

Cours 2

LA CREATION MONETAIRE

● L'un des principaux rôles de la monnaie, prise sous toutes ses formes (billets, pièces, comptes courants), est de **servir d'intermédiaire aux échanges entre les agents économiques**. Il est donc important que la quantité de monnaie (ou le stock de monnaie) en circulation dans l'économie soit **suffisante pour permettre le bon fonctionnement du système économique** sans être excessive (dérive inflationniste).

- Or, si le stock de monnaie en circulation dans l'économie demeurerait constant, cela empêcherait les échanges entre les agents économiques de se développer car une partie de la demande en provenance des consommateurs serait contrainte par le manque de monnaie. De ce fait, l'offre (la production des entreprises) serait contrainte (limitée) par des perspectives de débouchés restreintes (les consommateurs n'ont pas assez de monnaie pour acheter) et la croissance économique en pâtirait.

- Il est donc important que **le stock de monnaie en circulation puisse progresser selon les besoins de financement des agents économiques**. Dans ce contexte, la création monétaire revêt une importance capitale. On parle de création monétaire car il s'agit d'un processus qui se traduit par un **accroissement du stock de monnaie existant**, et donc littéralement par la création de monnaie qui n'existait pas au préalable.

● Les systèmes monétaires modernes sont hiérarchisés

- Une Banque Centrale (BC) ou de « premier rang » tout un réseau de banques secondaires, appelées banques commerciales (bc) ou de « second rang » = **des établissements financiers de crédits à vocation générale qui juridiquement ont le droit de recevoir des dépôts et de faire des crédits**.

- Les banques commerciales (bc) ou banques de « second rang » constituent le réseau bancaire (Société Générale, Crédit Agricole, Crédit Lyonnais, HSBC etc...)

Rq : la zone euro est un cas particulier dans le monde car depuis 1998, elle a donné naissance à une Banque Centrale Européenne (BCE) dont le siège est à Francfort (Allemagne). La BCE se trouve au-dessus de toutes les banques centrales des Etats membres (SEBC).

● L'écrasante majorité de la monnaie en circulation (80 à 90% environ) est émise par les banques commerciales. La monnaie fiduciaire (= monnaie centrale = monnaie haute puissance = base monétaire) est émise par la Banque Centrale et ne représente donc qu'une faible part de la masse monétaire totale (10 à 20%). Mais cette monnaie centrale joue un rôle essentiel dans le fonctionnement monétaire.

Rq : au niveau de la zone euro, la monnaie fiduciaire représente 17,6% de la masse monétaire M1.

I/ LA CREATION MONETAIRE EST ASSUREE QUASI TOTALEMENT PAR LES BANQUES DE SECOND RANG

A/ Les trois cas de création monétaire : le crédit ; les devises ; le déficit budgétaire

1/ L'essentiel de la création monétaire passe par l'octroi de crédits aux agents (ménages, entreprises) par les banques commerciales

a/ Les crédits font les dépôts = création monétaire

● À la base du processus de création monétaire se trouve un agent économique (ménage, entreprise) qui souhaite acquérir un bien ou financer un surcroît de dépenses sans avoir les ressources financières correspondantes. Sans un crédit, cet agent ne pourrait pas réaliser immédiatement son projet et devrait attendre de disposer des ressources nécessaires pour le faire, ce qui dans certains cas pourrait prendre des années, voire ne jamais se réaliser (par exemple acheter une maison pour un particulier). Grâce aux crédits qu'elles accordent à leurs clients, les banques commerciales vont permettre à une grande partie de ces projets de se matérialiser. Les banques commerciales jouent un rôle de prestataire de service financier pour les particuliers et les entreprises qui les situent au cœur du financement de l'économie et en font un acteur majeur de celui-ci.

● Cas n°1 La monétisation d'un crédit direct

- Principe identique pour toutes les banques commerciales : il y a création monétaire chaque fois qu'une banque accorde un crédit en monétisant une créance = la banque accorde un crédit à un client et par simple jeu d'écriture, crédite le compte du client qui a sollicité le crédit (« les crédits font les dépôts »). En contrepartie, la banque obtient du client la remise d'une créance (= une reconnaissance de dette). **En accordant le crédit, la banque a donc créé de la monnaie par un simple jeu d'écriture (= création de monnaie scripturale) sans en détenir au préalable.** C'est le **pouvoir de monétisation de la banque**. La quantité de monnaie détenue par les agents économiques a augmenté, ce qui entraîne une capacité de dépense supplémentaire sans avoir restreint le pouvoir d'achat d'un quelconque agent.

- Le client utilise la monnaie scripturale obtenue grâce au crédit en partie ou en totalité pour régler des paiements (achat de biens de consommation, achat immobilier etc...). Donc, pendant toute la durée du crédit, la monnaie circule. **Lorsque le crédit est remboursé, la monnaie est détruite en même temps que la créance** (la dette est remboursée).

- Le remboursement du crédit aboutira de façon symétrique à une destruction de la monnaie créée. Cette destruction de monnaie est obligatoire pour éviter une expansion continue de la masse monétaire en circulation (sinon, l'économie court à l'hyperinflation).

- Ces écritures sur les comptes bancaires constituent la grande majorité (plus de 90 %) de la monnaie en circulation, on parle de monnaie scripturale. La monnaie est donc pour la plus grande partie créée à l'initiative des banques quand elles répondent au besoin de financement de leurs clients.

Attention ! La création monétaire de la banque commerciale n'est pas illimitée (voir le II/ Les limites à la création monétaire).

● Cas n°2 La monétisation de crédits indirects = opération d'escompte sur un effet de commerce (= une traite).

- L'escompte est la forme la plus classique de la « monétisation des créances » par laquelle les banques créent des dépôts monétaires en contrepartie des créances reçues. Une entreprise a consenti des délais de paiement à des clients contre signature d'un effet de commerce (reconnaissance de dette). Cette entreprise demande à sa banque de lui avancer les liquidités correspondantes, moyennant un intérêt. Cette opération d'escompte transforme une créance commerciale préexistante en monnaie au moment où la banque crédite le compte de l'entreprise.

- Exemple pour mieux comprendre cette monétisation de crédits indirects : on part d'un commerçant « tireur » = un commerçant qui a fourni des marchandises ou qui a réalisé une prestation de service au profit d'un autre commerçant (= le « commerçant tiré »). Le commerçant « tireur X » accorde au commerçant Y à qui il a fourni une prestation, un délai de paiement en « tirant » sur lui une dette = **effet de commerce qui est un titre de créance ou traite**.

○ Un commerçant « tireur X » détient une créance de 1000 Euros (échéance 3 mois) sur Y. X souhaite toucher l'argent deux mois avant le terme de l'échéance. Il apporte sa créance à sa banque = il demande **l'escompte de ce titre à sa banque**. La banque de X achète la traite de X au comptant et crédite son compte. Mais, la banque fait payer à X la monétisation de sa créance avant terme. Si le taux annuel est de 6%, X paiera un escompte de $2/12^{\text{ème}}$ de 6%, soit 1% des 1000 euros. Le compte de X sera crédité de 990 euros. Au terme des deux mois, la banque de X recevra bien 1000 euros de la part de Y. Elle aura donc réalisé une marge de 10 euros.

