s'il dispose de 100 millions d'euros à prêter il pourra dans les faits porter ce montant à 133 millions puisqu'il pourra faire face à chaque instant aux retraits en monnaie centrale grâce aux dépôts nouveaux induits par ces prêts.

Il est possible alors d'établir la relation entre réserves et masse monétaire. En établissant le rapport entre masse monétaire et monnaie centrale, on obtient un multiplicateur. Sa valeur dépend des habitudes de paiement, c'est-à-dire de l'utilisation des espèces monétaires relativement aux dépôts à vue ainsi que des réserves que la Banque centrale impose aux banques de détenir auprès d'elle.

→ Les banques anglaises ont acquis rapidement une suprématie dans la distribution de crédits au XIX^e siècle, car les Britanniques ont accepté très tôt les paiements scripturaux.

LE PRINCIPE DU MULTIPLICATEUR DE CRÉDIT



Si une banque a 10 000 € en dépôt et si elle doit garder 10 % de celui-ci en réserve, elle peut prêter 9 000 €. Les 10 000 € existant toujours sur le compte de dépôts, les 9 000 € prêtés existent maintenant deux fois, il y a bien création monétaire par l'intermédiaire du crédit, cette monnaie ne disparaîtra que quand le crédit arrivera à son terme (destruction monétaire).

En attendant, ces nouveaux 9 000 €, une fois dépensés, aboutiront sur un autre compte de dépôt et la banque réceptrice pourra à son tour accorder un prêt de 8 100 €. Ces 8 100 € aboutiront à leur tour sur un compte de dépôt et permettront à leur tour un nouveau prêt, etc.

Ce système aboutit *in fine* à la possibilité de multiplier (par 10 dans cet exemple) les 10 000 € initiaux. Dans sa version la plus simple, le multiplicateur de crédit est égal à l'inverse du taux de réserve (soit $1/0,1$ dans notre exemple).

UN EXEMPLE DE MULTIPLICATEUR DE CRÉDIT

La création totale de monnaie réalisée par l'ensemble du système bancaire est de :

$$\begin{aligned} & 10\ 000 + 9\ 000 + 8\ 100 + \dots \\ = & 10\ 000 + (10\ 000 \times 0,9) + (10\ 000 \times 0,9 \times 0,9) \dots \\ = & 10\ 000 \times [1 / (1-0,9)] = 10\ 000 \times 10 = 100\ 000 \end{aligned}$$

Dans cet exemple fictif, une création de monnaie de 10 000 conduit à une création totale de monnaie de 100 000. Dans sa version la plus simple, **le multiplicateur de crédit est égal à l'inverse du taux de réserve** (soit $1/0,1$ dans notre exemple).

L'approche en termes de multiplicateur de crédit met en évidence le pouvoir de création monétaire du système bancaire. Mais cette approche fait l'objet de deux critiques :

- 1) elle **suppose que la création de monnaie est subordonnée à la détention par les banques d'avoirs excédentaires en monnaie Banque centrale** ;
- 2) elle conduit à **considérer que la Banque centrale dispose de la maîtrise de l'ensemble de la création monétaire** puisque le contrôle de la monnaie centrale assure le contrôle de la création de monnaie par les banques de second rang.

LE MULTIPLICATEUR DE CRÉDIT LIMITÉ PAR LES « FUITES » VERS LA MONNAIE CENTRALE

L'approche en termes de multiplicateur de crédit met l'accent sur le fait qu'**une opération de création de monnaie déclenche une réaction en chaîne et conduit au total à une création de monnaie qui est un multiple de la création initiale.**

Le raisonnement repose sur le concept de réserves excédentaires. Compte tenu de l'existence de « fuites », les banquiers doivent conserver un certain pourcentage des dépôts qu'ils gèrent sous forme de monnaie Banque centrale. Imaginons qu'un banquier crédite le compte de l'un de ses clients d'un montant de 1000 unités monétaires en contrepartie de la remise de devises par ce client. Imaginons, toujours pour simplifier, que le banquier remette à son tour les devises à la Banque centrale et qu'il obtienne par conséquent 1000 unités monétaires en monnaie Banque centrale. Le bilan de la banque fait donc apparaître au passif 1000 unités monétaires (qui correspondent à la créance détenue par le client sur la banque) et à l'actif 1000 unités monétaires (correspondant à la monnaie Banque centrale qui constituent une créance pour la banque commerciale). Si le banquier considère qu'un taux de réserve de 10 % est suffisant, il va conserver 100 unités monétaires pour couvrir le dépôt de 1000 sur le compte du client et il dispose d'une réserve excédentaire de 900 qu'il va prêter. Ce prêt va faire apparaître un dépôt supplémentaire de 900 qui ne nécessite qu'une garantie de 90, il reste donc une réserve excédentaire de 810 de qui peut faire l'objet d'un prêt, etc.

➔ Dans ce schéma, **la Banque centrale contrôle effectivement la création monétaire puisqu'elle peut faire varier le niveau des réserves** : une hausse limitera la capacité des banques commerciales à créer de la monnaie.

LE DIVISEUR DE CRÉDIT

La critique que l'on peut faire de cette présentation est qu'elle minimise le coût de la liquidité, **or le taux d'intérêt intervient naturellement dans les décisions d'emprunt.**

Les économistes postkeynésiens ont un autre point de vue. Les banques créent des crédits et des dépôts et ensuite font face au besoin de monnaie centrale en raison des demandes de leurs clients et des obligations de réserves obligatoires. Comme l'explique l'économiste postkeynésien Marc Lavoie, « *Le volume de monnaie centrale est lié aux crédits consentis et à la monnaie bancaire par un diviseur de crédit.* »

Dans cette conception, la monnaie centrale est mise à disposition en proportion de la monnaie bancaire. Nicholas Kaldor considère que **la monnaie de la Banque centrale est fournie de manière « endogène », c'est-à-dire en fonction des besoins exprimés par l'activité économique et non pas en fonction de décisions discrétionnaires.** Cependant, le coût de mise à disposition de la liquidité peut s'élever en raison du rythme de la production. La banque risque alors d'être plus prudente dans l'octroi de nouveaux crédits et certains emprunteurs sont découragés.

➔ Dans les deux cas, la recherche de la liquidité délivrée par la Banque centrale exerce un effet régulateur.

LE DIVISEUR DE CRÉDIT

L'approche en terme de diviseur de crédit met au contraire l'accent sur le fait que **les banques commencent par créer de la monnaie** à partir d'une logique commerciale et qu'**elles recherchent ensuite à se procurer la monnaie Banque centrale** qui leur est nécessaire pour faire face aux « fuites ». Par exemple les banques de second rang créent 10.000 unités monétaires en monnaie scripturale et elles se retournent ensuite vers d'autres banques ou vers la Banque centrale pour se procurer les liquidités qui leur sont nécessaires (1000 dans le cas d'un coefficient de réserve de 10 %).

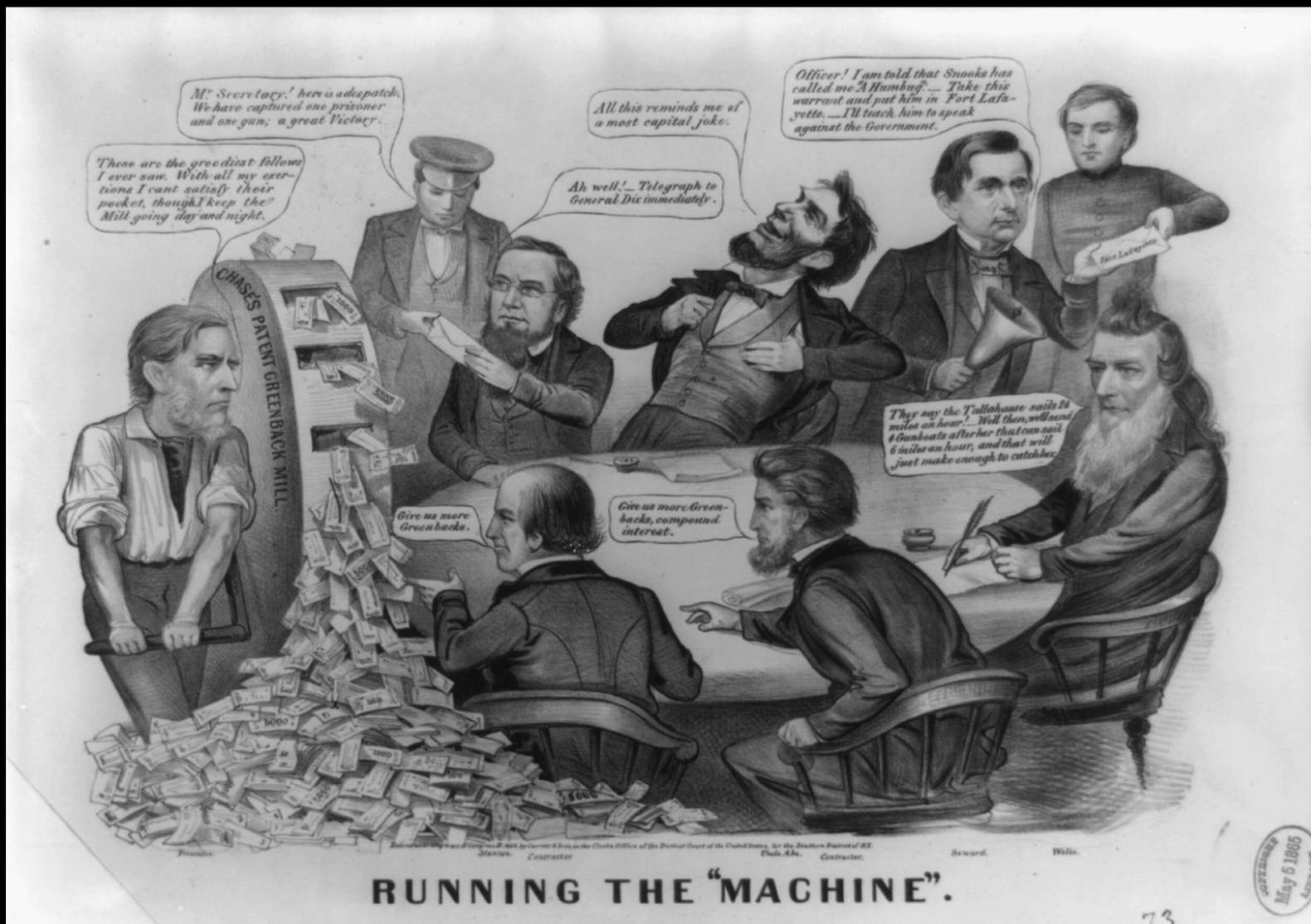
Du point de vue quantitatif, **les deux théories aboutissent à la même conclusion, mais elles décrivent différemment le mécanisme de cette création monétaire**. En particulier, l'approche en termes de diviseur souligne que la création monétaire est bien réalisée « à partir de rien » et que **la Banque centrale est placée devant le fait accompli** : la monnaie ayant été créée par les banques de second rang, la Banque centrale ne peut refuser systématiquement de répondre à leurs besoins de liquidités au risque de provoquer une crise financière.

2.3.

LE CONTRÔLE DE LA MASSE MONÉTAIRE

Si la Banque centrale crée de la monnaie, elle a surtout la capacité de contrôler la quantité de monnaie en circulation. La politique monétaire passe par le canal des taux directeurs. La Banque centrale pilote également la création monétaire par le biais des réserves obligatoires que les banques commerciales doivent déposer chez elle.

« Le privilège de créer et d'émettre de la monnaie n'est pas seulement la prérogative suprême du gouvernement, mais c'est aussi sa plus grande opportunité. » (Abraham Lincoln, Président des États-Unis)



La planche à billets : caricature dénonçant la politique inflationniste de l'administration Lincoln pour financer la guerre de Sécession.

LES AUTORITÉS MONÉTAIRES CONTRÔLENT LES BANQUES DE SECOND RANG

Le pouvoir de création monétaire des banques est potentiellement illimité, cependant en pratique il fait l'objet d'une **double limitation** :

- 1) une limitation institutionnelle qui a historiquement d'abord concerné les banques d'émission et qui prend aujourd'hui la forme du contrôle exercé par les autorités monétaires sur les banques de second rang par le jeu des réserves obligatoires ;
- 2) une **limitation liée à la concurrence interbancaire**. En effet, toute banque de second rang qui crée de la monnaie s'expose à des « fuites » hors de son propre circuit bancaire (par exemple, retrait au guichet en monnaie centrale, virement au bénéfice d'un client d'une autre banque, etc.). **Ces fuites exigent de la banque qu'elle détienne une forme de monnaie qu'elle n'a pas le pouvoir de créer : la monnaie Banque centrale. Une banque qui émet « trop » de monnaie s'expose donc à un risque d'illiquidité** (pénurie de liquidités Banque centrale). Certes, le plus souvent la banque peut se procurer la liquidité qui lui fait défaut en l'empruntant, mais cette opération est coûteuse et réduit la rentabilité de la banque.

MONNAIE EXOGÈNE OU MONNAIE ENDOGÈNE ?

La relation entre la masse monétaire et la monnaie centrale a donné lieu à deux interprétations :

Selon la **théorie monétariste** (M. Friedman) la monnaie est exogène, **la Banque centrale contrôle la monnaie en circulation en faisant varier la monnaie centrale.**

Selon l'approche défendue par les keynésiens, la création monétaire est endogène, c'est-à-dire déterminée par les besoins de financement de l'économie. La causalité est inversée → la Banque centrale s'adapte aux besoins de l'économie. Le multiplicateur monétaire devient le diviseur monétaire.

Cette opposition entre monnaie exogène et monnaie endogène est ancienne. Au XIX^e siècle, ces deux conceptions de la monnaie s'opposent, sous le régime de l'étalon-or : d'un côté les défenseurs du **currency principle** – notamment D. Ricardo –, défendent le rattachement strict de l'émission monétaire au stock d'or détenu par la Banque d'Angleterre, rendant la monnaie exogène. Les partisans du **banking principle**, T. Tooke et H. Thornton, considèrent la monnaie comme endogène car l'émission monétaire doit répondre d'abord aux besoins de l'économie.

En 1844, le *Bank Charter Act* donne raison aux partisans du *currency principle*.

L'évolution du système monétaire contemporain a fait voler en éclats cette conception. Aujourd'hui, les Banques centrales ont abandonné l'objectif de contrôle de la masse monétaire, donnant raison à l'analyse en termes de diviseur monétaire. Par leurs opérations de refinancement des banques sur le marché monétaire, **les Banques centrales cherchent à contrôler les taux d'intérêt.** Aujourd'hui, les taux d'intérêt sont le **principal canal d'action de la politique monétaire menée par les Banques centrales.**

LES ARGUMENTS DU *BANKING PRINCIPLE* : LES CRÉANCES DONNENT SA VALEUR À LA MONNAIE

Thomas Tooke (commerçant et statisticien du début du XIX^e siècle) puis John Stuart Mill ont soutenu l'idée du *banking principle*, selon lequel « les crédits font les dépôts ». Tooke le justifiait en estimant que le volume des effets de commerce en circulation était quatre fois plus important que celui des billets et pièces. **L'émission de monnaie centrale dépendait des besoins de règlement entre les agents économiques : si l'activité croissait, les échanges se multipliaient et les besoins de monnaie centrale également. Il convenait dès lors de ne pas fixer de plafond à l'émission de billets de banque par la Banque centrale.**

➔ Le fonctionnement du système reposait largement sur la confiance. La politique monétaire devait contrôler non seulement la quantité de monnaie émise, mais aussi le volume du crédit.

LES ARGUMENTS DU *CURRENCY PRINCIPLE* : UNE MONNAIE QUI INSPIRE CONFIANCE EST CONVERTIBLE EN MÉTAL

Au contraire, David Ricardo et lord Overstone sont partisans du *currency principle*. Ils soutiennent qu'il faut **limiter strictement l'émission de billets de banque au-delà de l'encaisse de la Banque centrale, pour garantir la valeur de la livre sterling**. Étant donné la libre convertibilité, **la banque peut être menacée par des retraits précipités des agents en cas de crise économique (*run*)**. Cela nuit à la crédibilité du système et contraint à des mesures autoritaires, comme le cours forcé.

Cette position de principe ne signifie pas qu'ils soient contre la circulation des billets de banque, au contraire : selon Ricardo, « *la monnaie est dans l'état le plus parfait quand elle se compose uniquement de papier, mais d'un papier dont la valeur est égale à la somme d'or qu'il représente.* »

Leur explication s'appuie sur une **conception quantitative de la monnaie**, selon laquelle l'accroissement des encaisses, résultant de l'augmentation de la quantité de monnaie en circulation, induit des dépenses supplémentaires. **Si l'économie est en situation d'équilibre de plein emploi, toute demande supplémentaire de biens et services fait augmenter les prix**. D'où l'idée que l'accroissement du stock de monnaie en circulation ne peut résulter que d'un accroissement du stock d'or.

« L'expérience prouve que toutes les fois qu'un gouvernement ou une banque a eu la possibilité d'émettre du papier-monnaie, il en a toujours abusé ». (David Ricardo)

DES INDICATEURS STATISTIQUES : LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Le rôle de ces indicateurs est de fournir aux banques centrales des informations pour leur permettre de guider au mieux les évolutions monétaires en fonction de leurs objectifs. Les autorités monétaires européennes ont défini trois agrégats monétaires principaux, du plus étroit (M1) au plus large (M3). Ces agrégats sont construits par intégration des actifs à caractère monétaire figurant au passif consolidé des institutions financières monétaires (IFM).

Trois catégories d'institutions émettrices d'actifs monétaires ont été distinguées :

- 1) les banques centrales qui créent la monnaie fiduciaire (les billets) ;
- 2) les établissements de crédit (les banques) qui créent la monnaie scripturale, c'est-à-dire les dépôts à vue ;
- 3) les institutions financières qui émettent des actifs proches des dépôts bancaires ; ce sont principalement les organismes de placements collectifs de valeurs mobilières à court terme : les OPCVM monétaires.

Les trois agrégats monétaires s'emboîtent et correspondent aux actifs liquides suivants :

- 1) l'agrégat monétaire étroit (M1), qui **représente la monnaie au sens strict, c'est-à-dire la monnaie fiduciaire (les billets) et la monnaie scripturale (les dépôts à vue).**
- 2) l'agrégat intermédiaire (M2) **comprend, en plus de (M1), les placements à vue effectués sur des comptes sur livrets à taux réglementés, notamment les livrets A, les comptes d'épargne-logement, etc.**
- 3) la masse monétaire au sens large (M3) **recouvre (M2) ainsi que les instruments liquides émis par les OPCVM monétaires.**

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES DANS LA ZONE EURO (août 2017)

Les agrégats monétaires sont définis selon leur degré de liquidité. Du fait de leurs horizons temporels différenciés, ils réagissent différemment à l'inflation.

Agrégat M3 : 11 735 Mds €
(= M2 + épargne peu liquide)

Agrégat M2 : 11 067 Mds €
(= M1 + épargne semi-liquide)

Agrégat M1 : 7 611 Mds €

- Dépôts à vue : 6 508 Mds
- Billets et pièces : 1 103 Mds

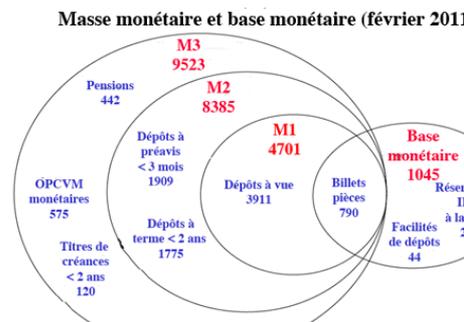
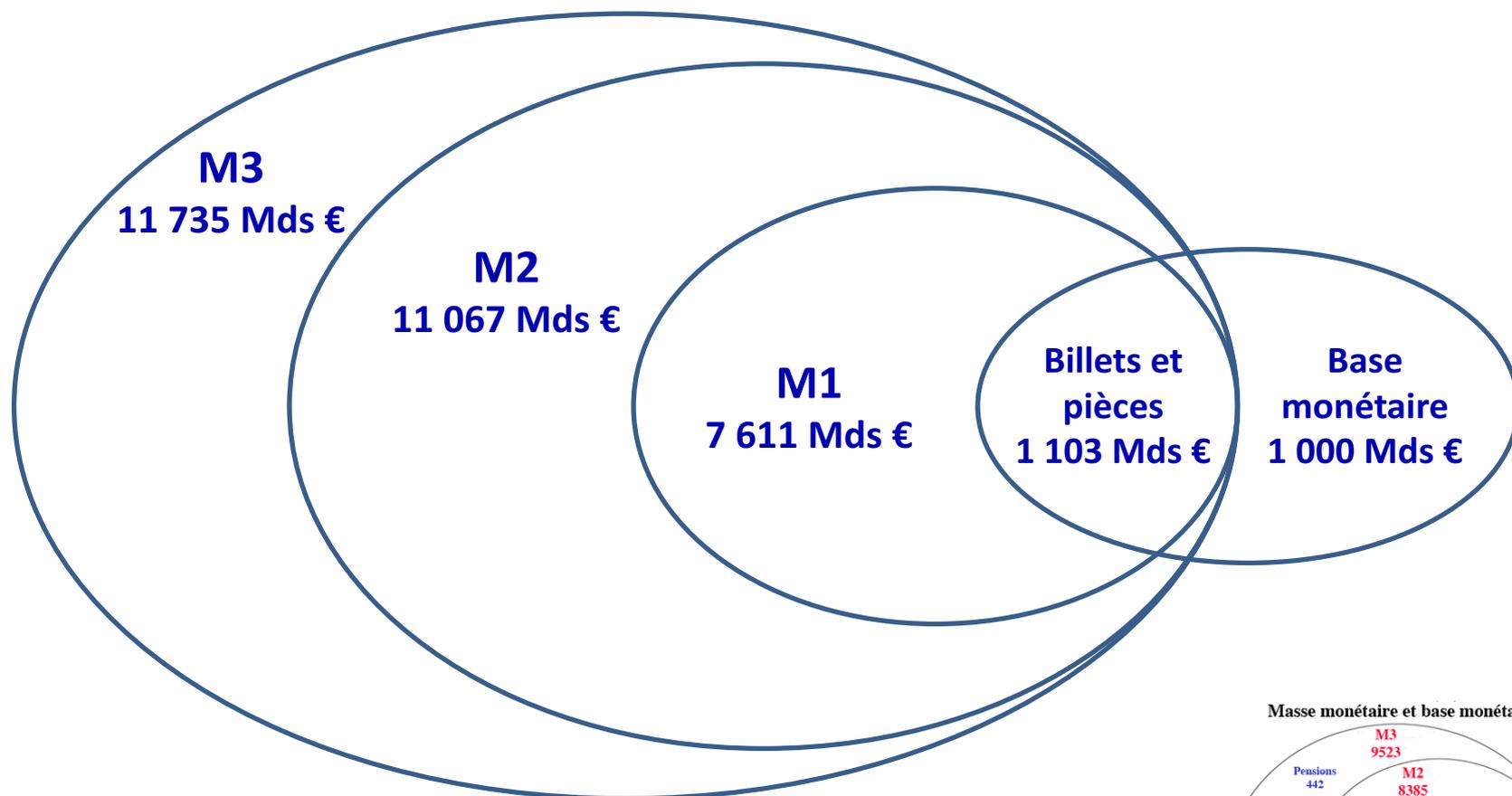
(= avoirs liquides non financiers)

