

Introduction – Créer de la monnaie, est-ce créer des richesses ?

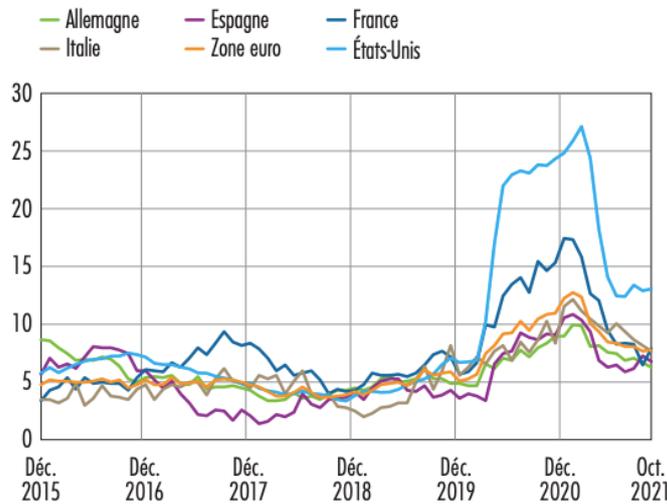
Dans l’imaginaire collectif, la notion de monnaie est directement corrélée à celle d’argent – qui renvoie par métonymie à l’ensemble des biens numéraires – ou de richesse – qui peut désigner l’ensemble des ressources économiques et même, dans une acception plus large, non économiques. Pour une grande partie de la population, l’ensemble des avoirs est d’ailleurs libellé en monnaie, ce qui permet d’en mesurer et d’en garantir la valeur. La culture populaire est ainsi peuplée d’images coffres remplis de billets de banques qu’il s’agit de braquer, de faussaires talentueux tentant de les reproduire à la perfection ou, comme dans une série célèbre, de voleurs ingénieux qui tentent de faire tourner eux-mêmes la fameuse « planche à billets ». Suffit-il vraiment de créer de la monnaie pour être riche ?

Si l’on observe attentivement les variations de la création monétaire dans la zone Euro et aux États-Unis, cette idée ne semble pas si absurde.

Document 1 -

G1 Croissance des agrégats monétaires en zone euro et aux États-Unis

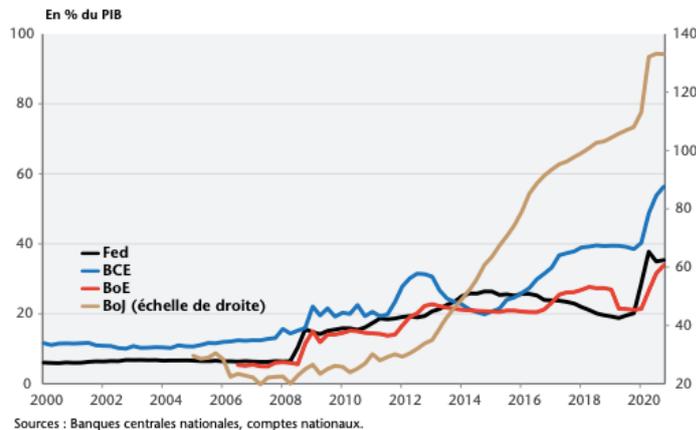
(taux de croissance en %, en glissement annuel)



Note : Pour les États-Unis, l’agrégat correspond à M2, car la Fed ne publie plus M3 depuis 2006.
Sources : Banque centrale européenne, Réserve fédérale des États-Unis (Fed).

Document 2

Graphique 1. Taille du bilan des banques centrales



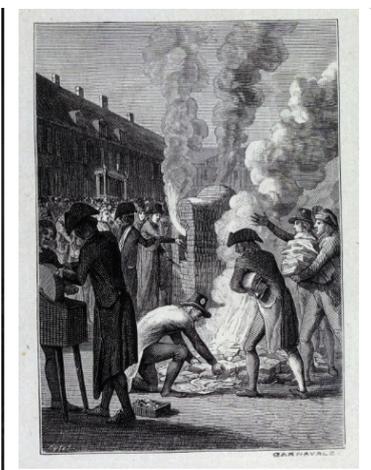
Sources : Banques centrales nationales, comptes nationaux.

Ces exemples semblent démontrer qu’en cas de crise, la création monétaire peut, dans certains cas, apparaître comme une réponse appropriée ? Créer de la monnaie reviendrait donc à créer des richesses, lorsque l’activité économique est en panne ?