○ Rq : Si X n'avait pas même attendu un mois avant de demander l'escompte, il aurait payé 15 euros (985 euros crédités → $3/12^{\text{ème}}$ de 6% soit 1,5% des 1000 euros = 15 euros). Si X avait attendu 1 mois avant l'échéance, il

aurait payé 5 euros ($1/12^{\text{ème}}$ de 6%) et si X avait attendu l'échéance des trois mois, il aurait touché la totalité de la somme des 1000 euros ($0/12^{\text{ème}}$ de 6%).

b/ Les dépôts font les crédits = PAS de création monétaire

- Tous les crédits ne donnent pas lieu à de la création monétaire. Lorsque des établissements financiers spécialisés (par exemple spécialisé dans le crédit à la consommation), qui ne sont pas habilités à recevoir des dépôts accordent un crédit, ils ne peuvent le faire que parce qu'ils sont préalablement financés et non pas en créant de la monnaie. Seules les banques qui gèrent les dépôts ont le pouvoir de création monétaire.

- La banque commerciale utilise les dépôts de leur clientèle qui sont non employés. Ainsi, les banques transfèrent des ressources en provenance d'agents en capacité d'épargne vers des agents ayant des besoins de financement. Comme les dépôts de leurs clients sont généralement liquides à court terme et que les prêts qu'elles accordent sont à plus long terme, les banques pratiquent la transformation d'une épargne liquide préexistante en financements plus adaptés aux besoins de l'économie. **On parle de transformation des échéances avec un risque de liquidité.**

→ Aucune création monétaire ! Il s'agit ici d'un simple transfert d'une catégorie d'agents vers une autre.

2/ Les devises sont aussi sources de création monétaire mais de façon moins importante que les crédits.

- Entrée de devises : une entreprise exportatrice dépose à sa banque des devises reçues d'un client non-résident. Cette banque commerciale transforme alors ces devises en monnaie nationale, créant ainsi de la monnaie.

- Sortie de devises : à chaque fois qu'un agent résident importe des biens et des services ou que des capitaux sortent du territoire, cela entraîne une sortie de devises qui entraîne donc une contraction de la masse monétaire.

3/ La création monétaire peut aussi venir du déficit budgétaire de l'Etat et pose la question du rôle d'une Banque Centrale

Nous venons de voir que ce ne sont pas les banques centrales qui créent l'essentiel de la monnaie. Mais les agents pensent souvent le contraire. Cette idée FAUSSE (que la Banque Centrale crée la monnaie) vient du fait que les Banques Centrales ont le monopole sur la création de billets. Or, les billets imprimés ne correspondent pas à la création monétaire. Lorsque ces billets sont mis à disposition des agents non financiers (ex : une personne qui retire de l'argent au distributeur de banque), leurs comptes sont débités du montant du retrait. Il s'agit donc uniquement d'un transfert de monnaie scripturale en monnaie fiduciaire mais M1 reste identique : il n'y a eu aucune création monétaire. Mais attention, les banques centrales peuvent créer indirectement de la monnaie en finançant le déficit budgétaire !

a/ La Banque Centrale crée indirectement de la monnaie en finançant le déficit budgétaire d'un Etat

- Lorsqu'un Etat ne possède pas les ressources nécessaires pour financer ses dépenses, l'une de ses possibilités pour se financer est de réaliser un emprunt auprès de la Banque Centrale mais il creuse son déficit budgétaire. Cette monnaie banque centrale est injectée dans l'économie via les dépôts d'argent que fait l'Etat sur les comptes des agents économiques bénéficiaires (ex, le paiement des salaires des fonctionnaires, les aides sociales, les paiements aux entreprises pour ses commandes). On dit que **la Banque Centrale fait marcher « la planche à billets »** : la **Banque Centrale finance le déficit public en créditant le compte que l'Etat détient en ses livres du montant du déficit, moyennant une rémunération.**

- **Les sommes empruntées par l'Etat auprès de sa Banque Centrale doivent être remboursées.** En effet, les biens publics ne sont pas gratuits. Ils nécessitent du travail (emploi), des investissements, et l'usage de biens privés qui doivent eux-mêmes être produits. Il faut bien que le prix de ces biens publics soit payé par les usagers, citoyens et organisations privées. **C'est à cela que sert l'impôt : il permet à l'Etat de rembourser les sommes empruntées.** C'est pourquoi lorsqu'un Etat veut emprunter de l'argent auprès de la Banque Centrale, il doit recevoir l'accord de la chambre des représentants (Parlement, Congrès etc...) car in fine, c'est le contribuable via l'impôt qui devra rembourser les sommes empruntées. Si on part qu'une suppression régulière de la dette d'un Etat est possible et que la création monétaire n'est jamais remboursée, on risque une expansion continue de la masse monétaire et de la demande, sans contrepartie en termes de biens offerts. Le risque d'un financement systématique auprès de la Banque Centrale est d'aboutir à une solution de facilité de la part de l'Etat, un laxisme budgétaire qui conduirait droit à une très forte inflation voire de **l'hyperinflation**, désastreuse pour l'économie réelle.

- Pour anticiper ce risque, la majorité des pays avancés ont interdit cette pratique. L'Etat doit financer son déficit budgétaire par émissions d'obligations (Bons du Trésor) qui peuvent être achetés par la Banque Centrale mais uniquement sur le marché secondaire (voir le cours 3, Le financement de l'économie). En particulier, **la BCE n'a pas**

statutairement le droit de financer directement les Etats membres de l'Union Européenne (mais mesure assouplie pour des cas exceptionnels après la crise de 2008). C'est un cas unique au monde. Cela s'explique pour des raisons historiques : durant les Trente Glorieuses, les Etats européens se sont massivement financés par des emprunts auprès de leur Banque Centrale et non auprès de marchés de l'argent (marché financier + marché monétaire) ce qui a nourri une forte inflation dans le cadre d'une économie de l'endettement (sous les Trente Glorieuses le financement de l'économie passait par le crédit bancaire avec création monétaire). Quand la BCE est entrée en fonction en 1996, tous les Etats ont accepté l'idée de renoncer à un financement par la BCE afin de limiter la création monétaire (et donc le risque d'inflation) même s'il coûte moins cher que d'aller se financer sur les marchés de l'argent.

b/ La Banque Centrale : « prêteur en dernier ressort » des Etats

● A titre exceptionnel, **la banque centrale peut procéder à un rachat pur et simple d'une dette publique face à une crise insoluble des finances publiques.**

● Si la Banque Centrale a directement financé l'Etat et que ce dernier ne peut plus rembourser les sommes empruntées, elle peut prendre la décision d'effacer ses dettes en ses comptes. Le problème est que la monnaie qui a été créée dans le cadre des emprunts n'est pas détruite. Il y a donc un risque d'inflation car l'Etat va devoir réemprunter de l'argent pour fonctionner (financer les administrations stratégiques comme la justice, la police, l'armée, les secours etc...). De plus, c'est un signal négatif pour tous les investisseurs privés potentiels si l'Etat souhaite emprunter sur les marchés de l'argent.

● Si l'Etat est endetté auprès de créanciers privés (les marchés), la Banque Centrale de l'Etat menacé de faillite va négocier avec les créanciers de l'Etat pour racheter la dette en monnaie banque centrale. Les créanciers privés acceptent la monnaie haute puissance créée s'ils ont confiance en cette monnaie. C'est le cas lors du rachat de la dette grecque par la BCE auprès des investisseurs privés qui la détenaient. Mais si la monnaie n'a pas la confiance des investisseurs, les créanciers seront payés en devises. Ainsi, de très nombreux Etats émettent des obligations dans une devise étrangère, notamment en dollars. On parle d'euro-obligations (+ 80% du marché obligataire international). La Banque Centrale doit alors faire appel à la Banque Mondiale et au FMI pour obtenir les devises nécessaires au rachat des dettes de son Etat si elle ne possède pas un stock de devises suffisantes. Banque Mondiale et FMI accordent des prêts mais exigent en contrepartie une restructuration de l'Etat concerné. Les nouveaux emprunts contractés par l'Etat sauvé seront forcément plus chers car les créanciers auront conscience de prêter à un acteur à risque.