- Pensions
- + Titres d'OPCVM monétaires
- + Titres de créance à 2 ans

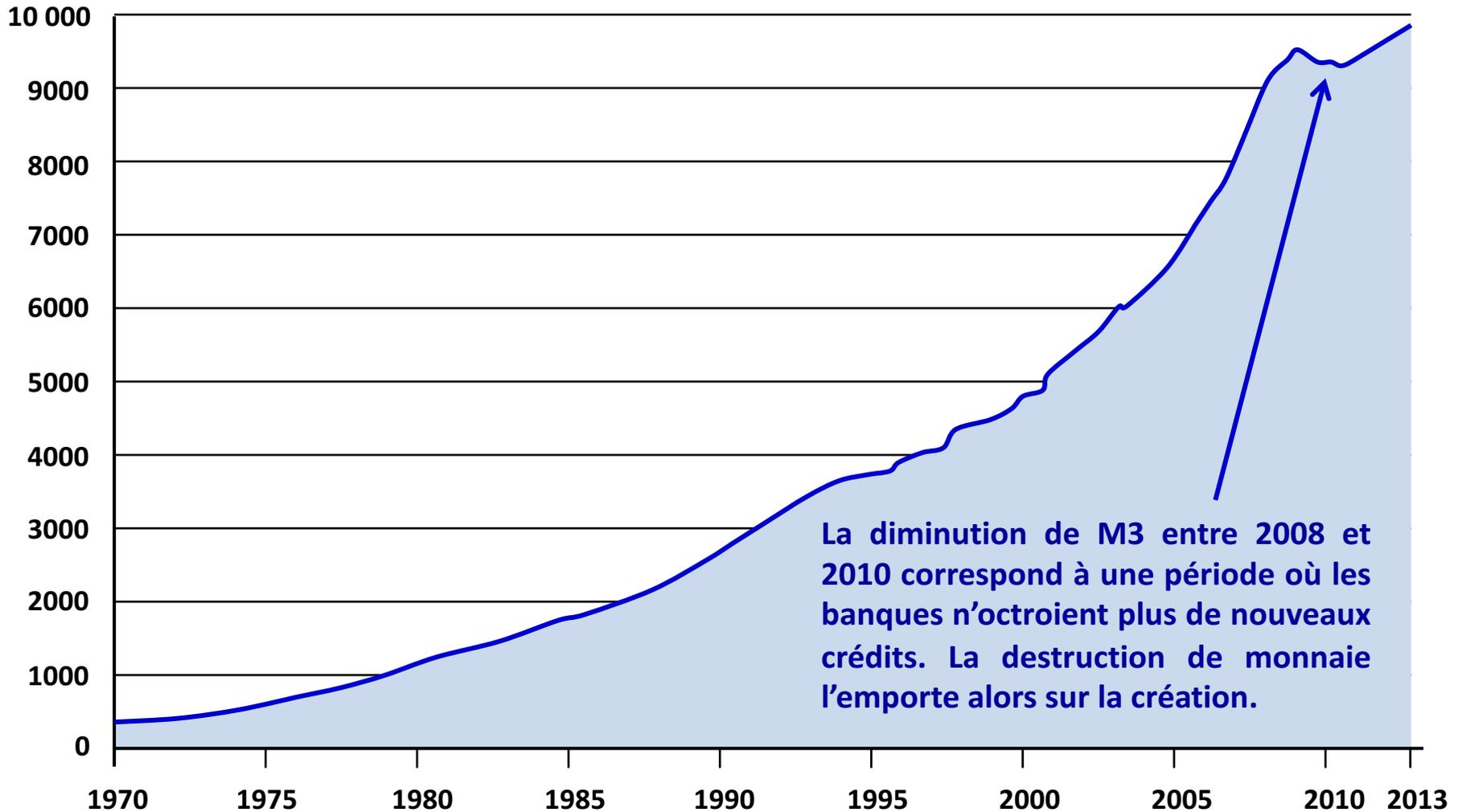
- Dépôts à 3 mois
- + Dépôts à 2 ans

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES DANS LA ZONE EURO (août 2017)

Les agrégats monétaires sont définis selon leur degré de liquidité. Du fait de leurs horizons temporels différenciés, ils réagissent différemment à l'inflation.

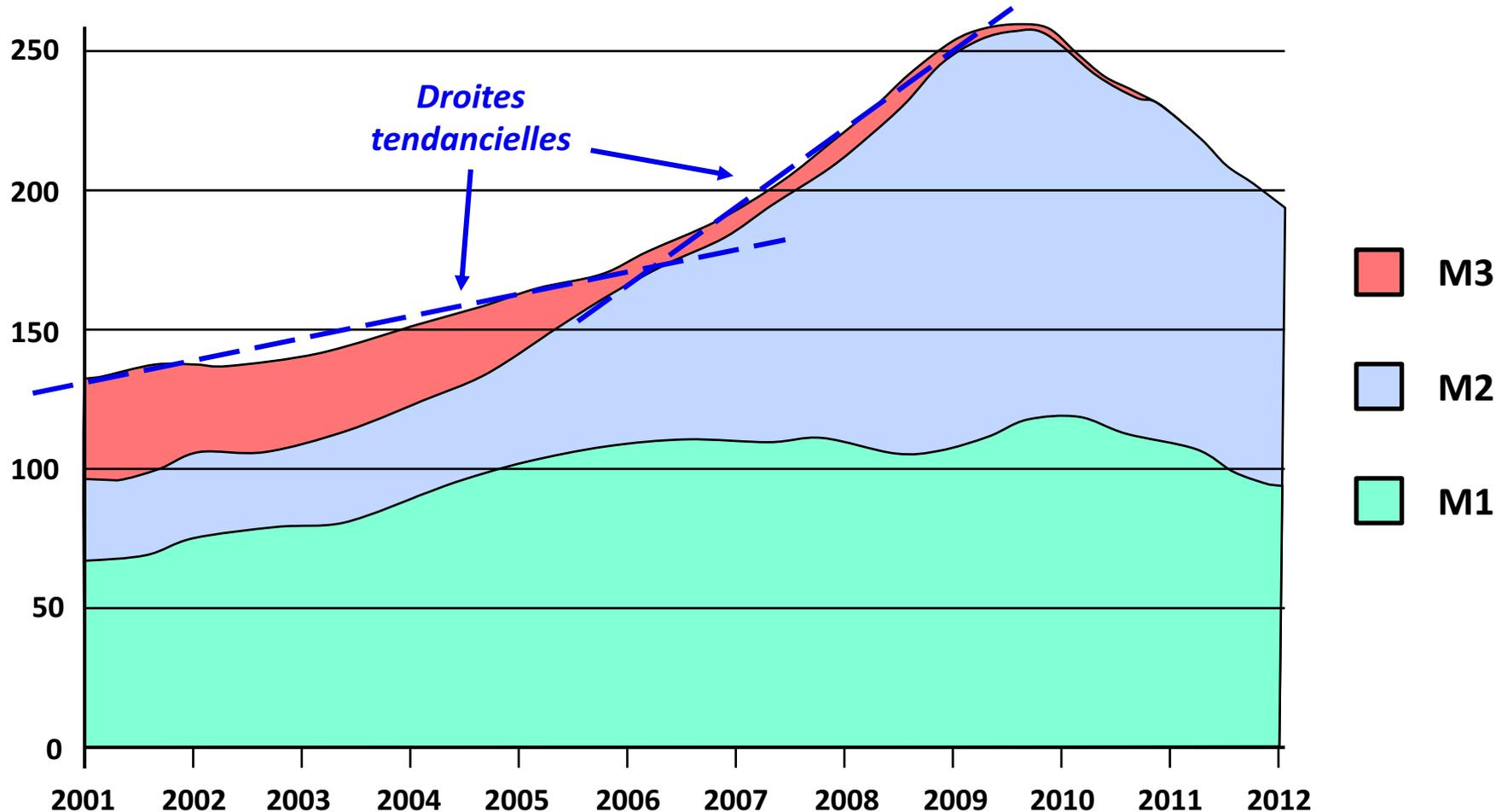


ÉVOLUTION DE M3 DANS LA ZONE EURO DE 1970 À 2013 (MILLIARDS D'€)



L'augmentation spectaculaire dans les trois ans qui précèdent la crise financière en 2008 correspond essentiellement à une augmentation énorme du niveau de dette.

ÉVOLUTION DE LA MASSE MONÉTAIRE DE LA GRÈCE, 2001-2012 (Mds d'€)



Comme beaucoup de pays, la Grèce a connu une accélération de la croissance de sa masse monétaire en 2006-2009 (+ 10 % à + 15 % par an...). Ceci s'est traduit par une très forte inflation, mais des actifs (immobilier...) plutôt que des prix à la consommation. Ensuite, la crise de la dette entraîne le retrait des dépôts à moyen terme et une contraction de 25 % de la masse monétaire.

LA BANQUE CENTRALE ET « L'ALÉA MORAL »

« Le seul fait d'afficher à l'avance l'éventualité de son intervention en cas de crise est un gage important de la stabilité des systèmes financiers. Toutefois, il doit se garder simultanément d'encourager « l'aléa moral » (*moral hazard*) qui, selon la théorie de l'asymétrie d'information (G. Akerlof), intervient lorsque l'acte d'assurance accroît la probabilité d'occurrence du sinistre. Dans le cas des systèmes financiers, il convient d'éviter que le prêteur en dernier ressort en assurant la liquidité ultime, encourage les banques à faire des crédits de façon imprudente notamment en sous-évaluant le risque de contrepartie. »

H. Bourguinat, *Finance internationale*, 1992.

« L'aléa moral » joue lorsqu'une banque prend des risques importants parce qu'elle est certaine d'être sauvée par le prêteur en dernier ressort en cas de difficultés. Certaines banques sont en effet considérées comme « *too big to fail* » : leur faillite provoquerait un tel séisme pour l'économie que les autorités seront contraintes de la sauver de la banqueroute. En 2008 cependant, les autorités américaines ne sont pas intervenues pour empêcher la faillite de la banque Lehman Brothers.

« RULES RATHER THAN DISCRETION » : POUR UNE POLITIQUE MONÉTAIRE « AUTOMATIQUE »

La **règle de Tinbergen** énonce que, pour toute politique économique ayant des objectifs fixés, le nombre d'instruments doit être égal au nombre d'objectifs visés (comme les objectifs du « carré magique »). Elle est généralement associée à la **règle de Mundell** qui préconise d'utiliser les instruments selon leur efficacité comparative : ainsi l'outil budgétaire serait l'outil privilégié de l'action sur l'emploi, l'outil monétaire celui de l'action sur les prix. Ces deux règles à portée normative guident le *Policy mix*.

Entre 1961 et 1965, les États-Unis ont ainsi combiné soutien budgétaire et soutien monétaire (relance Kennedy-Johnson). La hausse des dépenses publiques en 1961-1962 puis des allègements fiscaux entre 1963 et 1965 ont soutenu la demande, tandis que la baisse des taux d'intérêt à long terme dynamisait l'investissement, provoquant un bond de la croissance (5 % entre 1962 et 1966 contre 2,4 % entre 1953 et 1961) et le retour au quasi plein emploi (taux de chômage inférieur à 4 % en 1966).

LA FIXATION DU TAUX D'INTÉRÊT : LA RÈGLE DE TAYLOR

La règle de Taylor est une règle de conduite pragmatique selon laquelle le taux d'intérêt devrait être modulé par les autorités monétaires à un niveau égal au taux d'intérêt d'équilibre (lequel dépend de la croissance potentielle), plus 50 % de l'écart d'inflation (l'inflation effective moins l'inflation visée), plus 50 % de l'écart de croissance (*output gap*). La règle de Taylor reflète *grosso modo* le comportement moyen des Banques centrales sur le passé récent et permet donc d'indiquer si la politique monétaire est plus ou moins accommodante ou restrictive.

Cette règle suggère un taux d'intérêt relativement haut quand l'inflation dépasse sa cible ou quand l'économie semble « en surchauffe » et un taux d'intérêt relativement bas (une politique monétaire accommodante) dans les situations opposées.

Parfois, les objectifs des politiques économiques peuvent être contradictoires, par exemple lorsqu'il y a stagflation, l'inflation dépassant sa cible alors que l'économie est en situation de sous-emploi. Dans ce cas, la règle de Taylor aide à mettre en balance ces différentes considérations pour fixer le taux d'intérêt. Plus précisément, Taylor suggère que les Banques centrales doivent augmenter le taux d'intérêt nominal de plus d'un point pour chaque augmentation d'un point de l'inflation. En d'autres termes, en considérant que le taux d'intérêt réel est approximativement le taux d'intérêt nominal moins l'inflation, lorsque l'inflation augmente, le taux d'intérêt réel doit également augmenter.

3

**MONNAIE ACTIVE OU MONNAIE-
VOILE ? LES CONTROVERSEES SUR
L'INFLUENCE DE LA MONNAIE**

Si la monnaie est nécessaire à l'échange, tous les auteurs ne sont pas d'accord quant à son influence sur l'activité. Pour certains, elle n'est qu'un « voile » dont l'effet sur l'économie réelle est neutre (théorie de la dichotomie), alors que pour d'autres, elle a un effet (monnaie active). Quels sont les effets de la monnaie sur l'économie réelle et sur l'inflation ?

3.1.

LE QUANTITATIVISME : LA NEUTRALITÉ DE LA MONNAIE

La théorie de la neutralité de la monnaie remonte aux origines de la pensée classique. La réflexion sur la nature de la monnaie ou sur l'origine de l'inflation marque l'apparition de la pensée préclassique et le déclin du mercantilisme. Elle est ensuite systématisée par les économistes classiques du XIX^e siècle. Pour les quantitativistes, la monnaie est un « voile », elle n'exerce pas d'influence sur le niveau de l'activité économique, mais seulement sur les prix nominaux.

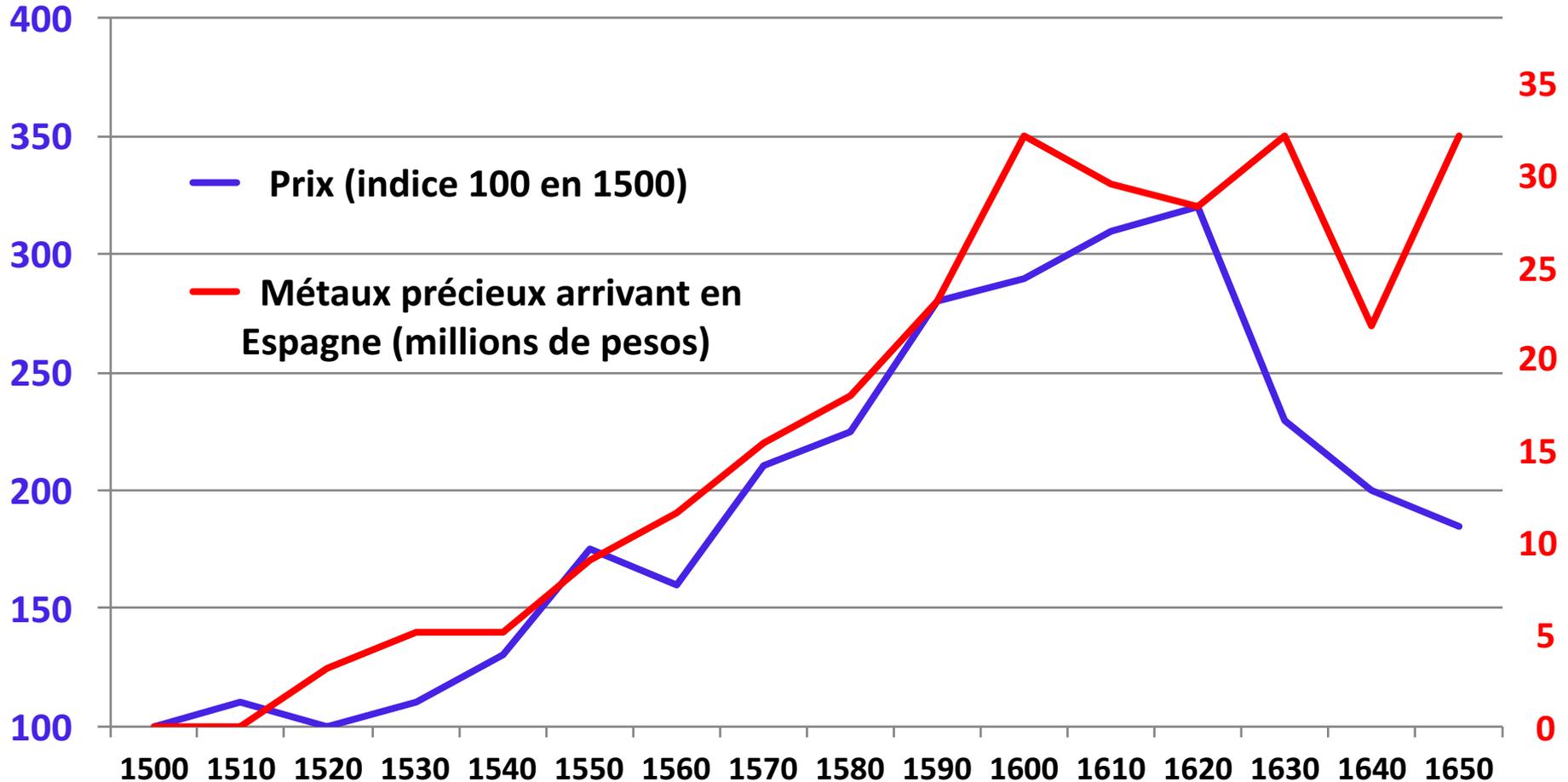
LES PRÉMICES DU QUANTITATIVISME : LA RECHERCHE DES CAUSES DE L'INFLATION AU XVI^{ÈME} siècle

L'Europe du XVI^e siècle est touchée par une « grande inflation », certes modérée (les prix ne progressent en moyenne qu'à un rythme inférieur à 2 % par an), mais qui modifie la répartition des richesses au détriment des titulaires de revenus fixes et au profit de la bourgeoisie marchande.

C'est l'étude de ce phénomène qui marque un profond changement dans l'analyse monétaire. **L'approche traditionnelle, représentée par Malestroit (1566), attribue cette inflation à la diminution de la quantité de métal précieux contenu dans la monnaie (dévaluations).** En réponse à Malestroit, **Jean Bodin affirme (1568) que la hausse des prix est largement due à l'afflux de métaux précieux en Europe.** L'accroissement de la quantité d'or et d'argent en circulation ne se traduit pas par une hausse de la richesse globale, mais par une augmentation des prix. **Bodin est le premier à relier hausse des prix et accroissement de la masse monétaire.** Souvent considéré comme le fondateur de la théorie quantitative de la monnaie, il en a au moins l'intuition. Cependant il ne relie pas augmentation de la monnaie et variation de la production.

J. Imbert a calculé qu'entre 1500 et 1600 en France, le prix réel du blé double, les prix nominaux étant multipliés par 5 environ. 1/3 de cette hausse s'explique par les dévaluations successives de la livre (unité de compte non matérialisée, les achats se réglant en or et en argent). Les deux autres tiers sont imputables à l'augmentation de la circulation monétaire d'or et d'argent.

MÉTAUX PRÉCIEUX ET PRIX (1500 - 1650)



La corrélation évidente entre les deux courbes semble donner raison à Jean Bodin, mais d'autres facteurs expliquent la « révolution des prix » qui a frappé les contemporains : l'accroissement de la population et de la demande, la consommation de luxe des cours princières et les besoins croissants des armées.

LA QUERELLE BULLIONISTE

La **querelle bullioniste** du début du XIX^e siècle cristallise en Grande-Bretagne le débat sur la nature de la monnaie et sur les relations entre monnaie et prix. En 1797, les sorties d'or et d'argent destinées à financer les guerres contre la France entraînent la suspension de la convertibilité des billets en métal précieux, devenu trop rare. Habités à utiliser le papier-monnaie, les Anglais acceptent le **cours forcé** des billets, mais on constate une surémission de monnaie qui se traduit par une hausse du prix du lingot d'or (*gold bullion*). Un débat s'engage qui porte sur l'origine de la dépréciation de la livre. Les deux thèses qui s'affrontent traduisent des différences de conception quant à la nature de la monnaie et aux règles devant présider à la création monétaire.

Ricardo expose les arguments des « bullionistes » : la surémission de monnaie risque d'entraîner une « fuite devant la monnaie », une hausse des prix, une dépréciation de la monnaie à l'extérieur et un déficit du commerce extérieur → ils sont favorables à un régime d'étalon-or.

Les « anti-bullionistes » (Robert Torrens) considèrent quant à eux que le financement des guerres creuse le déficit des paiements, provoquant la perte de valeur externe de la livre, ce qui entraîne alors sa perte de valeur interne et la hausse des prix.

À la fin des guerres contre la France, l'Angleterre adopte l'étalon-or (1816) et la livre redevient convertible (1819). La France adoptera le monométallisme-or en 1876.

LA CONTROVERSE BULLIONISTE

Suspension de la convertibilité
des billets en métal précieux

Surémission de monnaie

Fuite devant la monnaie

Hausse des prix

Dévalorisation externe de la livre

Déficit du commerce extérieur

→ les bullionistes sont favorables
à un régime d'étalon-or.