L'histoire regorge cependant d'exemples d'une utilisation hasardeuse de la création monétaire, conduisant non pas à surmonter des périodes d'inactivité économique mais, au contraire, à provoquer des crises parfois très profondes. En 1715, l'écossais John Law est autorisé à créer du papier monnaie, échangeable contre de l'or. Le succès de cette Banque générale repose alors sur la possibilité d'en acheter les actions avec des titres de dette publique et sur la possibilité de payer ses impôts avec les billets qu'elle émet. Encouragé par le régent Philippe d'Orléans qui y voit un moyen de remplir les caisses royales, laissées désespérément vides par Louis XIV, John Law obtient le droit de collecter les impôts – que l'on peut donc payer en billets qu'il émet lui-même – mais aussi le monopole d'exploitation des ressources de la Louisiane. Les actions de cette puissante Banque générale s'arrachent alors, entraînant un vaste mouvement spéculatif qui ne s'arrête que lorsque la « bulle éclate ». Law tente alors de racheter ses actions en émettant d'autant plus de billets de banque, mais le système s'effondre le 17 juillet 1720 emportant avec lui la banque, la carrière du financier et 17 victimes d'une émeute provoquée par l'annonce de la banqueroute.

Moins d'un siècle plus tard, à nouveau pour absorber les dettes héritées de l'Ancien Régime, les révolutionnaires de 1789 émettent du papier monnaie – les assignats – dont la valeur est garantie par la vente des terres et biens confisqués à l'Église. Mais en 1792, en partie pour financer la guerre déclarée par l'Empire Allemand et l'Autriche, le remboursement des dettes est suspendu et les assignats sont imposés comme seule monnaie légale – dont le cours est fixé par le pouvoir. Privé d'autres recettes nouvelles, l'État augmente alors considérablement la quantité d'assignats en circulation, désormais totalement décorrélé de la

valeur des biens réquisitionnés et vendus. L'assignat perd alors de sa valeur poussant le pouvoir révolutionnaire à interdire toute utilisation d'une autre monnaie. Sous le régime de la Terreur, en septembre 1793, quiconque refuserait un paiement en assignat est passible de la peine de mort. Alors que la valeur totale des assignats était de moins de 3 milliards de livres en 1792, elle atteint 8 milliards en deux ans plus tard et 45 milliards en 1796.



Révolution française : « Les planches à billets, poinçons, matrices et assignats utilisés pour la fabrication de la monnaie sont brûlés sur la place Vendôme » Gravure de 1796 Paris, musée Carnavalet.

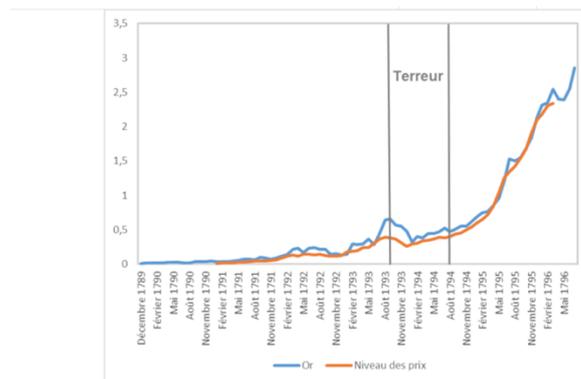


Figure 2 : Niveau des prix et cours de l'or pendant la période révolutionnaire en France, 1790-1796, échelle logarithmique. Source : Sargent and Velde, 1995

Cet emballement de la création monétaire provoque un épisode d'hyperinflation, qui ne prendra fin que lorsque le gouvernement de la Convention remplacera le système des assignats par l'émission d'autres billets – en moindre quantité – les « mandats territoriaux ». En février 1796 (pluviôse an IV), les planches à billets et plaques servant à produire les assignats sont brûlés en public sur la place Vendôme.

La monnaie est-elle alors plutôt l'eau qui éteint l'incendie ou le combustible qui l'alimente ? Existe-t-il une bonne façon d'utiliser la monnaie – et une façon plus dangereuse ? Comment savoir si une monnaie remplit efficacement son rôle ?

S'interroger sur le pouvoir de la monnaie nécessite d'abord d'en préciser les contours. La première particularité de la monnaie est que la plupart des définitions que l'on en trouve ne sont pas substantielles, mais instrumentales.

Les définitions instrumentales de la monnaie et de la notion de « liquidité »

Au cours de ce chapitre, nous commencerons par nous demander si la monnaie peut être considérée comme une marchandise, dès lors qu'elle fait l'objet d'une offre, d'une demande et que sa valeur est fixée sur un marché (I). Dans un deuxième temps, nous précisons le rôle économique des seules institutions capables de créer de la monnaie, les banques (II). Enfin, nous présenterons les différentes théories et débats monétaires qui ont traversé l'histoire de la pensée économique (III).

I. La monnaie est-elle une marchandise comme les autres ?

Dans son ouvrage de référence *Monnaie, banques, finance* (2021*), l'économiste Jézabel Couppey-Soubeyran rappelle de à quel point la nature de la monnaie est ambivalente.

Ces différentes dimensions de la monnaie rendent cet objet difficile à manipuler. Afin de mieux en saisir les contours, il est nécessaire de revenir sur les différentes formes qu'a pu et que peut prendre la monnaie (A), avant de présenter deux approches différentes ; l'une considérant la monnaie comme une pure marchandise (B) et l'autre cherchant à insister sur sa dimension politique et sociale (C).