II/ QUELLES SONT LES LIMITES A LA CREATION MONETAIRE ?

A/ Un rôle déterminant de la monnaie centrale et de la Banque Centrale dans pour limiter la création monétaire.

1/ La monnaie centrale présente un statut supérieur aux monnaies émises par les banques de second rang : l'enjeu des dettes interbancaires.

● S'il existait une banque unique dans une économie, le pouvoir de création monétaire de cette banque serait illimité. Mais dans la réalité, la première limite à la création monétaire est le fait qu'il existe plusieurs banques en concurrence. Cette pluralité de banques entraîne des « fuites » dans la mise en circulation de la monnaie. En effet, les clients de chaque banque établissent des relations entre eux en utilisant de la monnaie scripturale émise par chacune de ces banques. Ainsi, les paiements effectués par les clients d'une banque A réduisent les dépôts auprès de cette banque A et donc ses ressources. Ils augmentent en revanche les dépôts de clients d'autres banques (B,C,D...) à qui sont versés ces paiements et donc également les ressources courantes de ces banques (B,C,D...).

● Chaque jour, chaque banque fait le bilan des paiements effectués par ses clients. **Ce sont les « dettes interbancaires ».** Les banques échangent les paiements qui correspondent à des mouvements de fonds de l'une vers l'autre. Elles n'ont plus à payer entre elles que le solde net des mouvements qui peut être selon les cas dû ou à recevoir. C'est ce qu'on appelle la « **compensation** » (**clearing en anglais**) organisée sous l'égide de la banque centrale dans une chambre de compensation dont sont membres les banques et les institutions financières autorisées. **La monnaie centrale est l'unique monnaie acceptée pour ces règlements interbancaires.** Or, cette monnaie centrale existe sous deux formes : la monnaie fiduciaire (les billets qui circulent) et surtout la monnaie scripturale, notamment les réserves que les banques commerciales ont sur leur compte auprès de la banque centrale). Les banques commerciales doivent donc avoir suffisamment de monnaie centrale en leur compte auprès de leur BC sinon, les banques commerciales doivent se refinancer (= se procurer la monnaie centrale nécessaire).

2/ Les trois façons de se refinancer pour une banque commerciale

a/ *La banque commerciale s'adresse directement à la Banque Centrale pour se refinancer*

- La banque commerciale peut directement emprunter à la Banque Centrale de trois façons qui impliquent dans chaque cas des titres de très haute qualité, les « titres éligibles » (= titres d'Etat, cad les Bons et les Obligations du Trésor ; ou les titres des très grandes entreprises qui prospèrent).

- Trois façons existent :

- **Le réescompte** : même principe de base que l'escompte. Seulement, alors que la banque a procédé à une opération d'escompte au profit d'une entreprise B qui détient une traite sur une entreprise A, elle-même a besoin de monnaie centrale. La bc va donc « réescompter » la traite auprès de la BC à condition qu'elle soit « éligible ». La réserve de la bc augmente du montant de la traite moins la somme retenue par la BC au titre de son bénéficiaire. A l'échéance, la traite est présentée à l'entreprise A qui verse à la BC le montant.

- **La vente ferme d'actifs financiers** : une bc vend à titre définitif à la BC des titres. Seule la BC décide de la qualité des titres proposés.

- **La vente à réméré** : vente temporaire de titre par la bc à la BC avec promesse de rachat

Remarque : en zone euro, les opérations par une banque sur son compte à la banque centrale en temps réel est assuré par **un système informatique appelé TARGET**. Les ordres de transfert de fonds sont traités un par un, au lieu d'attendre la fin de la journée pour traiter le solde de tous les ordres. L'avantage est que si une banque est insolvable, cad qu'elle ne parvient pas à trouver les fonds nécessaires sur le MIB, seule sa dernière opération est annulée et non l'ensemble des opérations. L'inconvénient est que ce système impose un volume plus important de liquidités.

b/ *La banque commerciale s'adresse au marché monétaire pour se refinancer*. Il se décompose en **deux compartiments** :

- 1^{er} compartiment : **le marché interbancaire (MIB)**, né sous l'impulsion des banques désireuses de compenser entre elles leurs excédents et déficits de trésorerie. **Le marché interbancaire est strictement réservé au seul secteur bancaire**. Une banque commerciale déficitaire en liquidités emprunte à court terme auprès d'autres banques commerciales excédentaires. Attention, il ne peut s'agir que de monnaie banque centrale. La banque commerciale qui emprunte, livre, à celle qui prête, des titres qui servent de garantie avant le remboursement de la somme empruntée (très brève échéance, 24h à quelques jours max). On dit que **ces titres sont « pris en pension »**. Le taux d'intérêt du marché monétaire de référence est fixé sur celui que propose la Banque Centrale (la BCE dans le cas de l'Europe). Sur le MIB européen, les taux d'emprunt s'appellent Eonia et Euribor.

- 2^{ème} compartiment : **le marché des titres de créances négociables ouverts à tous les agents économiques**. Les banques émettent sur ce marché des certificats de dépôts et des bons à moyens termes négociables. Depuis 1988, en France, ce marché accueille une autre modalité de refinancement : **la titrisation des crédits** = les banques regroupent des crédits en ensembles homogènes (selon leurs natures, leurs échéances, leurs risques) puis les cèdent par « paquets » à des organismes comme les Fonds communs de créances ou encore les OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières). Ces organismes se financent en émettant auprès du public des parts représentatives de leur capital (composé de ces ensembles de crédits).

c/ *La banque commerciale s'adresse au **marché financier*** : la banque émet des obligations. La vente de ces obligations lui permet d'obtenir des liquidités mais sans céder une partie de son capital (à la différence des actions).

B/ La Banque Centrale impose des instruments de contrôle de la création monétaire : réserves obligatoires, intervention sur le MIB et taux directeur

1/ Les règles prudentielles

. **Définition** : les règles prudentielles doivent éviter que les banques ne prennent trop de risques et finissent par faire faillite. En effet, si la situation financière d'un client est irrémédiablement compromise, le prêt que la banque lui a consenti risque de ne pas être remboursé. Dans ce cas, la banque devra combler son manque de liquidités en empruntant aux autres banques les montants non remboursés et devra enregistrer une perte comptable correspondant à la partie du crédit non remboursée. Si trop de clients de la banque ne peuvent rembourser leurs emprunts, c'est la banque elle-même qui se retrouve dans une situation difficile. Compte tenu des liens de financement entre les banques, qui se prêtent mutuellement, les difficultés d'une banque peuvent se transmettre à l'ensemble du secteur bancaire.