Financement des guerres

Déficit des paiements

Dévalorisation externe de la livre

Perte de valeur interne

Hausse des prix

→ les antibullionistes sont
partisans d'une émission
monétaire déconnectée de l'or.

L'ÉCOLE CLASSIQUE : STRICTE GESTION MONÉTAIRE ET LOI DE SAY

Pour Ricardo, la loi de Say gouverne la production de biens et de services. Les prix relatifs sont déterminés, selon la théorie de la valeur-travail, par les quantités de travail nécessaires à la production. **Le niveau absolu des prix dépend seulement de la quantité de monnaie en circulation. Une augmentation de la masse monétaire indépendante des besoins de la production se traduit par une augmentation du niveau général des prix.**

LA VICTOIRE DE LA *CURRENCY SCHOOL* ET L'ADOPTION DU *BANK CHARTER ACT* (1844)

La thèse de la Banque d'Angleterre (qui deviendra celle de la ***Banking School***) repose sur une conception endogène de la monnaie. La création monétaire n'est qu'une réponse à une demande globale des agents. La dépréciation de la livre et l'inflation ont des causes réelles, liées aux guerres et aux déséquilibres des paiements qu'elles ont provoqués.

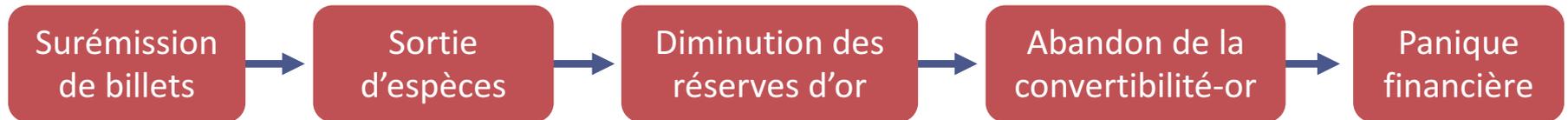
La thèse défendue par **Thornton** dans le rapport du *Bullion Committee* est que **l'inflation provient d'un accroissement de la masse monétaire**. C'est également l'analyse de Ricardo : **l'émission de papier-monnaie est la source de la hausse des prix**. Il convient donc de **revenir à une gestion stricte de l'émission monétaire** assurant une couverture-or à la monnaie-papier en circulation (***Currency school***).

Cette opposition se prolonge jusqu'à la **victoire de la *Currency School*** et l'adoption du ***Bank Charter Act (1844)*** qui impose à la Banque d'Angleterre une couverture-or de l'émission monétaire. La monnaie est neutralisée.

Selon certains économistes, la victoire de la *Currency School* aurait pu freiner la croissance économique en restreignant la création monétaire, mais les découvertes d'or au milieu du XIX^e siècle auraient limité les conséquences d'une politique de création monétaire strictement contrainte par la couverture-or.

CURRENCY SCHOOL : DE LA CONVERTIBILITÉ À LA COUVERTURE-OR

Initialement, la *Currency School* plaide seulement en faveur d'une couverture-or à 100 % des billets de banque afin de garantir que l'évolution de la masse des billets soit identique à l'évolution du stock d'or monétaire de la nation. En effet, selon le **principe de fluctuation métallique**, une monnaie composée de billets doit avoir un comportement identique à celui qu'elle aurait si elle était entièrement métallique. Il s'agit d'éviter toute émission inflationniste de billets qui favoriserait la sortie d'espèces, menacerait les réserves d'or, obligerait à renoncer à la convertibilité-or et créerait les conditions d'une panique financière.



Selon Ricardo, la couverture-or doit suffire à contrôler toute émission excessive de billets. Cependant, dans les années 1820 et 1830, des crises monétaires révèlent les insuffisances du mécanisme de protection de la monnaie par la seule convertibilité. En effet, les banques peuvent continuer à émettre des billets alors que l'or sort d'Angleterre. Le *Bank Charter Act* (1844) stipule que toute émission monétaire doit désormais être couverte par une masse d'or d'un montant équivalent. Toute sortie d'or s'accompagne alors d'une diminution de la quantité de billets correspondant. La stabilité de la monnaie est préservée, mais le système interdit de lutter contre les crises par l'abondance monétaire.

LA BANKING SCHOOL

La thèse de la **Banking School** s'oppose au *Currency Principle*. Elle soutient que l'émission de papier-monnaie est directement régulée par les besoins du commerce. Dans cette conception endogène de la monnaie, **l'offre de billets est déterminée par la demande des agents**. L'enchaînement causal va donc des prix à la monnaie et non l'inverse. Et contrôler l'émission de billets de banque ne ferait qu'inciter le public à se tourner vers d'autres formes de monnaie comme les chèques.

LA THÉORIE QUANTITATIVE DE LA MONNAIE : L'ÉQUATION DE FISHER

En 1911 **Irving Fisher** présente sous forme d'équation la théorie quantitative de la monnaie (TQM) :

$$MV + M'V' = PT$$

où M représente la quantité de monnaie fiduciaire, M' la quantité de monnaie scripturale, V et V' sont les vitesses de circulation respectives des deux formes de monnaie. P correspond au niveau général des prix et T au montant des transactions. Si M et M' augmentent du même pourcentage, alors les prix augmentent de 2 x %. Au départ, cette équation n'est en fait qu'une simple identité comptable. Le terme de droite représente la valeur des échanges, tandis que celui de gauche correspond à la quantité totale de monnaie, compte tenu de la vitesse avec laquelle elle change de mains.

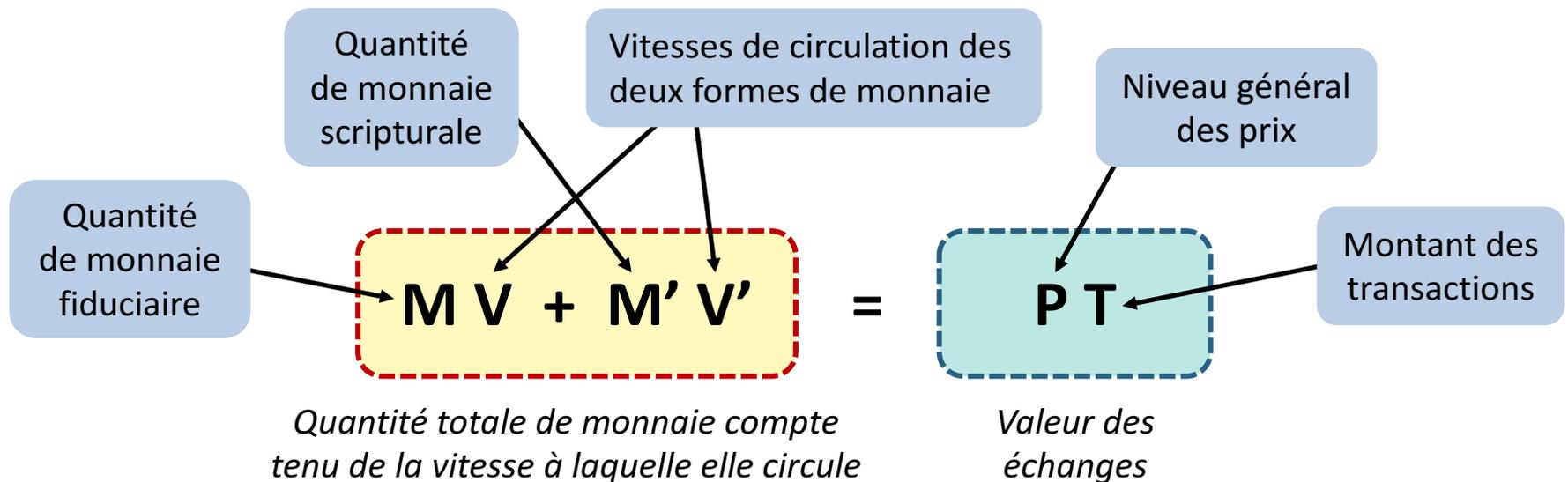
Pour donner une portée théorique à cette équation, il faut poser trois hypothèses :

- 1) la constance des vitesses de circulation qui sont censées dépendre des habitudes de paiement, des comportements des agents ;
- 2) l'absence d'impact de la quantité de monnaie sur le volume des transactions. C'est la vision dichotomique qui prévaut ;
- 3) il existe un rapport stable entre la monnaie scripturale et la monnaie métallique. Les banques conservent des réserves en monnaie métallique en proportion de la monnaie scripturale.

Face à une augmentation de la production mondiale d'or, on observe une croissance de la monnaie fiduciaire. La progression de la monnaie scripturale se fait dans les mêmes proportions. Du fait de la constance des vitesses de circulation et de l'absence d'effet sur le volume des transactions, l'augmentation de la quantité de monnaie se traduit uniquement par une augmentation des prix : **« Un volume supérieur de monnaie achetant le même volume de marchandises, il faut que les prix montent. »** (I. Fisher, *L'illusion de la monnaie stable*, 1927).

THÉORIE QUANTITATIVE DE LA MONNAIE : L'ÉQUATION DE FISHER

- Les vitesses de circulation sont supposées constantes.
- La quantité de monnaie n'a pas d'impact sur le volume des transactions (vision dichotomique).
- Le rapport entre monnaie scripturale et monnaie métallique est stable.



- Une augmentation de la production mondiale d'or entraîne une croissance de la monnaie fiduciaire et de la monnaie scripturale dans les mêmes proportions.
- Du fait de la constance des vitesses de circulation et de l'absence d'effet sur le volume des transactions, l'augmentation de la quantité de monnaie se traduit uniquement par une augmentation des prix : la monnaie est neutre.

LA THÉORIE QUANTITATIVE DE LA MONNAIE

- La valeur de la monnaie varie en sens inverse de sa quantité.
- Toute variation de la quantité de monnaie provoque nécessairement une variation proportionnelle du PIB nominal.
- Une accélération de la croissance de la masse monétaire se traduit par une hausse de l'inflation mais n'affecte pas les variables réelles.
- La théorie quantitative permet d'expliquer donc le niveau général des prix, c'est-à-dire l'inflation.

LES PRÉCURSEURS DE LA THÉORIE QUANTITATIVE DE LA MONNAIE

Jean BODIN (1568)	La hausse des prix découle de l'afflux de métaux précieux en provenance du nouveau monde.
David HUME (1754)	C'est le travail et non la monnaie qui est le fondement de la richesse. La valeur des marchandises est toujours proportionnée à la quantité de l'argent existant dans un État.
Adam SMITH (1776)	C'est le travail qui détermine la valeur → les prix sont déterminés dans la sphère réelle, la monnaie ne fait que faciliter l'échange. La monnaie de crédit est légitime (et utile) sous condition d'une couverture métallique à 100 %. Il ne faut pas confondre monnaie (or) et capital (comme le bétail par ex.)
Jean-Baptiste SAY (1803)	La monnaie n'est qu'un moyen de transaction : les produits s'échangent contre des produits.
David RICARDO (1809)	L'inflation découle d'une hausse de la masse monétaire sous forme de monnaie de crédit.
John Stuart MILL (1848)	Il n'y a pas de différence de nature entre l'échange fondé sur le troc et l'échange monétaire.

→ La monnaie est « neutre », elle est « un voile jeté sur l'économie ».

Alors que les mercantilistes voyaient dans la monnaie l'essence même de la richesse, les physiocrates et les Classiques jusqu'à la fin du XIX^e siècle mettent l'accent sur sa fonction de moyen d'échange et réservent la dénomination de « richesses » aux seuls biens réels.

François Quesnay, Adam Smith, Jean-Baptiste Say, David Ricardo... s'accordent sur les positions suivantes :

- **la seule vraie monnaie est la monnaie métallique.** Les billets de banques et les dépôts ne sont pas de la monnaie, mais des substituts ou des dérivés (Irving Fisher parlera de « succédanés ») ;
- **la création monétaire a pour effet d'une part d'altérer le niveau général des prix, et d'autre part de transférer des richesses vers ceux qui reçoivent cette monnaie au détriment de tous les autres (« effet Cantillon »), ce qui n'est pas souhaitable.**

La théorie quantitative de la monnaie de Jean Bodin et étendue par Ricardo s'impose, au point qu'on considère souvent que les économistes du XIX^e siècle se désintéressent des questions monétaires. En réalité de nombreux auteurs leur consacrent des chapitres. De même, on prête aux auteurs du XIX^e siècle l'idée que la monnaie serait « neutre », alors qu'au contraire ils analysent en détail, pour les dénoncer, les effets des variations de la masse monétaire. Ce n'est que chez Walras que la monnaie disparaît complètement du raisonnement économique.

L'ORTHODOXIE MONÉTAIRE CONTESTÉE DÈS LE XIX^{ÈME} SIÈCLE

La démonétisation de l'argent au profit exclusif de l'or (étalon-or) conduit à de nombreuses protestations théoriques fondées sur l'affirmation que la limitation de la quantité de monnaie est néfaste aux affaires. Pour de nombreux économistes, l'abondance monétaire est mieux assurée avec deux métaux. Avant que la guerre de 1914 puis la crise de 1929 ne remettent en cause cette orthodoxie, divers auteurs en contestent déjà l'essentiel :

- Dès le début du XIX^e siècle, **Malthus** affirme que la hausse de la circulation monétaire est favorable à l'activité et à l'emploi.
- **Clément Juglar** (1862) met en évidence un cycle économique qu'il explique par le dérèglement du crédit.
- **J.A. Schumpeter** (*Théorie de l'évolution économique*, 1911) met en avant le rôle des entrepreneurs et des banques : l'expansion du crédit, donc de la monnaie, est indispensable à l'investissement et la croissance.
- **Knut Wicksell** observe qu'à la fin du XIX^e siècle, les prix restent déprimés alors que les taux d'intérêt sont très bas. Il montre la contradiction entre la loi de Say et la théorie quantitative de la monnaie (formulée par I. Fisher) à laquelle il s'oppose. Il fait apparaître les contradictions possibles entre le marché des biens de consommation et celui des biens de production et les effets cumulatifs, un trouble initial pouvant prendre une ampleur cumulative et s'aggraver de façon accélérée.

3.2.

KEYNES : LA MONNAIE INFLUE SUR LE NIVEAU DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Pendant longtemps, la théorie économique a postulé la neutralité de la monnaie : une hausse de la masse monétaire modifie le niveau général des prix, mais n'a aucun impact sur l'activité économique. Mais Knut Wicksell ayant montré que cette relation n'était vraie qu'à très long terme, Keynes conclut que « *le long terme est un horizon peu intéressant. À long terme, nous serons tous morts.* » Pour lui, la monnaie influe sur l'activité par le taux d'intérêt, elle est active. Quand la demande d'investissement est élevée et que l'épargne est insuffisante, la monnaie doit prendre le relais et elle doit répondre aux besoins de l'économie réelle ; elle constitue une avance sur la production qui sera récupérée *ex-post*.

KEYNES : ACTIVITÉ ET EMPLOI DÉPENDENT DES CONDITIONS MONÉTAIRES

« Aussitôt qu'on en vient à chercher ce qui détermine les volumes globaux de la production et de l'emploi, la théorie complète d'une économie monétaire est indispensable. »

Pour Keynes, les décisions d'investissement des entrepreneurs ne sauraient être indépendantes des conditions monétaires, ce qui interdit d'examiner le fonctionnement de l'économie dans des conditions de « neutralité » de la monnaie.

Du fait de la « préférence pour la liquidité », le taux d'intérêt est le prix de la renonciation à la liquidité. Il ajuste l'une à l'autre non pas l'offre et la demande de capitaux mais l'offre et la demande de monnaie. Le taux d'intérêt devient autonome par rapport à l'épargne, ce qui explique le manque de coordination entre décisions d'épargne et décisions d'investissement.

OFFRE ET DEMANDE DE MONNAIE CHEZ KEYNES

Face à un avenir incertain et non probabilisable, la monnaie est l'actif le moins risqué : elle est donc un moyen de s'assurer contre l'incertitude → **elle sera demandée pour elle-même** → **les agents ont une « préférence pour la liquidité »**.

Trois motifs conduisent à demander de la monnaie :

- **Le motif de transaction** fait référence aux disponibilités nécessaires aux agents pour effectuer leurs transactions. Il correspond à la détention de monnaie rendue nécessaire par l'existence d'un intervalle de temps entre le moment où les ménages perçoivent leurs revenus et celui où ils les dépensent.
- **Le motif de précaution** répond au besoin des agents de se prémunir contre l'imprévu, de saisir des opportunités d'achat (qu'il s'agisse de biens réels ou de titres) ou de garder un avoir en valeur nominale pour faire face à une obligation future stipulée en monnaie.
- **Le motif de spéculation** : la demande de monnaie est une fonction décroissante du taux d'intérêt.

Les apports majeurs de Keynes sont d'avoir montré :

- d'une part, qu'il n'y avait pas d'égalité immédiate entre épargne et investissement parce qu'une partie du revenu non consommée (épargne) était conservée sous forme monétaire (préférence pour la liquidité) ;
- d'autre part, que la demande d'encaisse pour motif de spéculation revenait à faire des anticipations sur les variations des taux d'intérêt et sur les variations des prix des titres.

KEYNES : LA MONNAIE EST ACTIVE

Les analyses de la monnaie active voient le jour dès le XVIII^e siècle. En 1730, l'Irlandais **Richard Cantillon** met l'accent sur l'effet bénéfique que peut avoir la monnaie sur l'activité économique (« effet Cantillon » selon lequel une injection de monnaie dans l'économie exerce un effet progressif et différencié sur les prix au fur et à mesure que la monnaie se propage par les échanges). Plus tard, **Knut Wicksell** ou **Irving Fisher** (1933) considèrent que la monnaie exerce un effet sur l'économie réelle. Mais c'est sans conteste l'œuvre de Keynes qui symbolise la thèse de la monnaie active.

Taux d'intérêt et demande de monnaie chez Keynes

L'analyse de la monnaie est au cœur du raisonnement keynésien. Entre 1923 et 1936, la plupart des publications de Keynes ont trait à la monnaie : *Essai sur la réforme monétaire* (1923), *Traité sur la monnaie* (1930), *Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie* (1936). La position de Keynes vis-à-vis de la monnaie évolue au cours du temps. Il passe d'une acceptation du quantitativisme à sa critique.

La notion keynésienne de l'intérêt diffère de celle des économistes classiques. Pour ces derniers, le taux d'intérêt est déterminé sur le marché du capital (des titres) sur lequel l'offre d'épargne et la demande de capitaux se confrontent. Le taux d'intérêt est ainsi le prix du capital. **Pour Keynes, le taux d'intérêt est le prix de la monnaie.** Il est le résultat de la confrontation d'une offre et d'une demande de monnaie et exprime la « récompense pour la renonciation à la liquidité ».

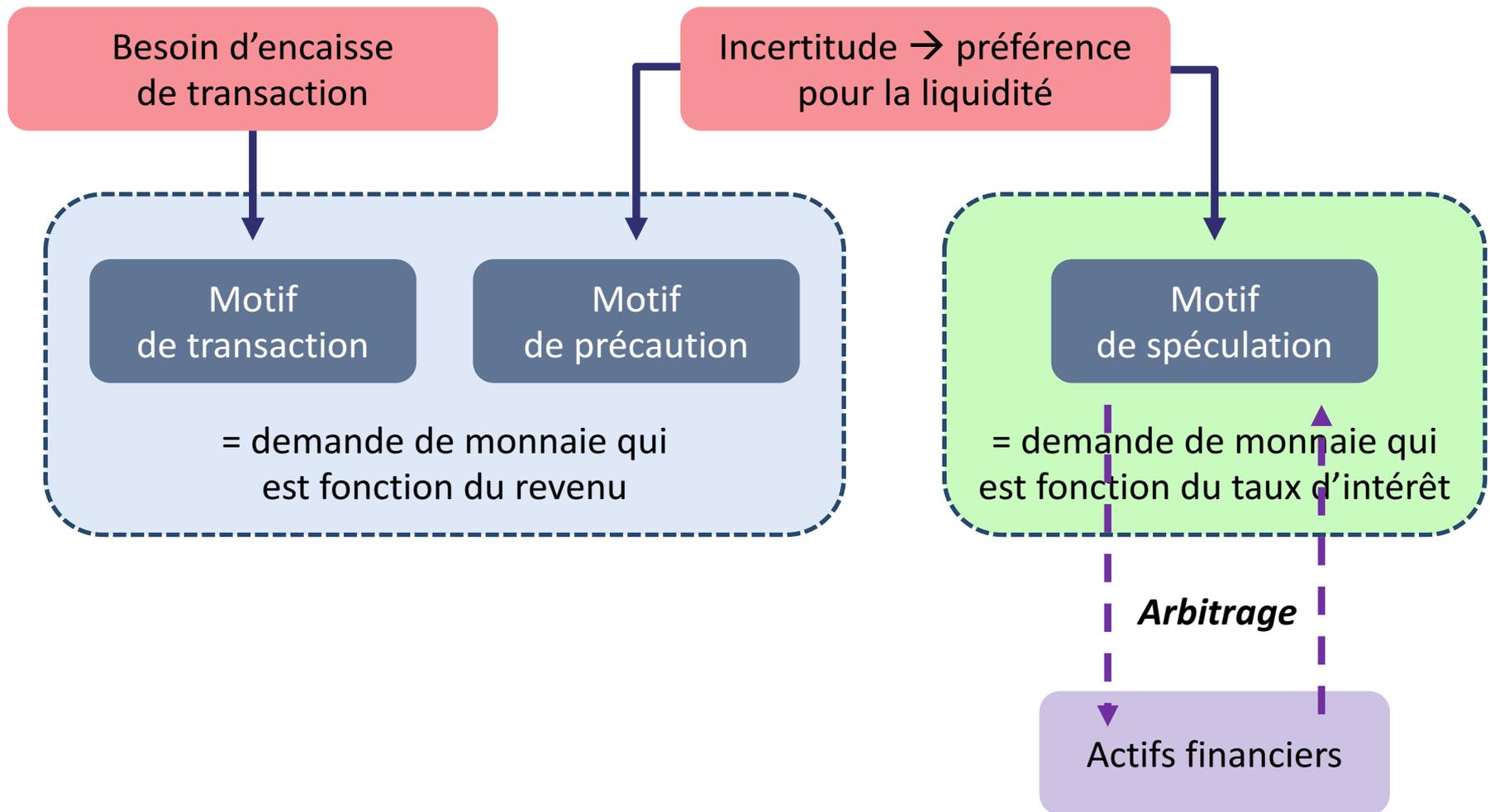
KEYNES : LA PRÉFÉRENCE POUR LA LIQUIDITÉ

Keynes distingue trois motifs à la détention de monnaie, qui déterminent la préférence pour la liquidité :

1. **Motif de transaction.** Les agents économiques détiennent de la monnaie afin d'effectuer leurs achats.
2. **Motif de précaution** : « Le souci de parer aux éventualités exigeant une dépense soudaine, l'espoir de profiter d'occasions non prévues d'achats avantageux, et enfin le désir de garder un avoir de valeur nominale immuable pour faire face à une obligation future stipulée en monnaie sont autant de nouveaux motifs à conserver de l'argent liquide ».
3. **Motif de spéculation** : l'objectif du spéculateur est de réaliser une plus-value, en achetant des titres bon marché et en les revendant plus cher. **Si le prix des titres est jugé trop élevé, on cesse d'acheter et on préfère détenir de la monnaie.** La spéculation est ainsi un arbitrage entre monnaie et détention de titres. **Cet arbitrage est lié au taux d'intérêt.** Si le taux d'intérêt est bas, les agents anticipent son augmentation. Celle-ci doit se traduire par une diminution du prix des titres (par exemple, les nouvelles obligations émises vont rapporter plus que les anciennes dont le prix doit baisser) et ils vont donc conserver des encaisses liquides. On peut même se trouver dans une **situation où le taux d'intérêt est tellement faible que tous les agents détiennent des liquidités. C'est le phénomène de la « trappe à liquidité ».**

Au total, la fonction de demande de monnaie dépend du niveau du revenu pour les deux premières composantes, et du taux d'intérêt pour la troisième.