. Les règles prudentielles reposent sur les principes suivants :

- **Les banques commerciales sont tenues de mettre en place des procédures de contrôle interne** destinées à leur permettre d'apprécier la capacité de remboursement des demandeurs de crédit et limiter ainsi les risques de défaut de paiement. Ces règles sont spécifiques à chaque Etat.
- **Les « réserves obligatoires » (RO)** imposées par la Banque Centrale aux banques commerciales, cad des sommes bloquées sur un compte à la banque centrale calculée en appliquant un pourcentage (coefficient de réserve) au montant des crédits distribués et/ou dépôts collectés par une banque. Une hausse ou une baisse du coefficient de réserve rend les banques plus ou moins dépendantes d'un refinancement auprès de la banque centrale. Il a aussi un effet direct d'expansion ou de restriction de la base monétaire et donc des possibilités de création monétaire.
- **Le Ratio de solvabilité = fonds propres / engagements = 8%**. Ex, si une banque détient 100€ de fonds propres, elle ne pourra prêter plus de 1250€. Ce ratio de solvabilité est fortement discuté aujourd'hui car il est calculé uniquement sur les engagements des banques commerciales qui figurent à l'actif de leur bilan. Or, la masse des liquidités engagées se trouvent sur le marché financier des risques (les marchés des produits dérivés) et les opérations bancaires associées sont dites « hors bilan ». Elles ne sont donc pas incluses dans l'ensemble des engagements prévus par le ratio de solvabilité. En 2013, les engagements hors bilan des banques commerciales représentent plus de 86 000 milliards d'euros, soit près de 11 fois la valeur totale de leur bilan

2/ L'intervention des banques centrales sur le marché monétaire interbancaire (opération d'open market)

. Une Banque Centrale peut modifier la quantité de liquidités sur le MIB par des interventions que l'on appelle « open market ». Si la BC veut diminuer les liquidités qui circulent sur le MIB, la BC procède à une vente ferme des titres de qualité (titres éligibles) aux banques commerciales. Si la BC veut augmenter les liquidités sur le MIB, la BC procède à un achat ferme de titres éligibles aux banques commerciales. Ces opérations d'open market montrent la volonté d'une Banque Centrale de stimuler ou non l'octroi des crédits par les banques commerciales (plus les bc ont de la monnaie haute puissance, plus elles peuvent renflouer leur compte auprès de la Banque Centrale (= les réserves obligatoires) et être autorisées à accorder de nouveaux crédits entraînant la création monétaire).

. Elle peut aussi effectuer des prêts de liquidités à court terme contre des titres qui sont seulement « pris en pension » par la banque centrale durant la durée du prêt. Les taux d'intérêts pratiqués sur ce marché pour la zone euro sont connus sous le nom d'Eonia pour les prêts au jour le jour et d'Euribor pour les prêts allant de 1 mois à 1 an.

3/ Les « taux directeur » : les taux d'intérêt auxquels la BC prête.

. On parle de « **taux directeurs** » car le coût des emprunts auprès de la banque centrale détermine ensuite les taux pratiqués par les banques auprès de leur clientèle.

. Quand le taux directeur est très bas, la Banque Centrale permet aux banques commerciales d'obtenir des liquidités à très bas coûts. L'objectif est qu'ensuite ces banques commerciales accordent des prêts aux agents économiques. On dit que la Banque Centrale mène une politique monétaire accommodante. Quand le taux directeur est relevé ou élevé, cela signifie que la Banque Centrale veut réduire la masse des crédits octroyés (et donc la création monétaire) en rendant plus coûteux l'achat de liquidités. On dit alors que la Banque Centrale mène une politique monétaire restrictive.

C/ La Banque Centrale : contrôleur ou otage de la création monétaire ?

1/ De 1945 aux années 1980, la banque centrale contrôle l'octroi des crédits et la quantité de masse monétaire en circulation car les marchés de l'argent sont faiblement développés

. Entre 1945 et 1980, les Etats ont administré les marchés de l'argent (marché financier et marché monétaire), surtout en Europe pour deux raisons.

- La première raison était d'éviter une nouvelle crise financière comme celle de 1929 qui avait entraîné la Grande Dépression et la montée des extrémismes politiques. Les marchés financiers et la spéculation orchestrée par les banques commerciales avaient été jugées responsables de la détresse économique et sociale. En 1945, les Etats ont donc fortement réglementé les marchés et les pouvoirs des banques commerciales dont nombre d'entre elles d'ailleurs ont été nationalisées.
- La deuxième raison vient de la volonté des Etats de pouvoir mener une politique monétaire active, cad utiliser la monnaie comme un moyen pour retrouver la croissance dans une logique keynésienne. Les Etats devaient donc faire en sorte que les Banques Centrales puissent mener une politique monétaire active souveraine sans être concurrencées par la logique des marchés financiers et monétaire. Grâce à des marchés de l'argent peu

développés en raison d'une réglementation contraignante et d'une ouverture au reste du monde encore limitée dans les années 1950, les Etats notamment européens ont permis à leur Banque Centrale de contrôler la création de la masse monétaire en circulation.

. Cette idée que la Banque Centrale contrôle le processus d'expansion monétaire qui répond donc à une offre de monnaie exogène trouve sa justification théorique dans le « multiplicateur de monnaie » :

- Le multiplicateur monétaire (ou multiplicateur de crédit) est une théorie qui montre que la BC contrôle la liquidité bancaire, cad la masse monétaire disponible dans l'économie, autrement dit l'offre de monnaie. Grâce au multiplicateur monétaire, la BC ferait augmenter ou diminuer la base sur laquelle repose la création de monnaie scripturale par les banques. Les bc sont donc censées multiplier de façon mécanique une base monétaire (ou monnaie centrale) supposée exogène, cad une base monétaire parfaitement maîtrisée par la BC.

- Exemple pour mieux comprendre : une banque commerciale se doit de délivrer à ses clients autant de billets qu'ils peuvent en demander dans la limite du solde créditeur de leur compte. Donc, si une telle demande dans un pays représente 10% de la circulation monétaire, lorsqu'une banque commerciale crée 100 de monnaie en octroyant des crédits, elle doit pouvoir honorer 10 pour les retraits en billets de ses clients. La banque commerciale ne pourra donc pas créer n'importe quelle quantité de monnaie mais seulement un montant compatible avec le solde créditeur de son compte à la banque centrale. Dans cet exemple on parle d'un « multiplicateur de crédit » égal à 10 : le volume de crédit possible (100) est égal à 10 fois la réserve de monnaie centrale détenue par la banque (10). La capacité des banques à distribuer de nouveaux crédits dépend donc largement de la politique monétaire décidée par la banque centrale.

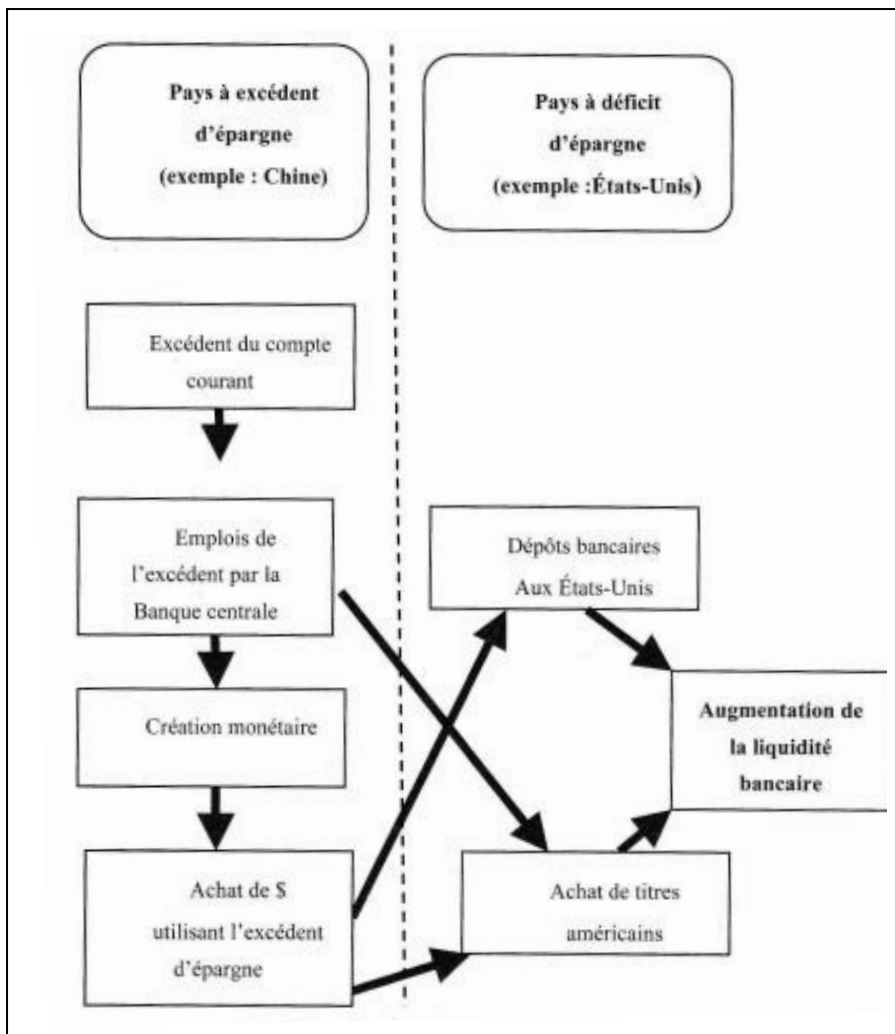
2/ A partir des années 1980, la Banque Centrale apparaît plutôt comme l'otage de la création monétaire. C'est la logique du « diviseur de crédit » qui prévaut et non plus celle du « multiplicateur de crédit ».

· A partir des années 1980, tous les Etats ont développé les marchés de l'argent en libéralisant leur fonctionnement, en abrogeant les règles contraignantes auxquels ils étaient contraints. Les Etats ont donc permis la construction de marchés financiers et monétaires planétaires. Mais lorsque les marchés de l'argent sont développés, notamment le marché interbancaire (le MIB), les banques commerciales se prêtent des liquidités (les bc en excédent de liquidités les proposent aux bc en déficit de liquidité moyennant des taux d'intérêt) et le recours à la BC pour un refinancement devient anecdotique.

· Ainsi, lorsque le refinancement des bc est perçu comme quasi illimité grâce au MIB et que les réserves obligatoires ne deviennent plus une contrainte réelle, les bc répondent d'abord à la demande de crédits de leur clientèle puis elles recherchent la monnaie banque centrale pour les honorer (en général sur le marché interbancaire). La conception de la monnaie qui découle du « diviseur de crédits » est donc endogène et non plus exogène comme dans le cas du « multiplicateur de crédits ». Dans le cas du diviseur de crédits, la banque centrale est plus l'otage du système que son contrôleur.

· Avec la globalisation qui repose sur des économies ouvertes, la base monétaire d'un pays peut même être fondée sur une base monétaire créée dans un autre pays. Explication : les pays qui ont un excédent commercial très important (la Chine) accumulent des réserves de change. Ces réserves de change sont utilisées par la Banque Centrale chinoise pour acheter des titres (notamment des obligations) ou font des dépôts dans les pays où l'épargne est insuffisante (ex, aux Etats-Unis)¹. Csq : on a une hausse de la liquidité bancaire dans les pays à déficit d'épargne (hausse du multiplicateur de crédit) alors que la base monétaire se contracte.

¹ Schéma extrait du Manuel ESH, Ellipses, 2013, page 143.



3/ Bien qu'a priori « otage » de la création monétaire, la Banque Centrale garde un rôle stratégique dans la pérennisation du système bancaire mais aussi indirectement financier

. En cas de crise de confiance majeure sur le MIB et sur les marchés financiers, les banques commerciales déficitaires peuvent ne plus obtenir les liquidités nécessaires à leur refinancement. Elles n'ont pas d'autres choix que de se tourner vers leur Banque Centrale en espérant que celle-ci voudra bien les refinancer sous peine de faire faillite.

. Si la Banque Centrale laisse faire faillite une banque commerciale :

- L'épargne et les dépôts à vue déposés par ses clients disparaissent. Or un client est aussi un contribuable-citoyen. Risque d'agitation sociale et de contestation politique.
- La banque commerciale ne peut plus octroyer de nouveaux crédits car elle ne peut plus répondre au critère du ratio de solvabilité. Or la masse des TPE, PME et ETI ainsi que le crédit à la consommation des ménages ne peuvent plus se financer. C'est ce que l'on appelle un « credit crunch » ou « contraction du crédit ». La demande serait déprimée et les entreprises ne pourraient plus produire faute de trésorerie (certaines devraient licencier).
- La banque commerciale ne peut plus participer au financement de l'économie sur les marchés de l'argent, à partir de l'épargne préalable qu'elle aurait collectée. Elle ne peut plus acheter notamment des actions qui assurent le financement des TGE mais surtout, elle ne peut plus acheter des obligations d'Etat et des Bons du Trésor. Les Etats sont privés d'acteurs stratégiques pour leur survie financière.

. Pour ces trois grandes raisons, la Banque Centrale n'a souvent pas d'autres choix que d'accepter de refinancer la banque commerciale menacée de faillite.

- Pour y parvenir, la Banque Centrale achète massivement des créances à la banque commerciale. Mais au lieu que ces créances soient des titres éligibles comme lors d'un refinancement classique, ce sont des « créances douteuses », des « titres toxiques », cad des créances dont on sait qu'elles ne seront jamais honorées. La banque

commerciale obtient massivement des liquidités (de la monnaie banque centrale) et voit disparaître de l'actif de son bilan toutes les créances douteuses.

- Avec les liquidités obtenues, la banque commerciale renfloue son compte auprès de la Banque Centrale (les réserves obligatoires) et peut donc renouer avec l'octroi de crédit entraînant de la création monétaire. Elles peuvent aussi massivement utiliser ces liquidités pour réaliser des placements financiers (achats d'actions, d'obligations d'Etat etc...).
- Par leur place stratégique dans le financement de l'économie, notamment des Etats, les banques commerciales font aujourd'hui le pari risqué, mais toujours gagné, que leur Banque Centrale acceptera toujours de les refinancer si le MIB vit une crise de confiance. C'est pourquoi on qualifie ces banques commerciales de « TBTF » (Too Big To Fail). Se pose la question de l'aléa moral car ces TBTF prennent des engagements souvent très risqués par rapport à leurs liquidités disponibles afin de maximiser leur profit.

III/ LES THEORIES MONETAIRES : QUELLE PLACE ET QUEL ROLE LA MONNAIE JOUE-T-ELLE DANS L'ECONOMIE ?