KEYNES : LES 3 MOTIFS DE LA DEMANDE DE MONNAIE



Alors que pour les Classiques, le taux d'intérêt est le prix du temps, Keynes considère que le taux d'intérêt est le prix de la renonciation à la liquidité.

LE TAUX D'INTÉRÊT : VARIABLE D'INTÉGRATION ENTRE LES SPHÈRES MONÉTAIRE ET RÉELLE

Le taux d'intérêt est une variable centrale pour supprimer la dichotomie et réaliser l'intégration des sphères monétaire et réelle.

Le taux d'intérêt fait partie des déterminants de la demande de monnaie. Mais il exerce également une influence dans la sphère réelle, en conditionnant le montant de l'investissement. En effet, la décision d'investir dépend de la comparaison de l'efficacité marginale du capital et du taux d'intérêt. Lorsque l'efficacité marginale du capital est supérieure au taux d'intérêt, l'entrepreneur va investir, qu'il dispose d'une épargne propre pour financer son investissement ou qu'il ait besoin d'emprunter. Dans le premier cas, il est ramené à un arbitrage entre investissement et placement. S'il investit, cela lui rapporte l'efficacité marginale du capital ; s'il prête son argent (placement), il perçoit une somme déterminée en fonction du taux d'intérêt. Dans le second cas, le taux d'intérêt représente le coût de l'acquisition de la monnaie, qu'il compare donc au rendement de l'investissement.

La présence du taux d'intérêt dans le monde monétaire et dans le monde réel conduit à la rupture de la dichotomie. La monnaie n'est plus neutre et la politique monétaire peut donc avoir un sens pour agir sur les variables réelles. Elle ne garantit pas seulement la stabilité du niveau général des prix mais peut exercer un effet de relance ou de stabilisation.

KEYNES : LA TQM SANS L'INFLATION

L'État baisse les taux d'intérêt → la demande de crédit augmente.
L'émission de crédit = création de monnaie → la masse monétaire augmente.

Suite à l'augmentation des crédits, la demande vers les entreprises augmente.
S'il existe des capacités productives inemployées, les entreprises vont répondre à la demande en produisant davantage → le volume des transactions augmente.

$$M \times V = P \times T$$

La vitesse de la monnaie est supposée stable.

Les transactions pouvant augmenter, le respect de l'équation ne nécessite pas que les prix augmentent, contrairement à la version classique et néoclassique de la TQM.

La présence du taux d'intérêt dans la sphère monétaire et dans le monde réel conduit à la rupture de la dichotomie → la monnaie n'est plus neutre → la politique monétaire permet d'agir sur les variables réelles.

KEYNES : LE NIVEAU DE LA DEMANDE EFFECTIVE PEUT LIMITER L'EFFICACITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Suite à la baisse des taux d'intérêt, les entreprises et les ménages vont emprunter davantage, puis consommer davantage aussi. Si la demande augmente, les entreprises produiront plus et pour ce faire embaucheront.

Inversement, **si les pouvoirs publics souhaitent freiner l'activité économique, (en cas de risque inflationniste), ils peuvent augmenter les taux d'intérêt.** On parlera alors de politique monétaire de rigueur ou restrictive.

Cependant, il ne s'agit pas pour Keynes des politiques conjoncturelles les plus efficaces. En effet, si les taux d'intérêt baissent, **rien ne garantit que les agents emprunteront davantage.** Si l'économie est réellement déprimée, et que les perspectives de croissance sont très moroses, les chefs d'entreprise ne verront pas l'intérêt d'investir et n'emprunteront pas. De la même façon, des ménages qui peuvent craindre de nouveaux licenciements ne seront pas incités à emprunter pour consommer plus. C'est pourquoi **Keynes privilégie la politique budgétaire.**

LA MONNAIE CHEZ LES CLASSIQUES ET LES KEYNÉSIENS

NATURE DU PROBLÈME	CLASSIQUES	KEYNÉSIENS
Motifs de la demande de monnaie	Motif de transaction	Motifs de : <ul style="list-style-type: none"> • transaction • précaution • spéculation
Arbitrage entre monnaie et actifs non monétaires	Pas d'arbitrage	Arbitrage monnaie/titres
Effet de la variation de la masse monétaire sur l'activité	Effet purement nominal : variation des prix	Effet réel sur l'activité + effet nominal sur les prix
Nature du taux d'intérêt	Prix du renoncement à la consommation, récompense de l'épargne	Prix du renoncement à la liquidité
Objectifs de la politique monétaire	Stabilité des prix	Arbitrage entre inflation et chômage (courbe de Phillips)

DIFFÉRENTES APPROCHES DU TAUX D'INTÉRÊT

Approche classique (S. Jevons, I. Fisher)	Le taux d'intérêt est déterminé selon une logique de marché par ajustement entre épargne et investissement (selon la loi de Say, il y a identité entre l'épargne et l'investissement).	Le taux d'intérêt rémunère l'épargnant dans son renoncement à la consommation → l'épargne est une fonction croissante du taux d'intérêt (et l'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel).
K. Wicksell (1898)	L'épargne n'est égale à l'investissement que si le « taux d'intérêt monétaire » (coût du crédit) est égal au « taux d'intérêt naturel » (la rentabilité du capital).	Tout écart entre les deux taux influe sur les prix. Si le taux du marché est inférieur au taux d'intérêt naturel, une expansion économique survient, et les prix montent. → la Banque centrale doit s'efforcer de maintenir la proximité entre les taux.
J.M. Keynes (1936)	Le taux d'intérêt se détermine sur le marché de la monnaie par ajustement de l'offre et de la demande de monnaie.	Le taux d'intérêt n'est pas la récompense de l'épargne puisque celle-ci peut être thésaurisée (préférence pour la liquidité). Il récompense le renoncement à la liquidité.

3.3.

POUR LES NOUVEAUX CLASSIQUES, LA MONNAIE EST « SUPERNEUTRE »

À partir des années 1970 la stagflation provoque une remise en cause du raisonnement keynésien. La montée simultanée de l'inflation et du chômage, les dérèglements monétaires internationaux, l'incapacité des politiques d'inspiration keynésienne à venir à bout du ralentissement conjoncturel... favorisent le retour à la conception classique de la « monnaie-voile. »

La critique néoclassique remet en avant l'ancienne théorie quantitative de la monnaie, sans pour autant revenir totalement à la thèse de la dichotomie. Même si, pour certains, la monnaie est neutre dans tous les cas (la nouvelle école classique), d'autres auteurs admettent qu'elle exerce un effet sur l'économie réelle. Mais cet effet est jugé seulement transitoire, de court terme (Friedman) ou même considéré comme négatif et donc à éviter soigneusement (Hayek).

LE MONÉTARISME FRIEDMANIEN : LA MONNAIE EST NEUTRE SUR LE LONG TERME

C'est en critiquant la courbe de Phillips que Milton Friedman énonce ses arguments. Cette relation affirme en effet la possibilité d'un arbitrage entre inflation et chômage, justifiant ainsi les politiques d'inspiration keynésienne conduites dans les années 50 et 60.

Friedman reprend les principes de l'analyse quantitative, mais en admettant la **possibilité que la monnaie soit active à court terme**. **Tout dépend des anticipations que font les agents. S'ils sont victimes d'illusion monétaire, alors les variations de la masse monétaire peuvent influencer les variables réelles. Dans le cas contraire, elles ne se traduisent que par la hausse des prix.**

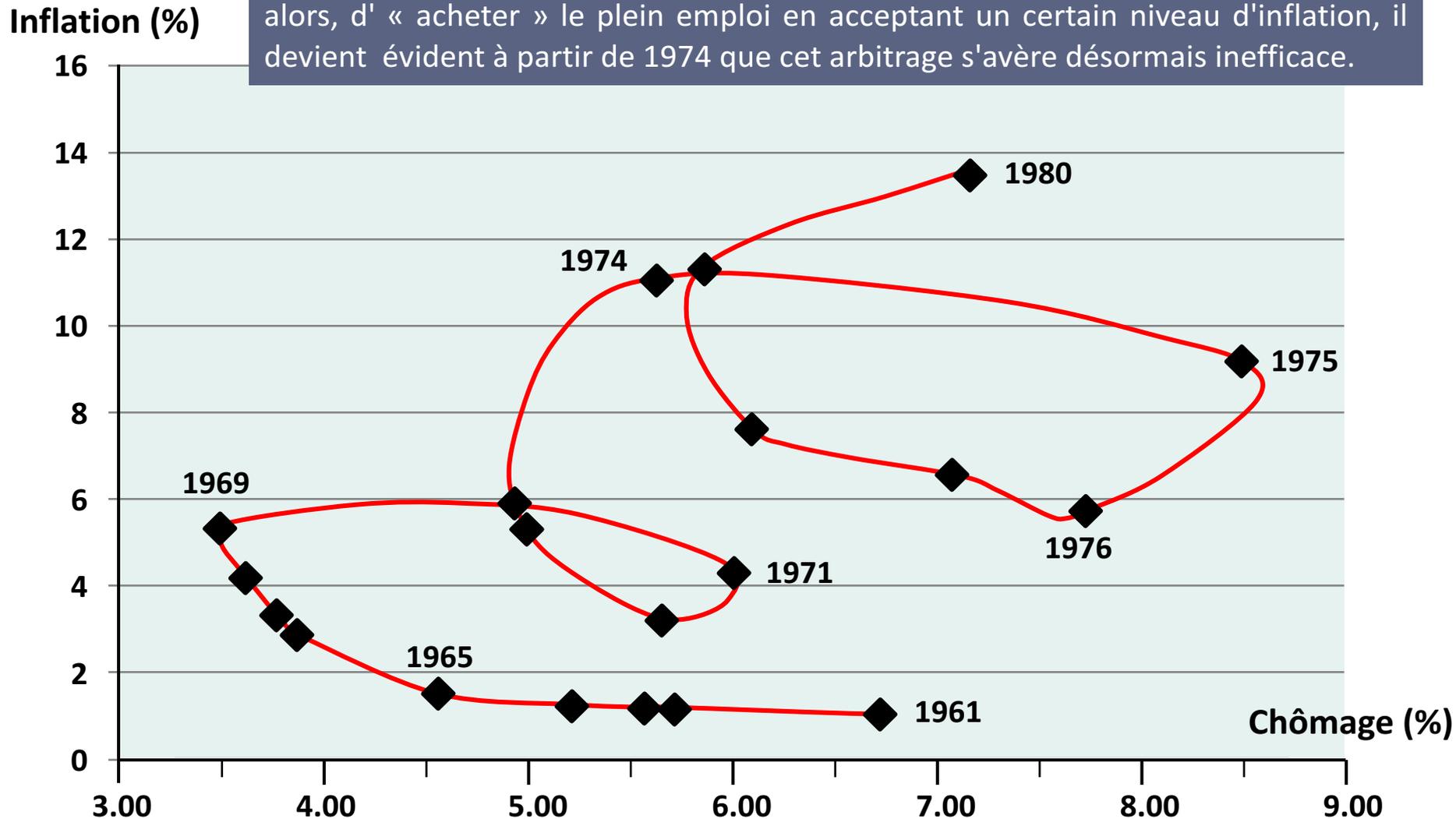
Pour Friedman, la baisse du chômage provient du fait que l'inflation réduit le montant du salaire réel, incitant les entreprises à utiliser davantage de facteur travail. Cette vision est conforme à **l'image néoclassique du marché du travail** sur lequel l'offre et la demande de travail s'ajustent, déterminant le niveau d'emploi et le salaire réel. **Cependant, il ne peut y avoir baisse du salaire réel que si les agents n'anticipent pas correctement la hausse des prix.** Si les salariés se rendent compte que leur pouvoir d'achat a baissé, ils réduisent leur offre de travail ou revendiquent afin d'obtenir des augmentations de salaires nominaux, et on revient alors au niveau initial du salaire réel.

L'inflation ne peut donc avoir qu'un effet de court terme sur le chômage. À long terme, la courbe de Phillips est verticale : **on ne peut pas descendre en dessous du taux de chômage naturel et toute tentative se solde seulement par une accélération de l'inflation.**

Friedman considère alors qu'il faut rendre sa neutralité à la monnaie. La politique monétaire doit se donner pour seul objectif d'assurer une progression de la masse monétaire compatible avec la croissance des échanges et de la production. Les autorités monétaires doivent se fixer des règles précises, destinées à favoriser les anticipations des agents.

CHÔMAGE OU INFLATION ? UN ARBITRAGE DE MOINS EN MOINS EFFICACE

Les politiques de *Stop and Go* mises en œuvre aux États-Unis dans les années 1960 illustrent le pilotage de l'économie selon des principes keynésiens. S'il est possible, alors, d'« acheter » le plein emploi en acceptant un certain niveau d'inflation, il devient évident à partir de 1974 que cet arbitrage s'avère désormais inefficace.



MILTON FRIEDMAN CONTRE LE LAXISME DE LA BANQUE CENTRALE

Milton Friedman incrimine les Banques centrales. Leurs dirigeants sont accusés de « prendre leurs décisions en fonction de théories erronées ; ils **ont pensé qu'ils devaient s'occuper des taux d'intérêt alors que leur tâche consiste en fait à contrôler la quantité de monnaie** ». Selon lui, c'est bien l'adéquation de la quantité de monnaie au volume de la demande qui est la variable stratégique.

Friedman illustre ses propos par la **situation aux États-Unis durant les années 1960**. À cette époque, les prix étaient stables. À la suite des politiques mises en œuvre par John F. Kennedy, puis par Lyndon B. Johnson, **la hausse des prix avait progressé, dépassant 3 % par an. La Réserve fédérale s'était inquiétée de la situation en 1966, conduisant alors une politique monétaire restrictive** couronnée de succès puisque la hausse des prix était revenue à 2,5 %. Le ralentissement économique qui en est résulté **s'est accompagné d'une montée du chômage**, politiquement mal vécue. **L'inflation avait alors repris sa hausse en raison des dépenses gouvernementales et du laxisme monétaire de la FED**, pour atteindre 7 % en 1969.

➔ Selon Friedman, c'est une des causes de l'affaiblissement du dollar, qui a conduit à sa dévaluation et à la suspension par le président Nixon de la convertibilité-or du « billet vert » en 1971.

LA NEC : LA SUPERNEUTRALITÉ DE LA MONNAIE

Dans le modèle friedmanien, les anticipations sont adaptatives. Cela signifie que les agents corrigent leurs anticipations en fonction de leurs erreurs passées, mais aussi qu'ils se trompent toujours !

La vision de la nouvelle école classique (NEC) est plus radicale que celle de Friedman. Les nouveaux classiques (Lucas, Wallace, Sargent, Barro) **nient toute possibilité d'action à la monnaie et réactualisent la thèse de la monnaie-voile.** Prenant appui sur la **théorie des anticipations rationnelles**, ils estiment que les agents ne sont **jamais** victimes d'**illusion monétaire**. Les anticipations des agents ne sont pas adaptatives mais rationnelles.

Selon **John Muth**, inventeur de la notion, « *les anticipations, dans la mesure où elles sont des prévisions bien informées d'événements futurs, sont essentiellement identiques aux prévisions d'une théorie économique correcte* ». Les agents sont supposés réaliser leurs anticipations en intégrant toutes les informations à leur disposition. Dans ce cas, **il n'y a pas d'illusion monétaire** : dès l'annonce d'une politique de baisse des taux d'intérêt, les agents savent qu'elle n'aura aucun effet positif, et cette anticipation est autoréalisatrice. Ils n'ont donc, en moyenne, aucune raison de se tromper et ne peuvent être leurrés par une politique monétaire. Celle-ci est donc **inefficace dans tous les cas** puisque ses effets sont parfaitement anticipés.

→ Pour les économistes de la NEC, les anticipations rationnelles des agents neutralisent les effets de la politique monétaire. Celle-ci n'a aucun impact sur les variables réelles, elle ne se traduit que par l'inflation.

HAYEK : IL FAUT NEUTRALISER LA MONNAIE !

L'analyse de **F. Hayek** est originale, dans la mesure où **il considère que la monnaie n'est pas neutre, mais qu'elle est nocive** et qu'il convient donc de neutraliser le plus possible ses effets. **Pour lui, la monnaie est active, à court comme à long terme. Son influence ne se traduit pas seulement par une variation du niveau général des prix, mais par une modification des prix relatifs** (tous les prix ne varient pas dans les mêmes proportions), **ce qui conduit à une modification de la structure productive et renforce l'instabilité conjoncturelle.**

Hayek considère qu'une **émission excessive de monnaie va conduire à une baisse du taux d'intérêt monétaire, qui pousse les agents à augmenter leur stock de capital**. Mais comme cet « allongement du détour de production » n'est pas justifié par le niveau d'épargne (arbitrage des agents entre le présent et le futur), il va y avoir à terme une brusque contraction de la longueur du détour de production. Cet « effet d'accordéon » perturbe gravement la production et l'emploi.

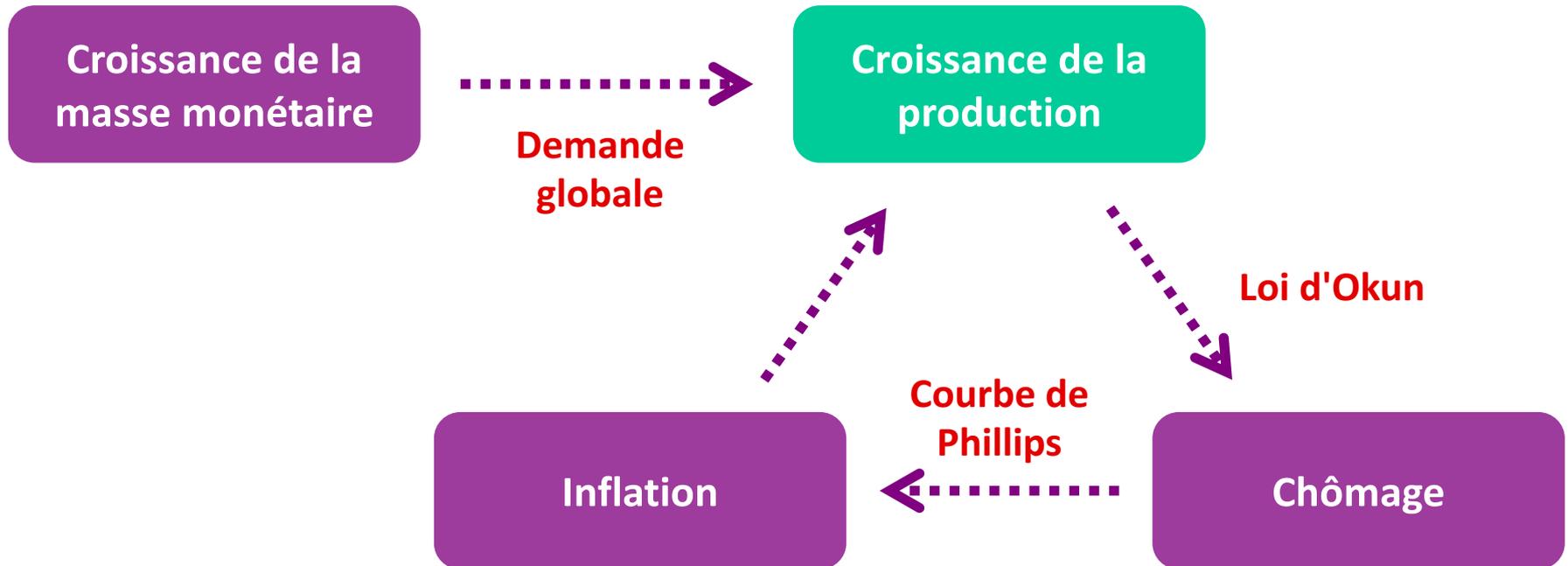
Face à ces cycles économiques liés aux variations de la masse monétaire, Hayek préconise de neutraliser la monnaie. Selon lui, la seule manière consiste à **abandonner complètement la politique monétaire**. Il évoque aussi la possibilité de **privatiser la monnaie afin de la soumettre à la régulation marchande**. Des banques privées émettraient des monnaies, sous le seul contrôle du marché, le jeu de la concurrence permettant alors de sélectionner les monnaies solides en éliminant les monnaies mal gérées. Dans une telle situation de concurrence, la bonne monnaie chasserait la mauvaise (à l'inverse de la loi de Gresham qui, elle, s'applique en régime de cours légal).

MONNAIE NEUTRE OU MONNAIE ACTIVE ?