A/ POURQUOI LES AGENTS DEMANDENT-ILS DE LA MONNAIE ? Les motifs keynésiens de la détention de monnaie contrastent avec l'approche classique, néoclassique et monétariste

1/ Pour Keynes : la monnaie peut être désirée pour elle-même

· Rupture décisive avec les classiques dans l'approche monétaire lorsque Keynes affirme que la monnaie peut être désirée pour elle-même. La monnaie n'est donc pas qu'un simple moyen pour faciliter les transactions (un « voile » selon les classiques, les néoclassiques et les néolibéraux car elle recouvrirait en réalité l'échange de produits contre des produits). Ainsi, dans une économie monétaire, selon Keynes, c'est parce que les salaires sont payés en monnaie que cette dernière est l'intermédiaire des échanges et non l'inverse (comme l'affirme les classiques). La monnaie achète donc le travail au stade de la production et ensuite permet d'acheter les biens lors de l'échange.

· Conséquence : la monnaie est donc au cœur de la production comme mode de financement de l'économie ; elle **assure le financement préalable de la production**. En effet, l'accroissement des investissements suppose nécessairement d'augmenter les encaisses monétaires. Cela impose d'augmenter la monnaie en circulation de la part des institutions monétaires, sous peine de voir une hausse du taux d'intérêt. La demande de financement dépend donc du niveau d'activité économique planifiée (anticipation ou non d'une hausse des revenus) ; les entreprises n'ont donc pas besoin d'épargne préalable (contrairement à l'affirmation des classiques) mais de liquidités qu'elles obtiennent par le crédit bancaire. **Pour Keynes, la monnaie est une monnaie de crédit** ; elle n'est pas recueillie préalablement à travers les dépôts. **En assurant le financement préalable de la production, la monnaie est l'un des moteurs de l'évolution économique.**

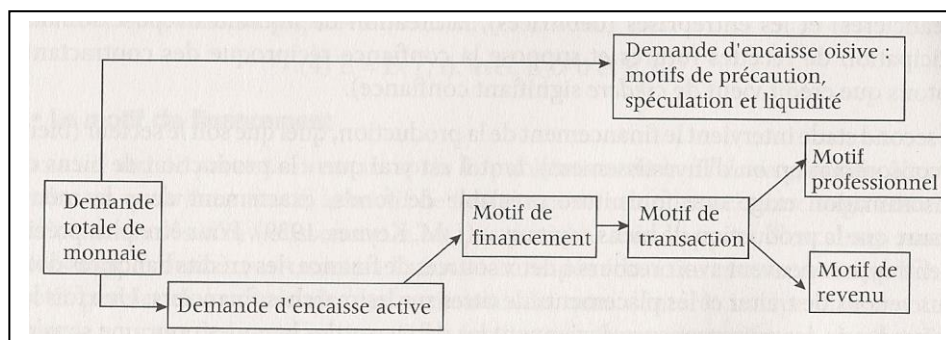
· Outre la détention de **monnaie pour motif de financement**, Keynes souligne que la monnaie est détenue pour **trois motifs majeurs : transaction, précaution et spéculation**.

- La détention de monnaie pour **motif de transaction = monnaie nécessaire pour que les agents règlent leurs échanges**. Pour les ménages, on parle de « **motif de revenu** » (= combler l'intervalle de temps entre la perception des revenus et la dépense) ; pour les entreprises, on parle de « **motif professionnel** » (comblent l'intervalle de temps entre les dépenses liées à la mise en œuvre de la production et l'encaissement des produits de la vente).

- La détention de monnaie comme **motif de précaution = faire face à des dépenses imprévues**. En général, **le revenu est la variable déterminante**. Cependant, avec les innovations financières et technologiques, les agents peuvent s'émanciper d'une telle forme d'épargne :

- les agents peuvent détenir des actifs financiers rémunérateurs à court terme sans risque et facilement liquidables (ex : livret A, CEL).
- progrès technologiques liés à l'informatique (virements instantanés gratuits des comptes titres vers comptes courants, par exemple de son livret A vers son compte courant).

- La détention de monnaie comme **motif de spéculation = choix des agents entre détenir de la monnaie ou des titres avec pour objectif de réaliser des plus-values sur les marchés financiers, notamment sur le marché des fonds prêtables**. Le **taux d'intérêt est ici déterminant** : lorsque les taux d'intérêt sont élevés, la plupart des agents anticipent une baisse des taux et donc une hausse des prix des titres. Dans ce cas, ces agents se débarrassent de leurs encaisses pour acheter des titres. Inversement, lorsque les taux d'intérêt sont bas, la plupart des agents, anticipant une hausse des taux, donc une diminution des titres, constituent des encaisses en vue d'un achat à des prix plus bas.



2/ La demande de monnaie dans les théories classiques, néoclassiques et chez les monétaristes (Friedman)

· Pour les classiques et les néoclassiques, **les agents ne demandent de la monnaie que pour effectuer des transactions**. Par rapport au troc, la monnaie facilite les échanges (« voile monétaire »). La monnaie n'a donc aucune valeur en soi. Alfred Marshall formalise la demande de monnaie dans **l'équation de Cambridge** que l'on peut transcrire ainsi :

- **la demande de monnaie est une fonction croissante du revenu réel** (= plus l'activité croît, plus le revenu réel augmente et donc plus il faut de monnaie pour effectuer les transactions)

- **la demande de monnaie est une fonction croissante du niveau général des prix** (= plus les prix sont élevés, plus il faut de monnaie)

- **la demande de monnaie est une fonction décroissante de la vitesse de circulation de la monnaie** = plus la vitesse de circulation est forte, moins il faut de monnaie pour acheter le même volume de marchandises. Ex : un billet de 10 euros passe 3 fois de main en main. Il permet d'acheter 3x10 euros de marchandises soit 30 euros de marchandises. La vitesse de circulation de la monnaie est donc ici de 3.

· Pour les monétaristes, **la monnaie est un type d'actif** (une façon de détenir de la richesse). La demande de monnaie ne se limite pas à l'arbitrage des agents entre monnaie ou titres. Elle est contrainte par la richesse globale, assimilable au **revenu permanent** (= revenu constant à travers le temps). Elle dépendra de la comparaison entre le service rendu par la dernière unité de monnaie détenue et les rendements marginaux des autres actifs réels ou financiers, concurrents de la monnaie. Le taux d'intérêt joue donc un rôle stratégique dans l'arbitrage entre actifs financiers ou monnaie.

- actifs financiers = actifs qui donnent des revenus fixes (comme les obligations) ou des revenus variables (comme les actions).

- actifs réels (matières premières, immobilier etc...) = leur rendement est fonction de l'anticipation de l'inflation

B / Quels sont les effets de cette demande de monnaie sur l'économie réelle ?

1/ Pour les monétaristes, la monnaie n'a pas d'incidence sur l'économie réelle. Pour arriver à cette conclusion, Irving Fisher fixe la théorie quantitative de la monnaie et démontre que toute inflation est nécessairement un phénomène purement monétaire (il y a inflation car une trop forte quantité de monnaie circule par rapport à celle nécessaire pour les transactions)

· Cette question renvoie à **la théorie quantitative de la monnaie** qui part du principe que la monnaie est totalement neutre. La monnaie est un simple « voile » qui ne ferait que recouvrir les échanges. La monnaie disponible est pensée comme totalement dépensée et donc elle circule en permanence dans le circuit économique. La partie du revenu non consommée, cad l'épargne, est nécessairement investie à des fins économiques utiles (épargne = investissement productif). Il n'y a pas de différence fondamentale entre économie monétaire et économie de troc et « toute offre crée sa propre demande ». De plus, les comportements monétaires des agents sont stables dans la mesure où les agents ne demandent de la monnaie que pour régler leurs échanges. Csq : la quantité de monnaie en circulation n'a aucune incidence sur les prix.

· Pour connaître la valeur totale qui circule dans une période donnée, les économistes multiplient le nombre d'unités monétaires par le prix d'une unité monétaire tout en tenant compte qu'une unité monétaire sert plusieurs fois dans une même période. Ex : 1000 unités monétaires valant toutes 1 euro et chaque euro sert 3 fois : la valeur circulant est égale à $1000 \times 1 \times 3 = 3000$ euros.

- On appelle M la quantité d'unités monétaires mesurée en valeur (M= masse monétaire) ; V = le nombre d'utilisation d'une unité monétaire dans la période (= la vitesse de circulation de la monnaie). La valeur de la monnaie qui circule est mesurée par MV

- La valeur des transactions dépend du nombre de produits échangés et du prix de chacun de ces produits. On appelle T le nombre de transactions et P le prix moyen des transactions. La valeur de la monnaie nécessaire pour l'ensemble des transactions est PT
- La valeur totale de la monnaie qui circule est pensée comme nécessairement égale à la valeur de la monnaie demandée et acceptée par les agents économiques en échange de leurs transactions. L'équation d'équilibre des transactions est donc $MV \equiv PT$ expression dans laquelle le signe \equiv n'est pas celui de l'égalité mais de l'identité (une identité est une égalité qui est toujours vérifiée).

· **Cette identité est au fondement de la théorie quantitative de la monnaie.** Elle permet d'analyser l'inflation comme un phénomène purement monétaire (= inflation liée uniquement à une circulation de masse monétaire supérieure à celle nécessaire pour les transactions). Théorie quantitative de la monnaie très débattue. Pour Keynes par exemple, la variation de la quantité de monnaie a des effets sur la production (stimulation). En revanche, sur le long terme, tous les économistes sont d'accord : une hausse de la quantité de monnaie plus élevée que celle de la production entraîne toujours une inflation.

2/ Pour A. C. Pigou, la variation de la masse monétaire a un effet uniquement nominal sur l'activité (simple variation des prix)

· Pigou suppose que $T = Y =$ production, conformément à la loi des débouchés de Say. Il réécrit l'équation de Fisher sous la forme $MV = PY$ qui devient $M/P = Y/V$ où M/P est **l'encaisse réelle des agents** (cad le pouvoir d'achat de la monnaie).

- Pigou part d'une situation initiale où l'encaisse réelle est ce que veulent les agents. Il établit le mécanisme suivant :
 - si M augmente, le niveau d'encaisse réelle dépasse le niveau désiré. Les agents vont dépenser cette encaisse excédentaire et provoquer une hausse générale des prix, cad de l'inflation, rétablissant ainsi l'équilibre au niveau initial de M/P .
 - si P augmente mais que M reste stable, le niveau général des prix (NGP) augmente et donc la valeur de l'encaisse réelle diminue. Les agents voulant garder le même pouvoir d'achat, vont accroître leur épargne et donc faire baisser la demande. Les prix vont ainsi diminuer jusqu'à l'équilibre.
 - si P diminue (baisse générale des prix, cad déflation), l'encaisse réelle augmente et les agents consomment plus. Les prix, sous l'effet de la hausse de la demande globale, remontent à l'équilibre.
- L'équilibre économique (effet Pigou) se rétablit de lui-même (inflation et déflation ne sauraient être des phénomènes durables). Donc, aucune intervention nécessaire pour restaurer l'équilibre de la demande globale (notamment de l'Etat ou des autorités monétaires)

3/ Pour Keynes, la variation de la masse monétaire a un effet réel sur l'activité et un effet nominal sur les prix ; une politique monétaire peut permettre de relancer l'activité

· **En situation de sous-emploi**, la hausse de la masse monétaire ne saurait avoir d'effet inflationniste : la pression à la baisse des salaires empêche la hausse des coûts (et donc des prix) ainsi que la baisse de la demande (csq des bas salaires et du chômage). Une hausse de la masse monétaire en circulation ne peut donc avoir d'effet que sur les variables réelles de l'économie : la production et l'emploi.

- En utilisant la courbe de Phillips, les économistes (Samuelson et Solow) souhaitent rapprocher les idées néokeynésiennes de celles des classiques et montrer que **l'effet de relance dépend d'une augmentation de l'emploi (effet-quantité) et de l'inflation (effet-prix)**. Tout dépend alors de la situation initiale. Si le chômage est important avec une faible inflation, augmenter la masse monétaire en circulation aura des effets très bénéfiques sur l'emploi tout en restant peu marquée sur les prix (l'injection de monnaie dans le circuit économique permettra d'accroître le pouvoir d'achat des ménages et donc de relever le niveau de la demande, ce qui stimulera l'offre). Inversement, si l'inflation était déjà à un niveau élevé, la politique monétaire inflationniste aura très peu d'effet sur l'emploi.
- Si une inflation modérée, générée par une création monétaire dans le cadre d'une politique monétaire, peut être efficace en situation de récession économique, Keynes souligne que l'inflation devient un problème lorsqu'elle entre dans une accélération continue. Si tout le monde se met à anticiper une inflation plus forte pour l'année à venir, tous ceux qui en ont la capacité s'efforcent d'obtenir une hausse préventive de leurs revenus nominaux pour se protéger d'une érosion monétaire annoncée. Si la majorité des salariés obtiennent gain de cause, les employeurs eux-mêmes vont chercher à se protéger en répercutant cette hausse nominale des salaires sur les prix de vente. L'économie entre dans une spirale inflationniste auto-entretenu. Les anticipations sont ici autoréalisatrices ; la réalisation de cette peur conforte les anticipations et justifie de nouvelles hausses de salaires et de prix. A terme, il y a une « hyperinflation », cad une situation d'accélération auto-entretenu et exponentielle de l'inflation jusqu'à des taux à

trois voire quatre chiffres (comme en Allemagne en 1923). L'hyperinflation devient une tragédie économique et sociale. La monnaie n'a plus aucune valeur réelle, elle n'assure plus sa fonction fondamentale d'intermédiaire reconnu pour les échanges. Le troc et les devises étrangères se substituent à la monnaie nationale ; le commerce et l'activité s'effondrent, une partie de la population est ruinée...

· Cette relance de l'activité, notamment de l'emploi, par une politique monétaire expansive (cad par la création monétaire) d'inspiration keynésienne est dénoncée par les monétaristes.

- Pour Friedman (monétariste), l'offre de monnaie est exogène (car elle relève de la décision de la BC). Or les agents font des anticipations adaptatives, cad qu'ils ne tiennent compte que de leur revenu permanent et non de leur revenu nominal. Avec la relance monétaire qui produit de l'inflation, les agents ne seront pas victimes sur le long terme de « l'illusion monétaire » : ils cesseront de dépenser même si leur revenu nominal s'accroît car ils se rendent compte que l'inflation détruit leur pouvoir d'achat. De plus, cette politique monétaire se heurtera toujours à un « taux de chômage naturel » qui ne dépend que de variables réelles (population active, capital disponible, techniques etc...). Friedman rejoint la position de Fisher sur le fait que l'inflation est donc un phénomène purement monétaire. **Il faut donc que la masse monétaire en circulation soit strictement en proportion de l'activité réelle.**

- Pour les monétaristes, il existe donc un risque majeur qu'un financement du budget de l'Etat débouche sur une inflation accélérée voire une hyperinflation. Pourtant, l'impact du financement monétaire des déficits dépend avant tout de la manière de dépenser l'argent public et des circonstances :