	Effets nominaux (monnaie-voile)	Effets réels (monnaie active)	
Monnaie exogène	<p>Dichotomie forte</p> <p>Vieille théorie quantitative <i>Currency school</i></p> <p>I. Fisher (1911)</p> <p>Nouvelle macroéconomie Classique</p>	<p>Dichotomie faible</p> <p>Effets transitoires</p> <p>M. Friedman</p>	<p>Refus de la dichotomie</p> <p>Effets durables et nocifs</p> <p>F. Hayek J. Rueff</p>
Monnaie endogène	<p><i>Banking school</i></p> <p>K. Wicksell, G. Myrdal, École de Stockholm</p> <p>I. Fisher (1933)</p> <p>Tradition keynésienne</p> <p>J. Schumpeter</p>		

Source : M. Bassani et A. Beitone : *Monnaie, théories et politiques*, 1997.

MASSE MONÉTAIRE, PRODUCTION, INFLATION ET CHÔMAGE



La loi proposée par Arthur Okun en 1962 décrit une relation linéaire empirique entre le taux de croissance et la variation du taux de chômage. En dessous d'un certain seuil de croissance, le chômage augmente ; au-dessus de ce seuil, il diminue, à élasticité constante.

La loi d'Okun permet de prévoir les effets d'un taux de croissance donné sur le chômage. La relation ainsi décrite ne prend toutefois pas nécessairement les mêmes valeurs : le seuil à partir duquel chaque point de croissance conduit à une baisse du taux de chômage varie en effet en fonction des pays et des époques.

LA DÉSINFLATION NE PEUT ÊTRE OBTENUE QU'AU PRIX D'UNE HAUSSE DU CHÔMAGE

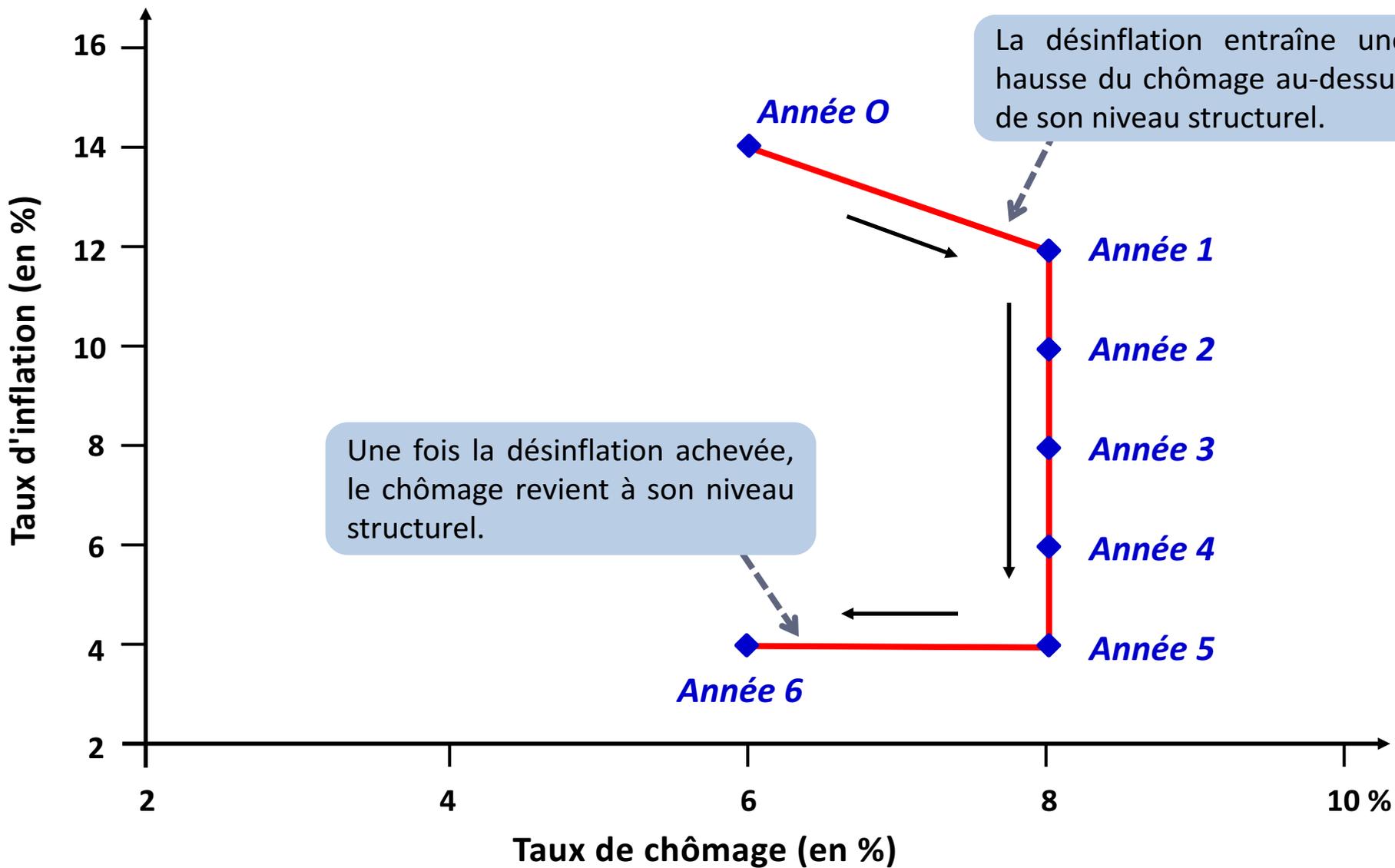
Une réduction de l'inflation requiert donc une baisse de la croissance de la masse monétaire. Si la Banque centrale décide de baisser le taux de croissance de la masse monétaire :

1. à inflation donnée, une moindre croissance de la masse monétaire entraîne une baisse de la croissance de la production.
2. Cette baisse de l'activité entraîne une hausse du taux de chômage (loi d'Okun).
3. Cette hausse du taux de chômage entraîne une baisse de l'inflation (relation de Phillips).

→ Les effets à court terme d'une baisse de la croissance de la masse monétaire sont clairs : ralentissement de l'activité, hausse du chômage et baisse de l'inflation.

Par la suite, **aussi longtemps que le chômage excède le chômage structurel, l'inflation décroît**. Finalement, l'inflation devient suffisamment faible et en conséquence, la croissance de la masse monétaire réelle suffisamment forte pour que le chômage diminue : il ne reste pas élevé durablement. **Une baisse de la croissance de la masse monétaire augmente donc temporairement le chômage.**

UN SENTIER DE DÉSINFLATION



Ici, 5 années de chômage au-dessus du taux structurel entraînent une baisse permanente de l'inflation.

ROBERT LUCAS : LA DÉINFLATION EST POSSIBLE SANS HAUSSE DU CHÔMAGE

Économiste de la NEC (Nouvelle économie classique), **Robert Lucas** a montré que l'on ne peut pas prendre comme donnée la formation des anticipations pour étudier les conséquences d'un changement de politique monétaire.

Dans le cas de la courbe de Phillips, prendre l'équation comme donnée revient à supposer que les agents anticipent pour le futur la même inflation que dans le passé, et qu'un changement de politique économique ne modifie pas le mode de formation des anticipations (M. Friedman lui-même considère que les anticipations adaptatives reposent sur le niveau passé de l'inflation).

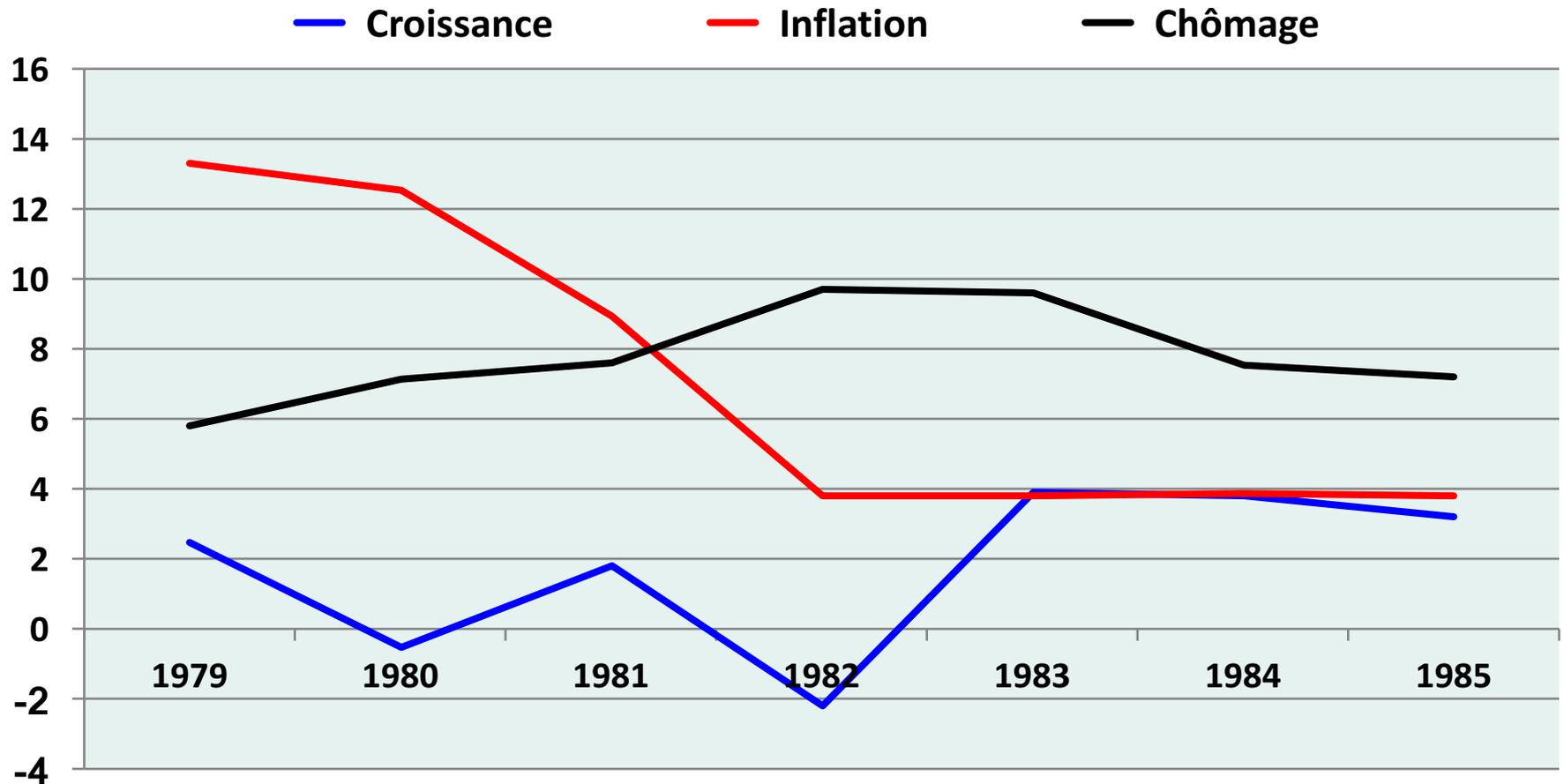
Pour Lucas, cette hypothèse est sans fondement : **si les agents savent que la Banque centrale s'engage à baisser l'inflation, alors ils doivent bien anticiper que l'inflation sera plus faible à l'avenir. Et s'ils révisent à la baisse leurs anticipations d'inflation, alors l'inflation baissera réellement, sans que l'on ait besoin de provoquer une récession.**

Si, malgré le changement de politique économique, les agents continuent de calquer leurs anticipations d'inflation sur l'inflation passée, alors le seul moyen pour baisser l'inflation est d'accepter une hausse temporaire du chômage.

En revanche, si les agents sont convaincus que l'inflation va baisser, ils révisent leurs anticipations à la baisse. Cela réduit alors l'inflation courante, sans qu'il y ait nécessairement un changement du taux de chômage. Par exemple, si les agents sont sûrs que l'inflation va passer de 14 % à 4 %, alors l'inflation baissera effectivement de 14 % à 4 %, même si le taux de chômage reste à son niveau structurel.

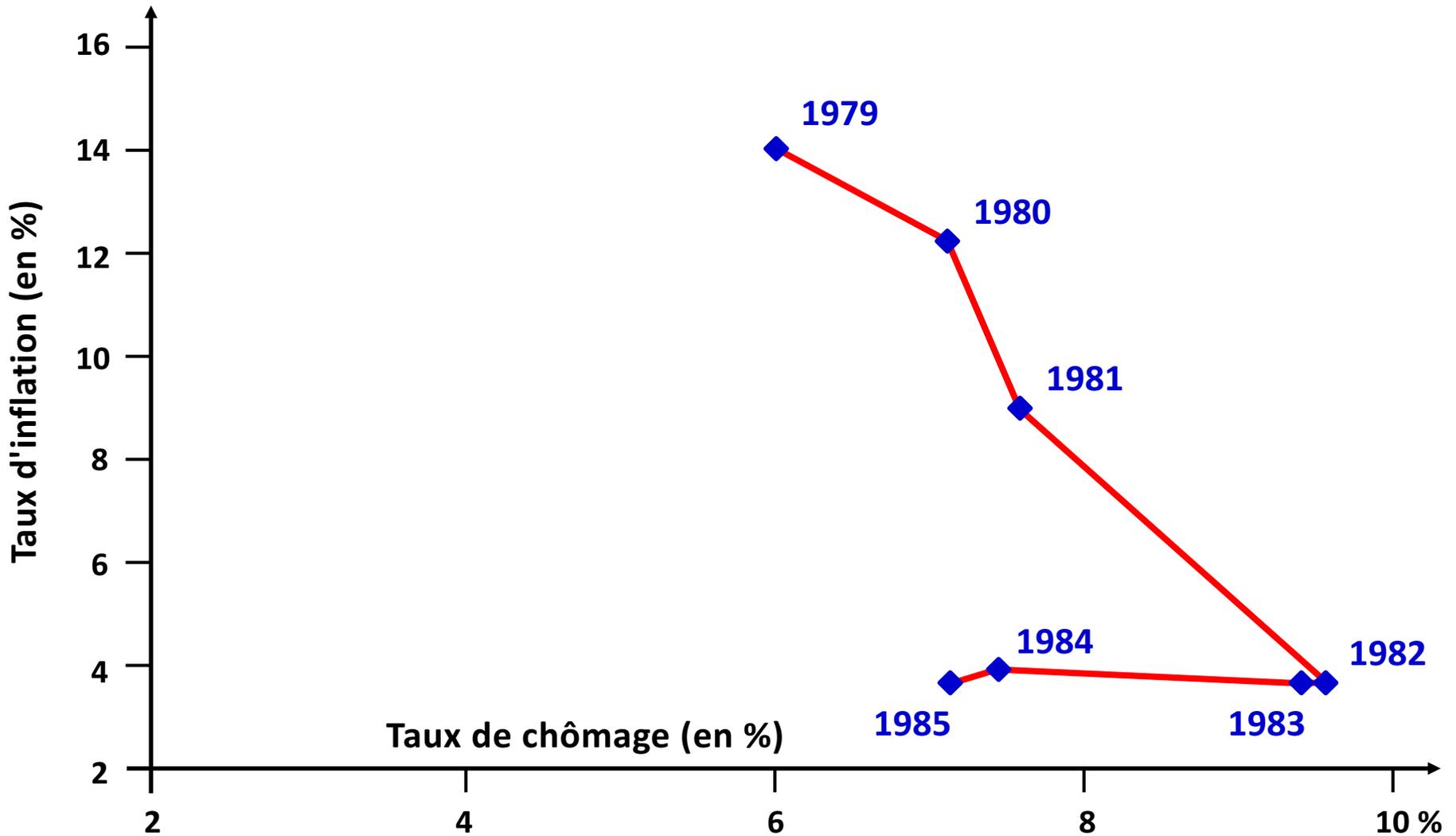
La croissance de la masse monétaire, l'inflation et l'inflation anticipée peuvent être réduites sans qu'il y ait récession. Autrement dit, la baisse de la croissance de la masse monétaire peut être neutre non seulement à moyen terme, mais aussi à court terme.

DÉSINFLATION ET CHÔMAGE AUX ÉTATS-UNIS (1979-1985)



Le « miracle des anticipations » n'a pas eu lieu : la politique de désinflation entamée par la Fed à partir de 1979 s'est accompagnée d'une élévation du taux de chômage. La relation de Phillips, semble ainsi plus robuste que ne le pensaient certains économistes.

CHÔMAGE ET DÉSINFLATION AUX ÉTATS-UNIS (1979-1985)



À partir de 1979, la politique monétaire restrictive menée par la Fed sous la houlette de Paul Volcker permet de diminuer le taux de l'inflation, mais elle se paye par une envolée du taux de chômage.

L'effet d'encaisses réelles (effet Pigou)

Pour répondre au diagnostic pessimiste de la *Théorie générale* de Keynes (1936), selon laquelle le capitalisme est condamné à un chômage durable à cause de l'insuffisance de la demande effective, **Arthur Cecil Pigou** a suggéré une hypothèse reposant sur **l'idée que la monnaie est une richesse**, et permettant de mettre en évidence un rééquilibrage automatique de la demande globale.

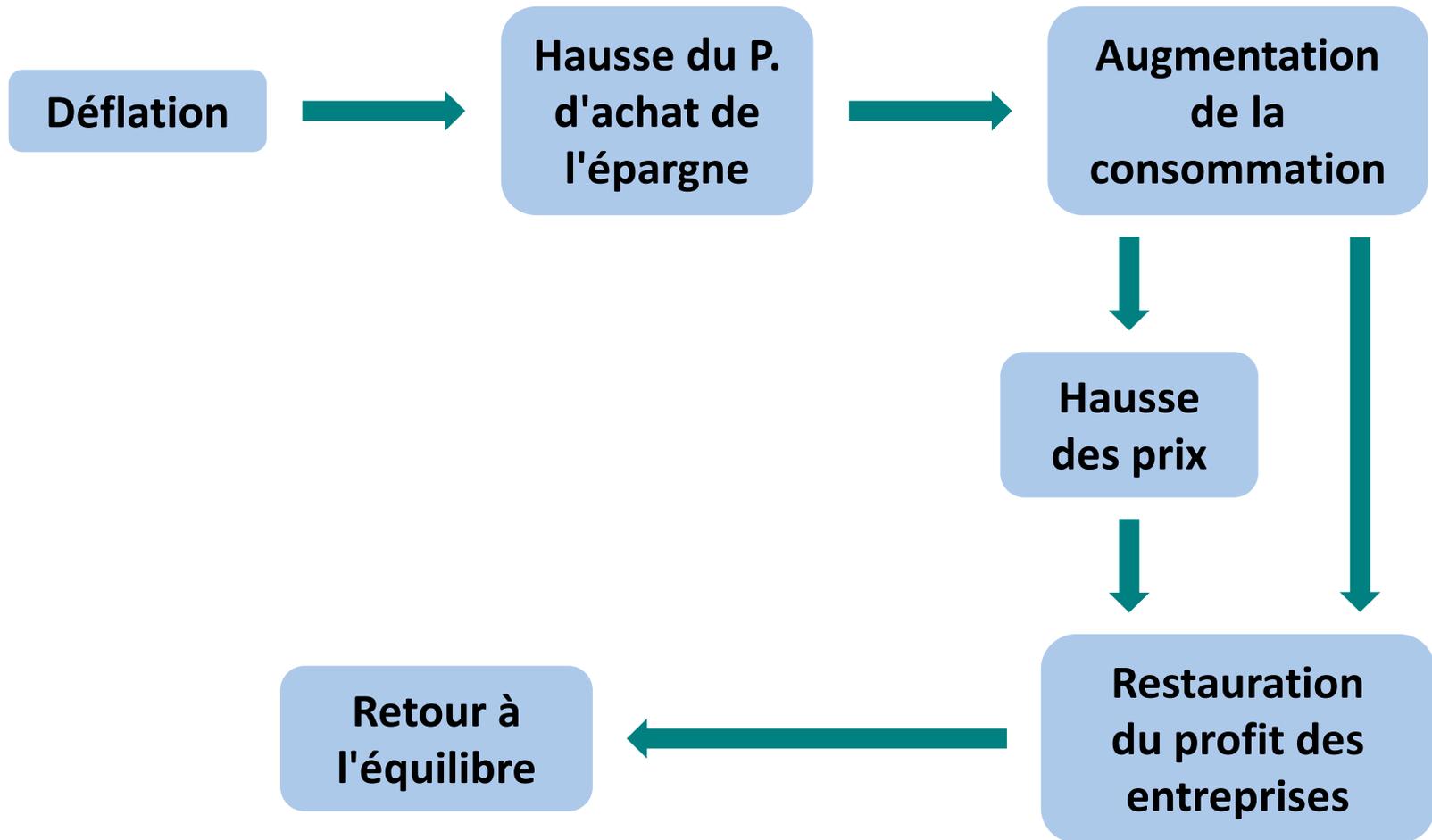
Si la demande globale est insuffisante, le niveau général des prix aura tendance à baisser, augmentant la valeur réelle des encaisses monétaires (car leur pouvoir d'achat augmente) ; alors les agents convertissent leur monnaie excédentaire en demande de biens ; donc les prix remonteront à l'équilibre, poussés par l'augmentation de la demande globale.

➔ **Le mécanisme de l'effet Pigou repose sur l'idée que l'augmentation de la richesse des agents les poussent à consommer et investir davantage.**

L'effet d'encaisses réelles négatif

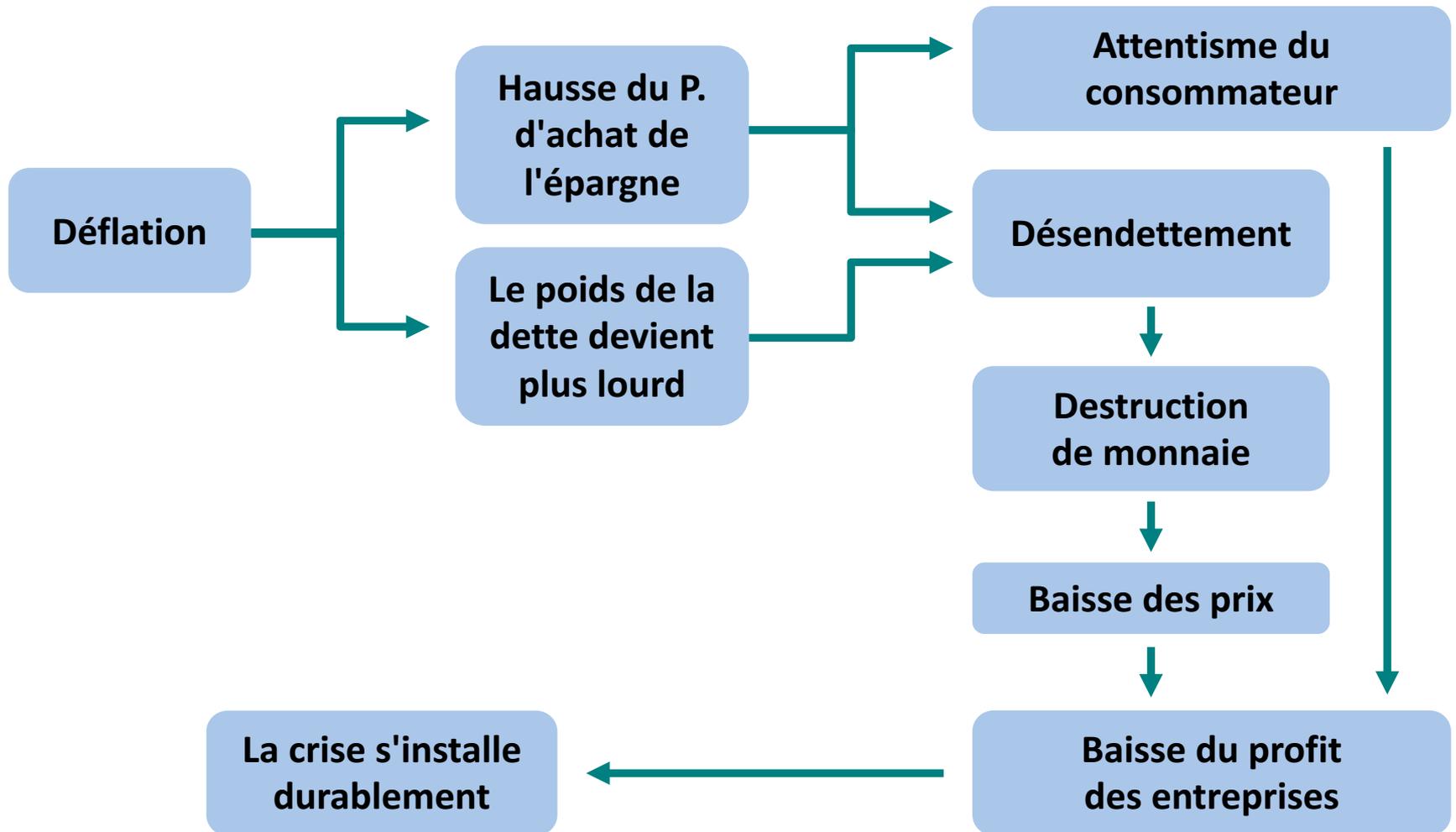
L'effet d'encaisses réelles fonctionne aussi de manière négative : en cas d'inflation, le niveau général des prix augmente, donc la valeur réelle des encaisses monétaires diminue (le pouvoir d'achat de la monnaie baisse). Or les agents économiques veulent garder le même pouvoir d'achat, par conséquent ils vont accroître leur épargne. La demande va donc diminuer. Les prix vont donc également baisser jusqu'à l'équilibre.

PIGOU : LA DÉFLATION CRÉE UN « EFFET DE RICHESSE »



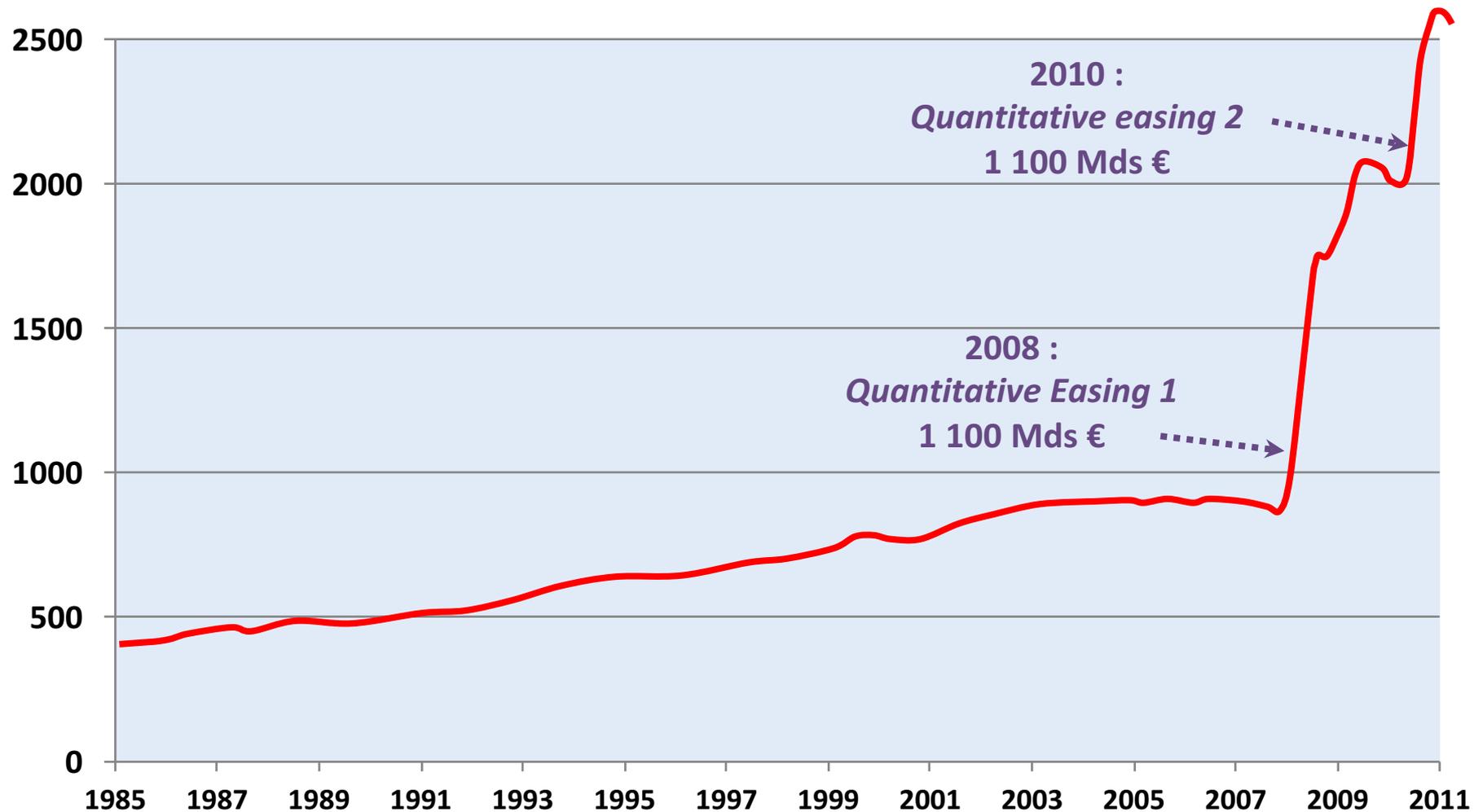
L'effet de richesse (ou effet Pigou) stipule qu'en situation de déflation, les ménages utilisent le supplément de pouvoir d'achat de leur épargne pour consommer. La consommation contribue alors au retour à l'équilibre, sans que l'intervention de l'État soit nécessaire.

LES KEYNÉSIENS CONTESTENT LA RÉALITÉ DE L'EFFET PIGOU



Pour les keynésiens, en situation de déflation, les ménages préféreront utiliser le supplément de pouvoir d'achat de leur épargne pour se désendetter. La consommation restera en panne, tandis que la destruction de monnaie (désendettement) alimentera la spirale déflationniste.

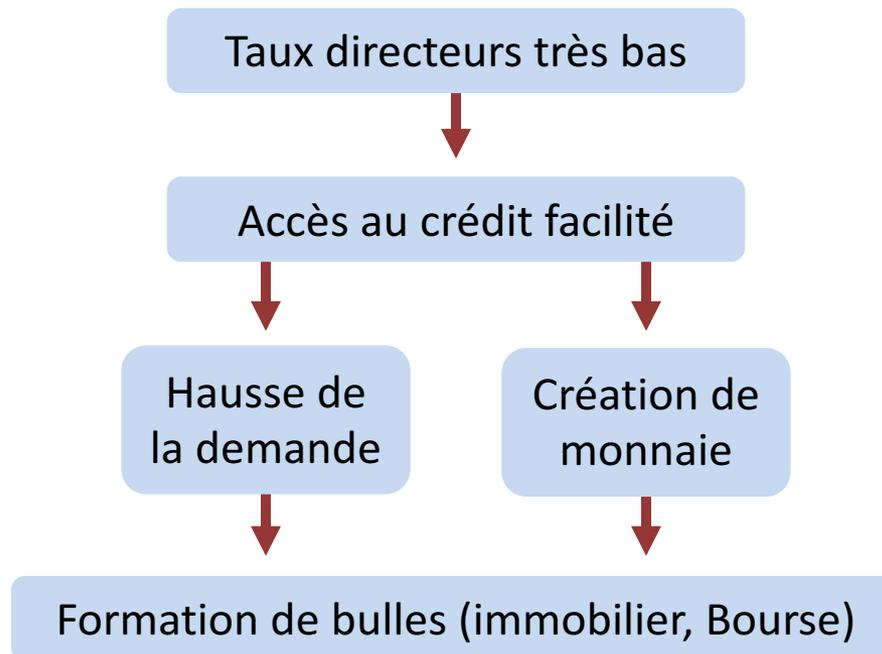
ÉVOLUTION DE LA BASE MONÉTAIRE DES ÉTATS-UNIS, 1985-2011



Lorsque la crise des crédits *subprime* se propage au secteur bancaire en 2008, la Fed injecte massivement de la liquidité pour éviter un ralentissement brutal de l'économie. Ce *quantitative easing* a pour objectif de fournir des liquidités aux banques qui ne se prêtent plus entre elles et de racheter les actifs "pourris", notamment des créances immobilières dites "*subprime*", détenus par les banques et les investisseurs financiers.

POLITIQUE MONÉTAIRE ET BULLES SUR LES MARCHÉS D'ACTIFS

La politique monétaire accommodante du début des années 2000 n'a pas eu d'impact de nature « wicksellienne » sur la stabilité des prix des biens et des services. En revanche, elle a favorisé la formation de bulles pour certaines catégories d'actifs... qui ne sont pas pris en compte dans le calcul de l'inflation. La question de l'écart entre taux d'intérêt monétaire et taux d'intérêt naturel conserve donc sa pertinence.



Certains économistes soulignent les faiblesses du raisonnement qui se focalise sur un « panier » de biens et services pour surveiller l'évolution des prix mais ne prend pas en compte le prix des actifs financiers.

4

UNE BRÈVE HISTOIRE DES SYSTÈMES MONÉTAIRES

TYPOLOGIE DES SYSTÈMES MONÉTAIRES

Étalon-or (1870-1914)	Toutes les monnaies sont définies par rapport à l'or et convertibles en métal. La convertibilité est totale, ce qui entraîne une stabilité parfaite. Les mécanismes sont automatiques.
Étalon de change-or (1922-1933 puis 1944-1971)	La convertibilité est limitée, la stabilité n'est donc plus totale. Des règles sont nécessaires pour préciser l'une et l'autre.
Étalon de change (ou étalon-devise) (à partir de 1976)	La convertibilité (au sens fort du mot) n'existe plus → il n'y a plus de stabilité... sauf à définir quelques règles.

AU XX^{ÈME} SIÈCLE, LES MONNAIES SE DÉTACHENT PROGRESSIVEMENT DE L'OR

Le système monétaire international fondé sur **l'étalon-or (*gold standard*) disparaît en 1914** : les dépenses de guerre sont financées par l'émission massive de monnaie fiduciaire. Entre 1914 et 1918, l'inflation est de 400 %.

On ne parviendra pas à rétablir l'étalon-or. Des **étalons de change-or (*gold exchange standard*)**, systèmes monétaires où des « devises-clés » jouent le rôle de réserve en conservant un lien avec le métal jaune, vont tenter de préserver la stabilité monétaire conformément à l'orthodoxie monétaire (« discipline de l'or » définie par Hume puis Ricardo). Dans le **système de Gênes (1922)**, trois devises sont convertibles en théorie (dollar, livre et franc) et selon des conditions restrictives. De fait, le système ne fonctionne pas en raison de la guerre des taux d'intérêt que se livrent les monnaies, et il vole en éclats avec le repli monétaire dû à la crise des années 1930.

Né en 1944, le **système de Bretton Woods** met en place un nouveau *gold exchange standard*. De fait, les États-Unis sont les seuls à pouvoir définir la valeur de leur monnaie en or, les autres pays n'ayant pas les réserves métalliques pour en faire autant → le dollar devient la devise-clé (de fait c'est un « étalon or-dollar »), il n'est convertible que pour les banques centrales (la contrainte est allégée). Chacun doit maintenir la parité de sa monnaie par rapport au billet vert → ce **système de changes fixes** est peu compatible avec la libre circulation des capitaux. De plus il est asymétrique, ce qui est source de déséquilibres.

4.1.

L'ÉTALON-OR : UN SYSTÈME MONÉTAIRE QUI ASSURE LA STABILITÉ DE LA MONNAIE

Des années 1870 à 1914, les relations monétaires internationales sont régies par l'étalon-or. Ce système apparaît spontanément lorsque l'or s'impose comme seule référence dans les principaux pays.

La convertibilité implique un système rigide qui convient bien au quantitativisme car elle assure la stabilité et la neutralité nécessaires à un SMI. En théorie, l'or joue donc le rôle d'une vraie et unique monnaie internationale. Cependant, dans les faits, c'est la livre britannique qui remplace l'or dans la plupart des transactions.

AU XIX^{ÈME} SIÈCLE L'ÉTALON-OR S'IMPOSE COMME SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

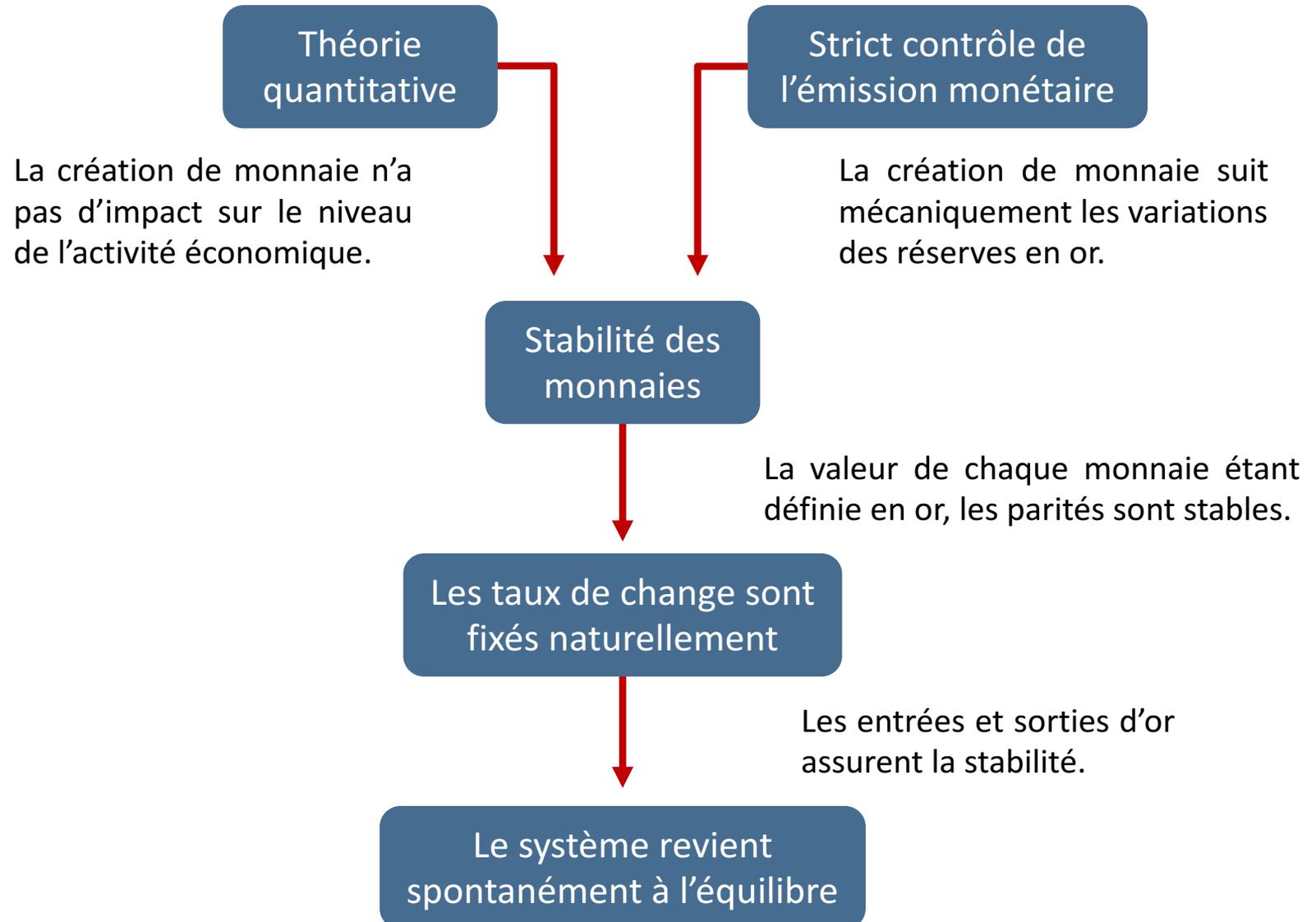
Dans le dernier tiers du XIX^e siècle, de nombreux pays (Allemagne : 1871, France : 1876, États-Unis : 1900...) suivent l'exemple anglais et rattachent la valeur de leur monnaie à l'or. Le passage au monométallisme règle la question de la concurrence avec l'argent qui se posait dans les systèmes bimétallistes. Surtout, il permet l'instauration d'un système monétaire international à partir des années 1870 : puisque la valeur de chaque monnaie est définie en or, la question du taux de change est résolue. Le SMI basé sur l'étalon-or (*gold standard*) va se maintenir jusqu'à 1914.

Il permet le retour automatique à l'équilibre des balances courantes : tout déficit se traduisant par une sortie d'or qui affecte la valeur de la monnaie, la banque centrale doit resserrer sa politique de crédit → baisse des prix qui ralentit les importations et stimule les exportations, provoquant ainsi le retour de l'or dans le pays.

Les partisans de l'étalon-or affirment qu'il permet de mieux résister à l'expansion du crédit et de la dette : au contraire d'une monnaie fiduciaire, une monnaie à contrepartie en or ne peut pas être émise par un État de façon discrétionnaire. Cette contrainte empêche l'inflation par la dévaluation et lève en théorie toute incertitude sur la pérennité de la monnaie.

Toutefois, l'essentiel du commerce est payé en livre-sterling, ce qui fait parfois dire qu'il s'agit plus d'un étalon-sterling que d'un étalon-or. Mais la livre ne constitue cependant pas une monnaie de réserve, et un SMI se définit davantage par ses règles que par la monnaie qui en est le pivot.

ÉTALON-OR : LES VERTUS D'UN SYSTÈME CONFORME AU QUANTITATIVISME



Ils ont dit ...

« En vérité, l'étalon d'or est déjà une relique barbare. »

(J.M. Keynes, La réforme monétaire, 1923)

« Une pièce d'or, trouvée au fond de l'eau dans un galion naufragé, a conservé sa valeur pendant 400 ans, sans banque centrale, sans experts et sans ministres de l'Economie. Les crustacés sont manifestement plus compétents pour garder une monnaie saine, moins arrogants et moins coûteux qu'une banque centrale. »

(Daniel Toure)

4.2.

LES ANNÉES 1920 : UN ÉTALON DE CHANGE-OR

Les déséquilibres monétaires provoqués par la Première Guerre mondiale interdisent tout retour à l'étalon-or. Le SMI qui naît en 1922 repose sur une économie britannique affaiblie.

Emporté par la crise des années 1930, le système disparaît, victime du repli monétaire qui accompagne les politiques protectionnistes.

ENTRE DEUX GUERRES : LA DISPARITION DE L'ÉTALON-OR

- Durant la Première Guerre mondiale, de nombreux pays sont contraints d'abandonner la convertibilité des billets. Pour financer leur effort de guerre, la plupart choisissent d'imprimer plus de monnaie qu'ils ne possèdent de contrepartie en or. Les États-Unis et la Grande-Bretagne sont ainsi contraints de suspendre la parité-or de leur monnaie.
- Après 1918, la Grande-Bretagne souhaite le retour à l'étalon-or et à la stabilité des monnaies. Cependant, du fait de la répartition des stocks d'or mondiaux, il est impossible de revenir au *gold standard* → la **conférence de Gênes** (1922) opte pour un **système de change-or** (*gold exchange standard*) à « devises-clés » : la livre, le dollar et le franc remplacent l'or comme réserve, ils conservent un lien avec le métal, ce qui est censé assurer la stabilité. Le système est donc plus souple qu'avant 1914 puisque trois monnaies seulement sont rattachées à l'or. Cependant, contrairement à sa politique d'avant 1914, la Grande-Bretagne relâche sa discipline et émet de la monnaie au-delà de sa couverture-or. De fait, l'économie britannique n'est plus de taille à assumer les responsabilités qu'elle avait acceptées avant 1914.
- Avec la crise des années 1930, le Royaume-Uni (1931), les États-Unis (1933) et la France (1936) finissent par renoncer à la convertibilité. Une fois abandonnée la contrainte du rattachement à l'or, l'instabilité s'installe, chaque pays s'efforce de créer sa propre zone monétaire → la dislocation du système s'explique par l'incapacité de la livre à retrouver son rôle d'avant-guerre et par l'impossibilité pour les gouvernements de mener des politiques concertées.

4.3.

LE SYSTÈME DE BRETTON WOODS : UN ÉTALON OR-DOLLAR

Après 1945, l'hégémonie des États-Unis permet d'apporter une solution à la question de la reconstruction d'un SMI. Le système de Bretton Woods repose sur un dollar « *as good as gold* ». Toutefois la politique monétaire des États-Unis privilégie les intérêts nationaux sans tenir compte des équilibres extérieurs. La surémission de dollars qui s'accumulent hors des États-Unis provoque une perte de confiance dans le billet vert au cours des années 1960 et le système disparaît entre 1971 (fin de la convertibilité du dollar) et 1976 (abandon des parités fixes).