- ✓ Si l'Etat finance les salaires des fonctionnaires en fabriquant de la monnaie dans une économie en croissance, il court vers l'hyperinflation. Ce phénomène est arrivé historiquement en raison de l'impuissance des Etats à lever l'impôt et par la folle propension à combler l'insuffisance des recettes fiscales par la création monétaire.
- ✓ En revanche, si la création monétaire au profit de l'Etat finance des investissements qui stimulent l'activité à long terme ou encore des dépenses qui soutiennent la demande à un secteur marchand en pleine crise de débouchés alors l'offre réelle de biens est accrue en même temps que les liquidités injectées dans l'économie. L'injection de monnaie n'entraîne pas un excès de demande susceptible de provoquer une flambée des prix. C'est plutôt la production et l'emploi qui progressent (approche keynésienne de l'utilité de la politique monétaire). Dans une situation où le risque d'accélération de l'inflation n'existe pas en raison notamment du sous-emploi et de la forte pression de la concurrence internationale, le recours au financement monétaire renforce l'efficacité du déficit budgétaire. Il facilite l'accès des entreprises au crédit ; il évite toute pression à la hausse sur les taux d'intérêt. Les monétaristes qui redoutent l'inflation ont cependant raison dans le cadre d'une économie en croissance et proche du plein-emploi.

· Pour les néokeynésiens, si l'expansion de la quantité de monnaie est donc une condition permissive de l'inflation, cela n'implique en rien qu'elle en soit la cause véritable. L'inflation peut être déclenchée par une pression de la demande non anticipée et excessive par rapport aux capacités de production (inflation par la demande). Elle apparaît aussi à la suite d'un choc sur les coûts de production (inflation par les coûts). L'intensité de ces deux sources d'inflation (par la demande et par les coûts) dépend aussi de caractéristiques structurelles de l'économie : degré de concurrence entre les entreprises, ouverture à la compétition internationale, capacité des partenaires sociaux à s'entendre sur le partage de la valeur ajoutée au lieu de se lancer dans la spirale des hausses de salaires fictives compensées par des hausses de prix, etc..

- Selon la thèse monétariste, si l'inflation ne peut pas se développer concrètement sans création monétaire, le gouvernement n'a pas forcément besoin de s'attaquer aux sources de l'inflation, il peut se contenter de bloquer l'expansion de la masse monétaire. A l'appui de la thèse monétariste, on évoque souvent l'expérience menée par les pays anglo-saxons au début des années 1980. Les chocs pétroliers ont entraîné une hausse brutale des hydrocarbures, lesquels constituent la principale source d'énergie pour les grands pays industriels. Cela entraîné un choc sur l'offre globale : les coûts de production des entreprises explosent et le maintien d'une production rentable devient impossible sans hausse des prix ou sans baisse des salaires. Les entreprises qui ne peuvent pratiquer ni l'une ni l'autre réduisent leur production et licencient du personnel. Certaines parviennent à baisser les salaires mais cela déprime la demande et nourrit la récession. Celles qui ne sont pas trop exposées à la concurrence internationale ne se privent pas de relever leurs prix. Résultat : le pays subit **la récession, la montée du chômage et l'accélération de l'inflation. C'est ce qu'on appelle « la stagflation »**. Les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont adopté des politiques de rigueur monétaire drastique (en 1979-1981) qui ont engendré une hausse brutale et considérable des taux d'intérêt pour briser cette spirale inflationniste (impossibilité d'augmenter les prix et les salaires en fermant l'accès au crédit). S'il n'y a pas davantage de monnaie en circulation, les entreprises ne trouveront pas la trésorerie nécessaire pour relever les salaires. Elles devront donc affronter les syndicats et résister aux revendications salariales de ces derniers.

Elles ne pourront pas longtemps continuer à augmenter leurs prix puisque leurs clients ont leur pouvoir d'achat amputé et leur accès au crédit limité. Le pays est en quelque sorte forcé à la modération des prix et des salaires. Donc l'inflation recule rapidement.

- Les néokeynésiens s'opposent à cet apparent succès des thèses monétaristes :

- ✓ Ce recul brutal de l'inflation n'est pas l'effet d'une monnaie neutre, sans effets réels, et dont la rareté suffirait à stopper l'inflation sans dommages pour l'économie réelle. **L'inflation est ralentie au prix d'une récession majeure de l'économie et d'une forte poussée du taux de chômage.** C'est donc, en réalité, le freinage de la demande, la chute de la production et le recul de l'emploi qui stoppent l'inflation. On brise le processus d'accélération de l'inflation mais en aggravant la récession et le chômage.
- ✓ **Cette politique de restriction monétaire n'a en rien permis de sortir de la crise.** Et c'est en conduisant une politique de relance de type keynésienne que les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont en partie renoué avec la croissance. En effet si la politique monétaire des Américains (administration Reagan) et des Anglais (administration Thatcher) a consisté dans un premier temps (1979-1981) à casser l'inflation brutalement, le chemin de la croissance est retrouvé par des baisses d'impôt sur le revenu et des déficits publics records. C'est **une politique budgétaire keynésienne inavouée** puisqu'elle est contraire à la logique de l'offre officiellement revendiquée par les gouvernements Reagan et Thatcher.

Remarque : Attention ! L'injection de crédit dans l'économie (en raison des taux d'intérêt bas) peut être annulée par une sortie équivalente des capitaux qui se placeraient dans des pays où ils seraient mieux rémunérés si deux conditions sont réalisées :

- il faut que la circulation internationale des capitaux soit parfaitement libre. C'est le cas depuis la dérèglementation financière générale engagée depuis les années 1980.

- il faut que le taux de change entre la monnaie nationale et celle des pays de destination des capitaux soit fixe.

L'efficacité d'une politique monétaire dépend de la politique de change et réciproquement (voir le cours l'an prochain !)

Tableau de synthèse simplifié sur les enjeux de la monnaie

Problème posé	Néoclassiques/ néolibéraux	Keynésiens
Motifs de la demande de monnaie	Motif de transaction	Motif de financement, transaction, précaution, spéculation
Arbitrage éventuel entre monnaie et actifs non monétaires	Pas d'arbitrage	Arbitrage monnaie/titres
Effets d'une variation de la masse monétaire sur l'activité	Effet purement nominal : variation des prix	Effet nominal sur les prix + effet réel sur l'activité
Nature du taux d'intérêt	Prix du renoncement à une consommation immédiate. Récompense de l'épargne	Prix du renoncement à la liquidité
Objectifs de la politique monétaire	Stabilité des prix	Arbitrage entre inflation et chômage

Conclusion :

- La monnaie étant définie comme un bien public, sa production devrait être guidée par l'intérêt général, notamment pour assurer la stabilité monétaire. Si la création monétaire relève des banques commerciales, les banques centrales ont pour rôle de réguler la liquidité bancaire et sa création de monnaie ainsi que la gestion des réserves de change.

- Mais surtout, elles ont en général la responsabilité de la politique monétaire pour deux principales raisons :

- réduction du risque d'incohérence temporelle des décisions monétaires prises par les pouvoirs publics en garantissant la stabilité des prix quelle que soit la politique suivie par les pouvoirs publics

- réduction du risque de pression des autorités politiques sur la création monétaire pour servir leur politique économique (politique monétaire expansionniste notamment).

La réglementation bancaire, dans le cadre de la globalisation contemporaine, doit être internationale, mais cela suppose que les différents États s'entendent sur les objectifs à poursuivre.