BRETTON WOODS : UN SYSTÈME ASYMÉTRIQUE

Né en 1944, le système de Bretton Woods consacre la suprématie des États-Unis et du dollar. Le projet défendu par Keynes d'une vraie monnaie internationale (le « bancor ») totalement déconnectée de l'or n'est pas retenu.

- **Seul le dollar est convertible en or** (35 \$ pour 1 once d'or) → « convertibilité à deux paliers » → « *dollar as good as gold* » ;
- les monnaies ont des **parités fixes** (tolérance de + ou – 1 %) ;
- le Fonds monétaire international (FMI) gère le système, chaque membre verse une quote-part.

Le système est ambigu :

- soit le dollar est assimilé à l'or, et son émission doit alors être contrôlée par les autorités américaines qui joueraient le rôle de gendarme financier ;
- soit les États-Unis peuvent créer sans limite de la monnaie puisque c'est aux banques centrales de leurs partenaires qu'il incombe de défendre la parité de leur monnaie par rapport au dollar.

Le système est asymétrique :

les États-Unis peuvent **financer un déficit de leur balance des paiements soit par émission monétaire, soit en vendant des devises contre des dollars**. Le pays concerné doit alors lutter pour défendre sa monnaie dont la valeur est menacée sur le marché des changes (destruction monétaire et déflation qui plombe sa croissance). De son côté, la Fed est dans la même situation, mais elle peut se permettre de ne rien faire sur le marché des changes.

UN PRIVILÈGE EXORBITANT DU DOLLAR : LE « DÉFICIT SANS PLEURS »

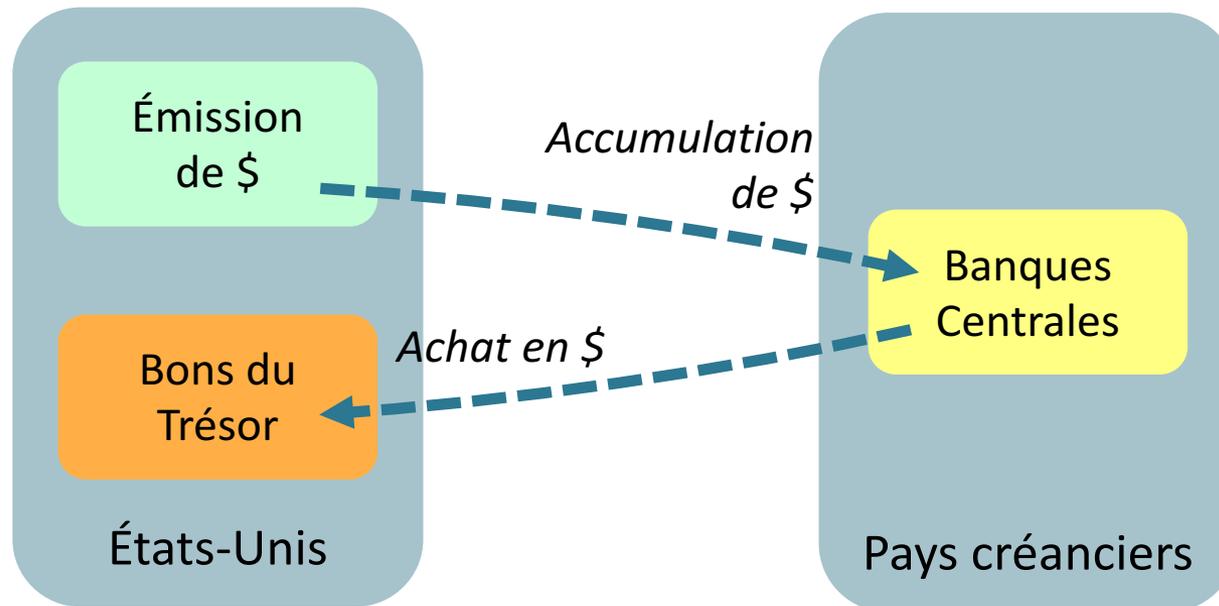
Des économistes aussi éloignés que **Keynes** et **J. Rueff** ont dénoncé la perversion du système de Bretton Woods. Selon Keynes, il fait peser toute la charge du retour à l'équilibre commercial sur les pays déficitaires (l'Europe) ce qui ne peut que retarder leur rétablissement. Selon Rueff, il permet aux États-Unis de créer des « **faux droits** » en émettant de la monnaie sans limite, ce qui ne peut aboutir qu'à l'inflation.

Les États-Unis sont le seul pays qui n'est pas obligé de soutenir sa monnaie par rapport aux autres, mais seulement par rapport à l'or. Cette contrainte reste purement théorique puisque, pour préserver la stabilité du système et parce que le monde a « faim de dollars », personne ne demande à convertir ses dollars en or avant 1959.

Au cours des années 1960, chacun s'efforce ainsi de contenir l'envolée de l'or et d'empêcher l'érosion du dollar → les États-Unis peuvent donc pratiquer le « **déficit sans pleurs** » : aucune contrainte ne les oblige à protéger la stabilité de leur monnaie : ils règlent leur déficit en émettant leur propre monnaie, et non en réalisant des excédents. *In fine*, **tout le monde doit défendre le dollar, sauf les États-Unis** qui financent leurs déficits par l'émission de monnaie dont ils inondent le monde.

En 1965, le général de Gaulle (qui appelle au retour de l'étalon-or) demande la conversion de 0,5 milliard de dollars en or. Il révèle ainsi la fragilité croissante du système de Bretton Woods : les États-Unis ne pourront pas garantir très longtemps la convertibilité-or des énormes quantités de dollars accumulées hors de leurs frontières.

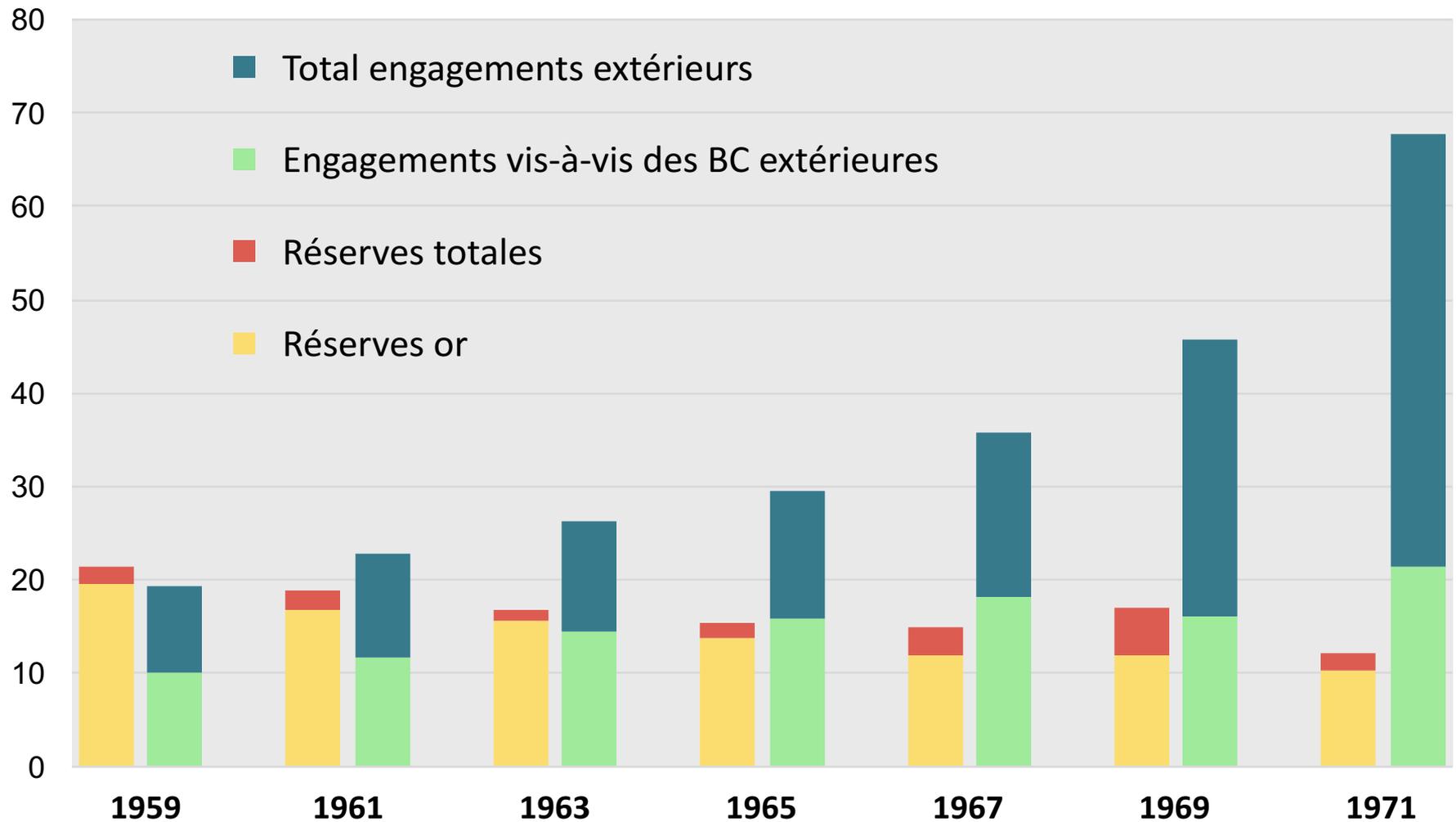
« BENIGN NEGLECT POLICY » : LES DÉFICITS AMÉRICAINS FINANCÉS PAR LES CRÉANCIERS DES ÉTATS-UNIS



Dès 1960, R. Triffin insiste sur le caractère pervers d'un système dans lequel les États-Unis peuvent, du fait de leur privilège de pays émetteur de la monnaie de réserve, se trouver exonérés de toute obligation de solder les déficits de leur balance des paiements. Ceux-ci sont alors financés par les pays créanciers (par ex. via les « bons Roosa » émis par le Trésor américain) → politique de « douce insouciance » (*benign neglect policy*).

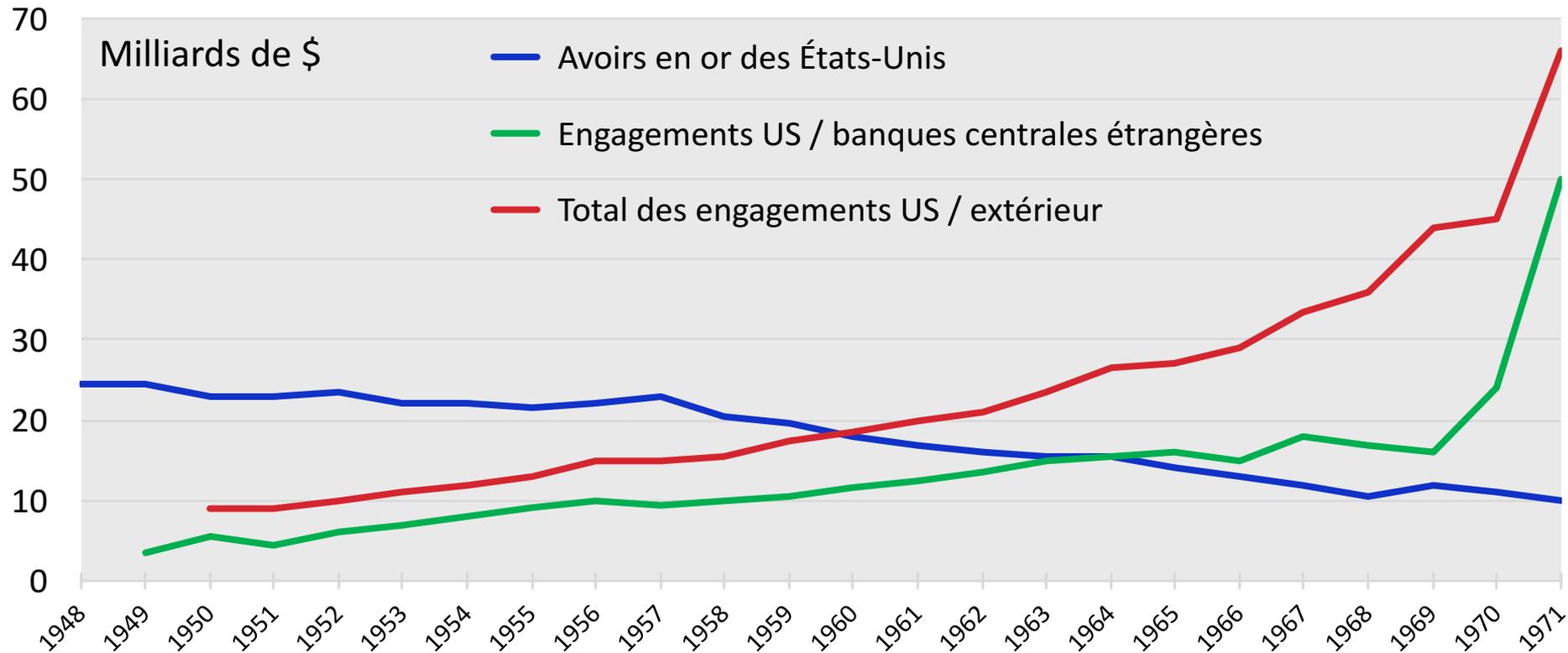
Mais lorsque le stock de « balances dollars » devient excessif par rapport aux réserves de métal précieux de Fort Knox, la confiance dans le mécanisme est remise en question.

RÉSERVES ET ENGAGEMENTS DES ÉTATS-UNIS (en milliards de dollars)



Source : *Federal Reserve Bulletin*, mai 1973, in H. Bourguinat, *Finance internationale*, 1992.

ÉVOLUTION DE LA CONVERTIBILITÉ DU DOLLAR (1948-1971)

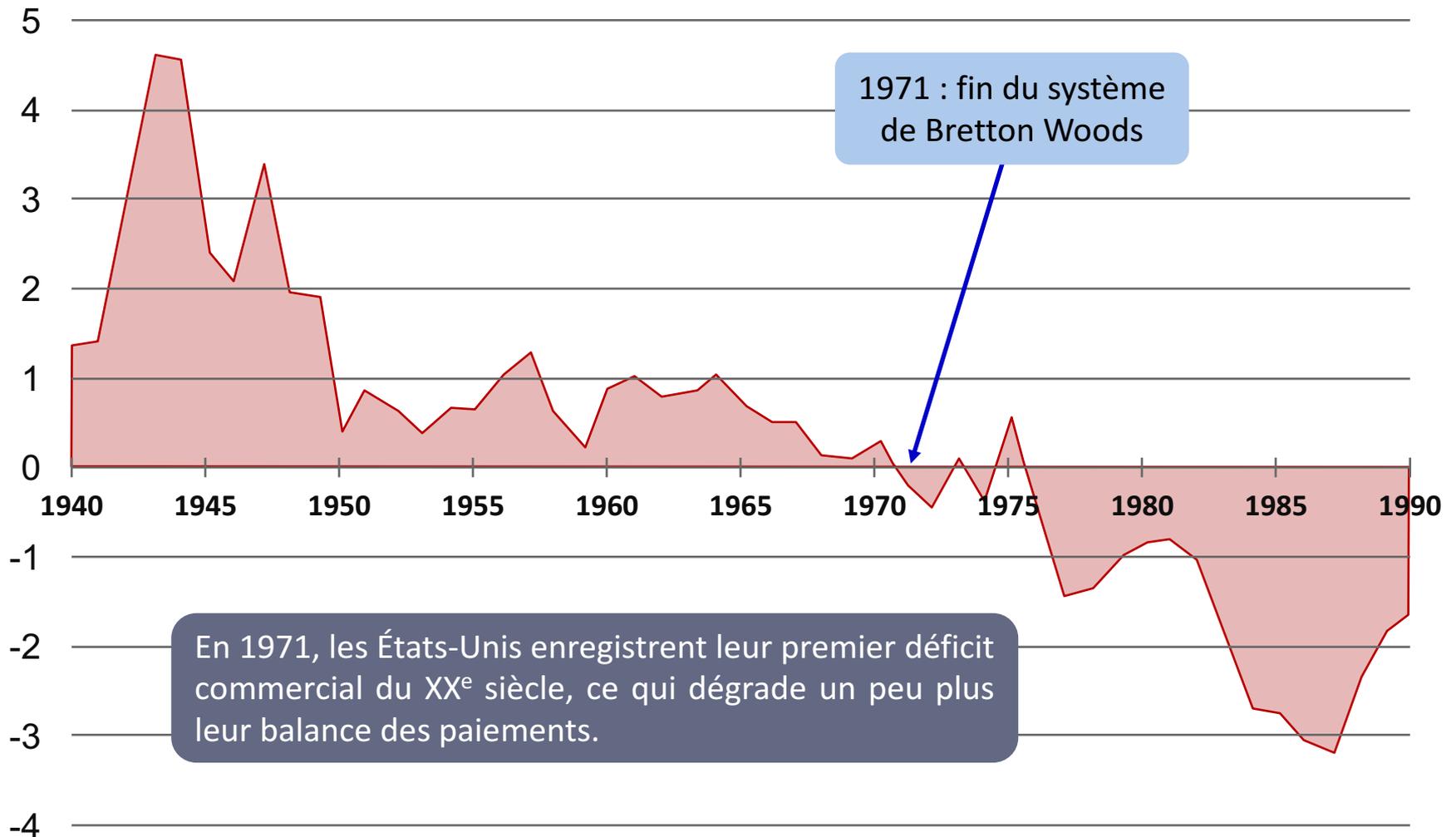


Source : FMI, *International Financial Statistics*, supplément 1972, cité in Michel LELART, *Le système monétaire international* (6^{ème} éd. 2003).

Lorsque le cours de l'or commence à s'envoler, les partenaires des États-Unis vendent de l'or pour maintenir le cours officiel de 35 \$ l'once. Ce « pool de l'or » finance donc en partie le maintien de la parité or-dollar. Mais la fiction de la convertibilité ne peut résister à l'expansion accélérée des avoirs étrangers en dollars.

LA DÉGRADATION DU COMMERCE EXTÉRIEUR DES ÉTATS-UNIS

Balance commerciale
(en % du PIB)



1971 : fin du système de Bretton Woods

En 1971, les États-Unis enregistrent leur premier déficit commercial du XX^e siècle, ce qui dégrade un peu plus leur balance des paiements.

LE « POOL DE L'OR »

Créé en 1961, le « pool de l'or » regroupe les principales banques centrales, décidées à **maintenir la parité de 35 dollars l'once d'or par une action coordonnée sur les marchés** (ventes d'or destinées à éviter l'envolée des cours du métal). Le but est de diminuer la pression sur les réserves d'or américaines et **garantir ainsi la convertibilité-or du dollar**. Les dollars obtenus par les ventes d'or des réserves officielles doivent rester inconvertibles.

Cette discipline est rompue par la France, qui vend des dollars contre de l'or et quitte le pool en 1967, le Général de Gaulle ne voulant plus contribuer au maintien de la puissance financière américaine. La même année, la livre sterling est dévaluée, ce qui empêche le gouvernement britannique de maintenir son soutien au pool au moment où **la spéculation sur l'or s'accroît**.

À mesure que les réserves officielles d'or s'épuisent, les pays membres du pool n'échangent de l'or qu'entre eux au prix officiel, refusant tout achat ou vente avec le secteur privé. Il existe alors un **double marché de l'or** : celui des banques centrales – où la parité reste à 35\$ l'once d'or – et un marché libre où le cours de l'or s'envole à mesure que la demande s'amplifie.

Le 15 août 1971, le président Nixon prend la décision historique de suspendre (« provisoirement ») la convertibilité-or du dollar.

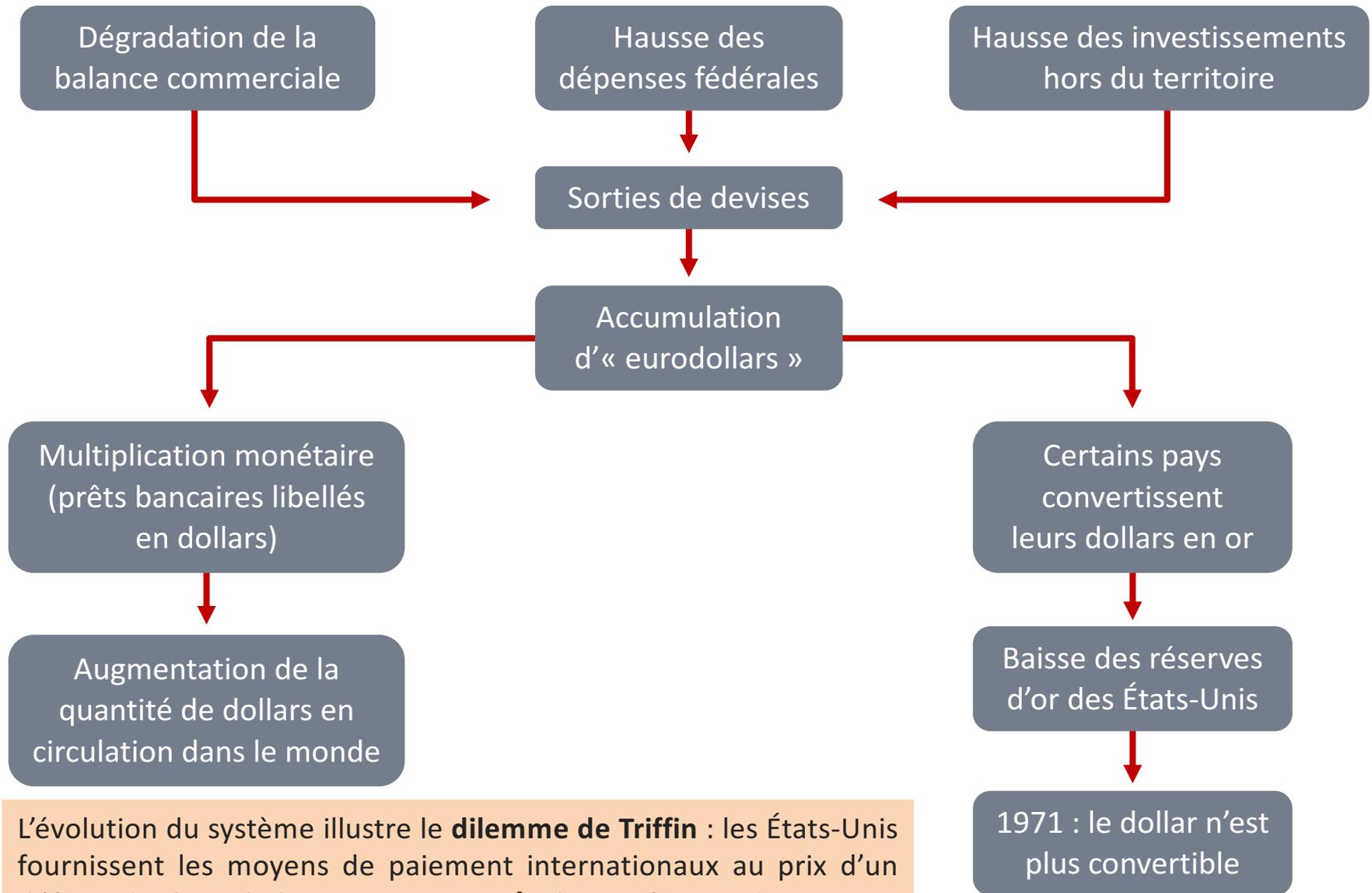
L'effondrement du SMI résulte fondamentalement de la crise de confiance dans le système à partir du moment où les États-Unis sont dans l'incapacité de garantir la parité-or du dollar.

VIE ET MORT DU SYSTÈME DE BRETTON WOODS

- **De 1944 à 1958 : rareté du dollar** (*dollar gap*) partiellement compensée par l'aide Marshall et par les accords de *clearing* qui permettent de payer les dettes envers un pays avec les créances qu'on a sur un autre, limitant ainsi les sorties de numéraire. Les sorties de dollar sont limitées, le monde a besoin de billets verts, personne ne les échange contre de l'or.
- **De 1958 à 1971 : surabondance du dollar.** La montée du déficit commercial des États-Unis soutient la croissance en Europe et au Japon en leur fournissant des moyens de paiement. Mais cette dégradation de la balance commerciale mine la confiance dans le dollar alors que les dépenses fédérales explosent et que les investissements des FMN étatsuniennes hors du territoire provoquent des sorties de devises : **les « eurodollars »** (ou « *balance-dollars* ») accumulés hors des États-Unis sont à l'origine d'un mécanisme de multiplication monétaire, les banques les utilisant pour accorder des prêts libellés en dollars → le volume de monnaie américaine en circulation s'en trouve augmenté.
- Certains pays (dont la France dès 1959) convertissent leurs dollars en or, les réserves de métal jaune des États-Unis diminuent, et la confiance avec.
- Avec la décision de Nixon de mettre fin à la convertibilité-or du dollar (15 août 1971), les États-Unis montrent clairement que leur priorité n'est pas la préservation de l'équilibre international mais bien la croissance de leur économie.

L'abandon du système de Bretton Woods au profit d'un système de changes flottants (1976) constitue une première victoire des monétaristes sur les keynésiens.

BRETTON WOODS : UNE CONVERTIBILITÉ DOLLAR-OR IMPOSSIBLE À TENIR



L'évolution du système illustre le **dilemme de Triffin** : les États-Unis fournissent les moyens de paiement internationaux au prix d'un déficit de leur balance courante → la confiance des agents étrangers envers la monnaie de référence se dégrade.

LE DILEMME DE TRIFFIN : UN SYSTÈME MONÉTAIRE QUI REPOSE SUR UNE DEVISE UNIQUE EST INSTABLE

Le **dilemme de Triffin** exposé par l'économiste belge Robert Triffin (*Gold and the Dollar Crisis : The Future of Convertibility*, 1960) souligne la contradiction du système de Bretton Woods : pour alimenter le monde en moyens de paiement internationaux, les États-Unis doivent avoir une balance courante déficitaire. Mais dans une telle situation, la confiance des agents économiques étrangers envers la monnaie de référence s'affaiblit progressivement. **Les besoins de l'économie mondiale en une devise fiable aboutissent donc paradoxalement à la perte de confiance envers cette monnaie.**

Ce paradoxe peut aussi être lié à une création monétaire trop élevée, en effet :

- soit la balance globale du pays de la monnaie internationale est déficitaire, ce qui permet aux autres pays de disposer d'instrument de paiement, mais ce qui sape à terme toute confiance dans cette monnaie ;
- soit sa balance globale est excédentaire, ce qui provoque un manque de liquidités internationales et donc ralentit la croissance des échanges.

→ Selon les conclusions du dilemme de Triffin, une monnaie nationale ne peut servir durablement de monnaie internationale, tout système monétaire international qui repose sur une devise-clé unique est instable.

LES DÉSÉQUILIBRES CROISSANTS DU SYSTÈME DE BRETTON WOODS

Au départ, les banques centrales ne courent aucun risque à détenir des dollars qu'elles peuvent transformer en or à tout moment. Mais **il faut qu'un certain équilibre se maintienne entre les avoirs en or des États-Unis et les avoirs en or des banques centrales étrangères**. La production d'or étant limitée, il faut que les avoirs en dollars des banque centrales n'augmentent pas, ou peu, donc que les dollars ne sortent des États-Unis qu'au compte-gouttes. C'est ce qui se passe dans les années 1950, quand les sorties n'excèdent pas 1 à 2 milliards par an... et que le monde manque de dollars pour payer ses importations.

Mais **durant les années 60**, les États-Unis augmentent leurs investissements à l'étranger, en particulier en Europe : à la fin des années 60, **les sorties de dollars s'élèvent** à 10-12 milliards par an. Les États-Unis tentent de freiner ces sorties de capitaux. Ils signent même des accords avec les pays dont les avoirs en dollars sont importants pour qu'ils n'en demandent pas la conversion. Mais ces mesures ne sont que des palliatifs. C'est la création de dollars aux États-Unis et leur transformation en monnaie internationale qu'il aurait fallu maîtriser...

À mesure qu'ils sont convertis et que le stock d'or américain diminue, les dollars détenus par les banques centrales sont de moins en moins convertibles. Le 15 août 1971, le président Nixon décide – « provisoirement » – que le dollar n'est plus convertible en or.

La surémission de dollars permet aux États-Unis d'exporter des capitaux à bon compte et de financer les investissements de leurs entreprises, en Europe notamment.

LES SYSTÈMES MONÉTAIRES EN RÉSUMÉ

	Étalon-or (1870-1914)	Étalon de change-or (1922-1933)	Système de Bretton Woods (1944-1971)
Principes	Chaque monnaie est définie par un poids d'or. Les parités sont fixes.	3 « devises-clefs » sont convertibles en or.	Le \$ est seul convertible en or. Les parités sont fixes.
Fonctionnement	Le système est rigide, mais il assure un équilibre « automatique ». La référence à l'or interdit à un pays de manipuler la monnaie du commerce international. Le système s'apparente à un étalon-sterling, mais la GB joue le jeu en respectant la discipline de l'or.	Par rapport à l'étalon-or, le système est plus souple. Mais la santé de l'économie britannique ne permet plus à la GB de respecter la discipline de l'or.	La convertibilité assure la confiance dans le billet vert. Les E-U ne supportant aucune contrainte, leurs déficits se creusent. Leurs partenaires doivent soutenir le \$ en empêchant que le cours de l'or ne s'envole.
Disparition	Surémission de monnaie durant la 1 ^{ère} GM + déséquilibre des réserves d'or.	La livre-sterling ne peut plus jouer le rôle de pivot du système. « Guerre des monnaies » dans les années 1930.	Surémission de dollars qui s'accumulent hors des E-U → la convertibilité n'est plus tenable.

LA DÉMONÉTISATION DE L'OR

Trois raisons principales expliquent l'abandon progressif de l'or comme étalon déterminant la valeur des monnaies :

- les **difficultés d'approvisionnement en or** et les difficultés de maintien des parités sur le plan des relations commerciales internationales ;
- un **affranchissement progressif de la contrainte métallique avec l'essor du crédit** → la masse monétaire mondiale augmente fortement. Pascal Salin considère que le maintien de l'étalon-or aurait permis de freiner la croissance de la masse monétaire, réduisant ainsi la hausse des prix et assurant un meilleur équilibre de l'économie ;
- la **nécessité de financer la croissance** économique.

Selon **Robert Triffin** (1969) : « La compatibilité entre les taux élevés de croissance, la stabilité des taux de change et des prix-or fut rendue possible grâce à la croissance rapide de la monnaie bancaire » (= monnaie de crédit).

4.4.

APRÈS BRETTON WOODS : LE RÉGIME DES CHANGES FLOTTANTS

La disparition du système de Bretton Woods en 1976 ouvre la porte à un système où les parités des monnaies fluctuent en fonction des fondamentaux des économies nationales. Ces fluctuations alimentent la spéculation sur les monnaies, renforçant alors une instabilité que les banques centrales s'efforcent de contenir par des actions concertées ponctuelles.

LES CHANGES FLOTTANTS : UN SYSTÈME SANS FONDEMENT THÉORIQUE ?

Jusqu'aux années 1960, la théorie économique traite par le mépris les changes flottants qualifiés de « changes erratiques », associés à des « monnaies dépréciées », non rattachées à l'étalon-or « le système des pays civilisés ».

Un tel système est le plus souvent présenté comme une curiosité purement théorique dans lequel les mouvements de capitaux auraient des effets imprévisibles et un rôle déstabilisant, amplificateur des cycles.

Toutefois, outre Robert Triffin qui n'a cessé de critiquer le système de Bretton Woods ou Robert Mundell qui a montré l'incompatibilité entre libre circulation des capitaux et parités fixes, **Milton Friedman défend les changes flottants**. Pour lui, la monnaie est une marchandise comme une autre et le prix des devises doit pouvoir s'apprécier librement sur un marché libre. Le pays qui se laissera aller au laxisme budgétaire et la création inflationniste de monnaie aura une monnaie faible, de sorte que les acteurs économiques lui préféreront d'autres monnaies. À l'inverse, les pays vertueux auront une monnaie forte. Ainsi, **dans un cadre de changes flottants, les mécanismes du marché sanctionneront spontanément les mauvaises politiques monétaires**. À l'inverse, dans un système de changes fixes, le pays fort peut mener une politique inflationniste et dépenser sans compter tout en vendant ses billets au-dessus de leur valeur à des pays qui ne peuvent les refuser.

MILTON FRIEDMAN PLAIDE POUR DES TAUX DE CHANGES FLOTTANTS (1967)

« Il existe une solution satisfaisante, et c'est la seule : il faut abolir la fixation des prix par le gouvernement, laisser les taux devenir des prix de marché libre et, d'une manière générale, maintenir tout simplement le gouvernement à l'écart de la scène. Supposons que, dans un tel système, à un cours de 2,80 dollars la livre, la quantité de dollars que les gens veulent utiliser pour acheter des livres (afin de les dépenser, de les prêter ou de les distribuer) soit plus importante que celle que les détenteurs de livres souhaitent s'approprier. Les acheteurs les plus pressés offriront de payer davantage, et le prix de la livre enchérira. À mesure que son cours s'élèvera, les acheteurs de livres seront découragés – l'élévation du cours de cette devise signifiant une augmentation des prix des biens achetés à l'étranger, traduits en termes de dollars – et les vendeurs de livres seront encouragés – cette hausse signifiant pour eux qu'ils peuvent acheter davantage de biens et services américains avec un montant donné de livres. À un cours quelconque, disons 3,08 dollars, le nombre de dollars offerts correspondra au nombre de dollars demandés. Cette hausse de 10 % du prix de la livre infléchira le coût des produits américains et anglais pour les deux nations respectives, exactement comme l'aurait fait une baisse des prix de 10 % aux États-Unis sans changement de prix en Grande-Bretagne, ou encore une hausse de prix de 10 % en Grande-Bretagne sans changement de prix aux États-Unis. Mais, il serait beaucoup moins gênant de modifier les taux de change de 10 % que de subir une baisse générale des prix aux États-Unis. Pourquoi ne pas laisser à un prix unique – très flexible celui-là – le soin d'opérer l'ajustement, au lieu de multiplier les modifications de prix internes, avec tout ce que cela implique comme contraintes et comme effets marginaux ? **Pourquoi ne pas laisser le chien remuer la queue, au lieu de laisser la queue remuer le chien ? »**

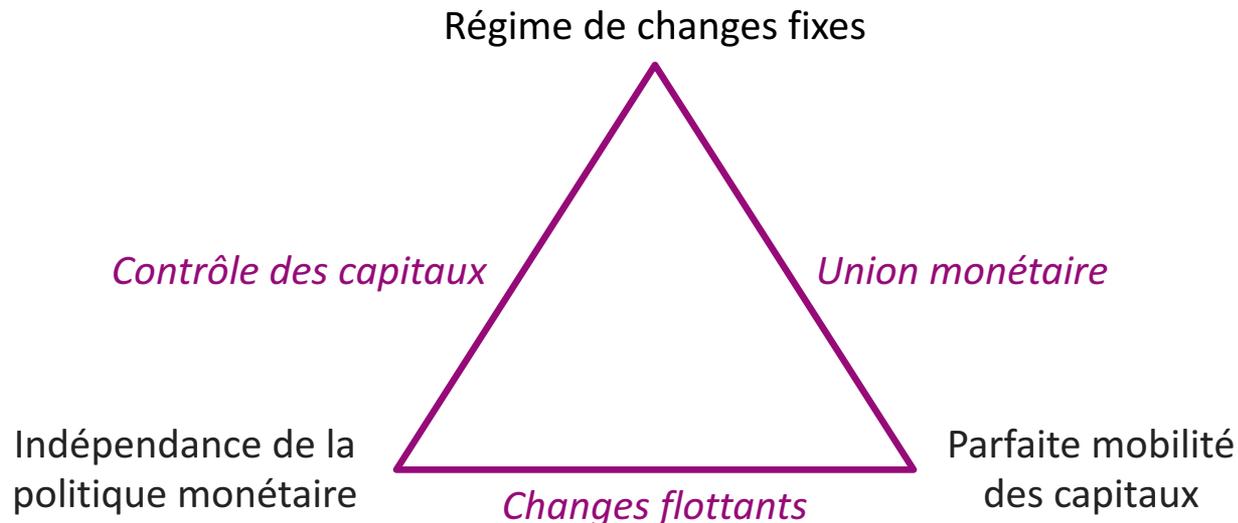
(M. Friedman, *Inflation et système monétaire*, 1967)

MUNDELL : LE TRIANGLE D'INCOMPATIBILITÉ

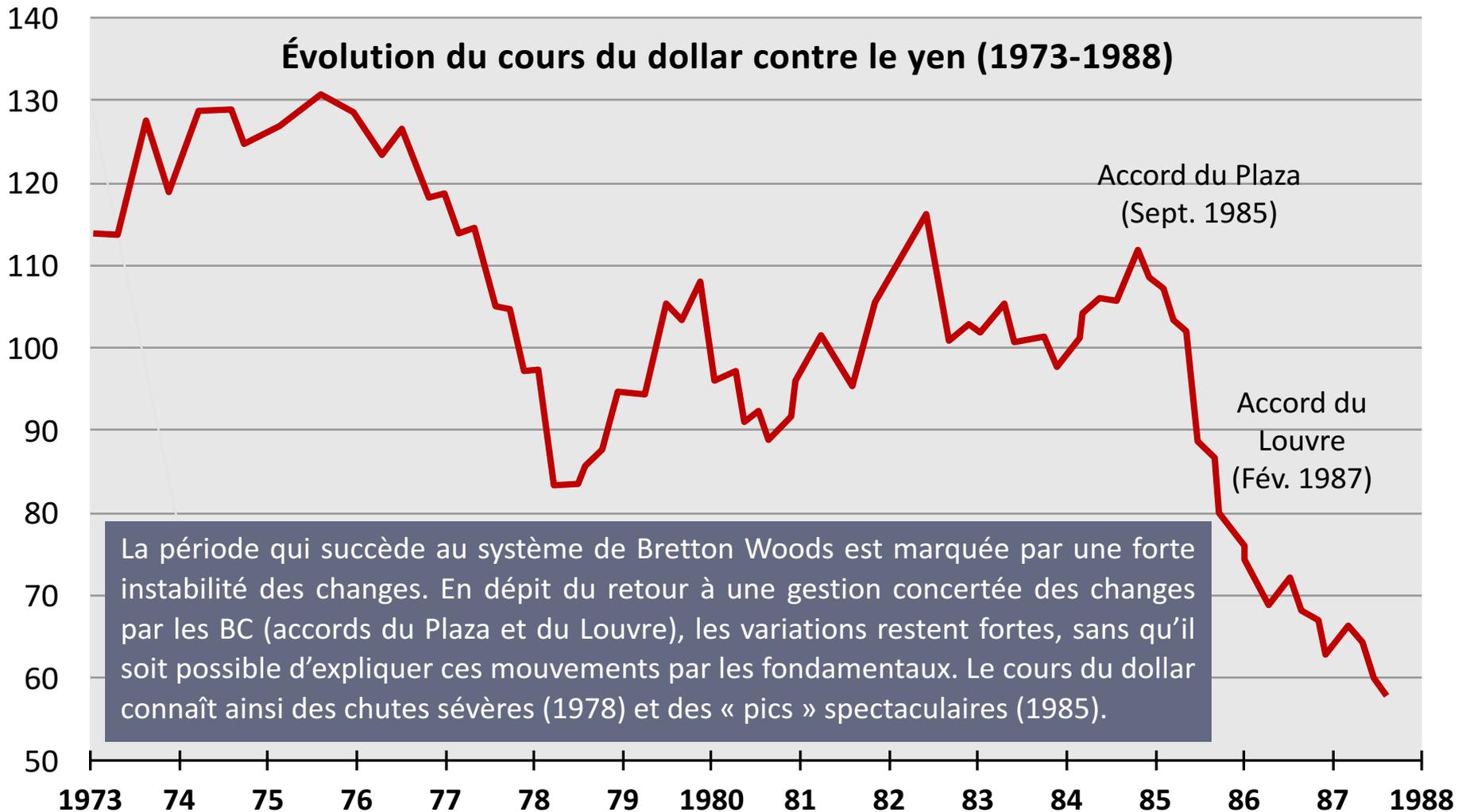
Le **triangle d'incompatibilité** ou **triangle de Mundell**, est un principe économique développé par Robert Mundell et Marcus Fleming dans les années 1960, selon lequel, dans un contexte international, une économie nationale ne peut pas atteindre simultanément les trois objectifs suivants :

- avoir un régime de change fixe ;
- disposer d'une politique monétaire autonome, c'est-à-dire fixer les taux d'intérêt à court terme ;
- avoir une parfaite liberté de circulation des capitaux.

En revanche, **si l'un de ces objectifs est abandonné, les deux autres deviennent réalisables.**



APRÈS BRETTON WOODS : UNE FORTE INSTABILITÉ DES CHANGES



En indice, avec base 100 pour l'ensemble de la période.

Source : J. Frenkel et M. Goldstein, *Monetary Policies*, 1990, in H. Bourguinat, *Finance internationale*, 1992.

CHANGES FLOTTANTS : LES « POUR » ET LES « CONTRE »

AVANTAGES	INCONVÉNIENTS
<ul style="list-style-type: none">• En régime de changes flottants, la spéculation est plus risquée.• La balance des paiements revient à l'équilibre de façon quasi automatique : en cas de déficit, la demande de devises sur le marché provoque une dépréciation de la monnaie nationale qui rend les produits domestiques moins chers pour l'étranger et les produits étrangers plus chers pour les nationaux.• La politique économique et monétaire est plus autonome car la stabilité du taux de change n'est plus une contrainte impérative.• La détention de réserves par les banques centrales devient inutile car elle ne sont plus tenues d'intervenir pour défendre les parités.	<ul style="list-style-type: none">• Ils engendrent une incertitude, à court terme et à long terme, qui gêne le commerce et les investissements et freine la croissance mondiale.• Ils suscitent des déplacements rapides de capitaux qui peuvent atteindre des montants considérables et provoquer un phénomène de surréaction. Le taux de change ne correspond plus aux données fondamentales de l'économie.• L'incertitude et le coût des opérations de couverture qu'elle impose tendent à augmenter les prix et à renforcer l'inflation.

Alors que M. Friedman défend le principe de taux de changes flottants, R. Triffin s'y oppose. Dans les faits, l'expérience des changes flottants ne se traduit ni par des balances des paiements équilibrées (les États-Unis aggravent leurs déficits) ni par la fin de la spéculation sur les marchés des changes.

DES COÏNCIDENCES... UTILES DANS UNE COPIE

1971

- Jacques Rueff publie *Le péché monétaire de l'Occident* (contre le SMI de Bretton Woods et la position dominante du dollar).
- Nixon met fin à la convertibilité-or du dollar (15 août).

1976

- (Janvier) les accords de la Jamaïque enterrent définitivement les accords de Bretton Woods en entérinant le régime de changes flottants (effectif depuis 1973).
- Milton Friedman reçoit le « prix Nobel » d'économie. Le chef de file des monétaristes n'a cessé de dénoncer les politiques monétaires inflationnistes (menées notamment par les autorités monétaires américaines), et aussi le régime des parités fixes.

Ils ont dit ...

« *Le privilège exorbitant du dollar.* » (Valéry Giscard d'Estaing, Ministre des Finances, 1964)

« *En vérité, on ne voit pas qu'il puisse y avoir de critère, d'étalon autre que l'or. Eh oui ! L'or qui ne change pas de nature (...) qui n'a pas de nationalité, qui est tenu éternellement et universellement, comme la valeur inaltérable et fiduciaire par excellence.* »

(Général de Gaulle, conférence de presse du 4 février 1965)

« *Our currency, your problem.* » (John Connally, Secrétaire au Trésor des États-Unis, nov. 1971)

« *On a sous estimé à l'époque la portée de l'effondrement du système de Bretton Woods. On a vu à l'usage combien le flottement des monnaies a encouragé le laxisme budgétaire et monétaire dont les effets cumulés nous écrasent aujourd'hui. Comment imaginer qu'un tel régime de liberté incontrôlée puisse être compatible avec une coopération économique mondiale et avec la stabilité du système financier (...) Cet enchaînement de conséquences de la décision d'août 1971 est à mon sens à l'origine de nombre des déséquilibres structurels d'aujourd'hui.* »

Jacques de Larosière (représentant de la France lors des accords de Kingston en 1976), *50 ans de crises financières*, 2016.