A. Les différentes formes de monnaie

L'histoire des formes de la monnaie est celle d'une dématérialisation progressive des moyens de paiement. Nous le verrons, cette évolution très linéaire a pu conforter certains économistes dans une vision purement instrumentale de la monnaie, la dématérialisation validant l'hypothèse d'une facilitation progressive des échanges.

1. La monnaie-marchandise non métallique et métallique

Les premières formes de monnaie sont des marchandises utilisées comme intermédiaires des échanges. Elles sont repérées dès le début de la **période néolithique** (VI^{ème} millénaire) et coïncident avec le développement d'une économie de production (agriculture, élevage). Il pouvait s'agir de fourrures, de dents d'animaux, de bétail, de céréales, de coquillages... Le terme « pécuniaire », qui signifie « relatif à l'argent » est d'ailleurs tiré du latin « pecus », qui signifie le troupeau.

Ces monnaie-marchandise peuvent avoir une valeur intrinsèque significative, c'est-à-dire qu'elles présentent des coûts de production, mais certaines sont déjà utilisées pour leur valeur symbolique (les coquilles de cauris en Chine utilisées dès - 1000 avant J.C, puis jusqu'au XVI^{ème} siècle en Inde, en Afrique de l'Ouest et dans certains îles du Pacifique). Le principal inconvénient de ces monnaies est qu'elles peuvent être encombrantes, coûteuses à produire ou périssables.

Ce serait donc à cause de sa commodité que serait imposée en Europe et dans le bassin méditerranéen : la monnaie métallique. Les métaux précieux présentent des avantages certains sur les autres monnaie-marchandises : ils sont inaltérables, facilement transportables et facilement divisibles, dès lors qu'ils sont fondus en pièce.

Le métal précieux a d'abord été pesé (en Égypte dès 2 000 ans avant l'ère chrétienne) puis divisé en pièces pour devenir une monnaie comptée (aux alentours de 800 ans avant notre ère). Enfin, on trouve les premières pièces frappées dans le royaume de Lydie (la Turquie actuelle) vers - 600 avant J.C., composées d'électrum (alliance naturel d'or et d'argent tiré du fleuve Pactole).

Cette forme monétaire a perduré jusqu'à une époque très récente. En France, jusqu'à la fin du XVIII^{ème} siècle, les transactions se réglaient pour partie en pièce d'or et d'argent, dont l'unité de compte était le « livre tournois » (équivalent à environ 7 grammes d'or et 80 grammes d'argent). On parle alors d'un système « dualiste » (distinguant l'unité de compte et le métal précieux) et « bimétalliste ». En 1803, le « franc germinal » remplace la livre et met fin au « dualisme » puisque chaque pièce contient une quantité précise d'or ou d'argent (1 franc = environ 5 grammes d'argent). Il restera utilisé jusqu'en 1914.



Cinq francs de Napoléon III | Bibliothèque nationale de France

2. La monnaie fiduciaire

« Il n'a qu'à leur mettre dans la tête qu'un morceau de papier vaut de l'argent, et ils en sont convaincus »

Montesquieu, *Les Lettres Persanes*, 1721

Définition de la monnaie fiduciaire

a. *Des lettres de change aux billets de banque*

Les premières formes de monnaie fiduciaire, ancêtres des billets de banque, sont **les lettres de change**. Elles sont déjà utilisées en Chine sous la dynastie Tang (618 – 907), pour éviter aux commerçants de transporter les pièces très lourdes. Ils pouvaient remettre les pièces de métal (les sapèques) à des représentants du pouvoir impérial, contre des bons.

Les premiers billets de banque et les premières expériences d'impression de monnaie fiduciaire

b. *La délicate question de la convertibilité de la monnaie papier : banking school vs. currency school*

À mesure que la monnaie fiduciaire se répand, se pose la question de la convertibilité de cette monnaie papier en monnaie métallique et, par conséquent, en métal précieux. À l'origine, la confiance portait sur la capacité de l'émetteur à préserver la valeur de la contrepartie en métal et à le rembourser à tout moment. La seule différence avec la monnaie métallique était qu'il était impossible de soupeser et d'estimer directement la valeur du billet.

En 1668, la Riksbank (la première banque centrale du monde) est créée pour gérer et contrôler les émissions de billet en Suède. La Banque de France, fondée en 1800, obtiendra quant à elle le monopole d'émission des billets en 1848 – tout en restant une banque privée. Mais durant tout le XIX^{ème} siècle, les billets de banques seront réservés aux activités commerciales et aucune coupure inférieure à 500 francs ne sera émise. Il faut attendre 1870 pour qu'apparaissent des billets d'une valeur inférieure à 50 francs. La Bank of England, pourtant bien plus ancienne puisque fondée en 1694, ne bénéficiera de l'exclusivité de la création monétaire qu'en 1920.

Currency school vs. Banking school

c. *L'abandon progressif de la monnaie métallique*

En 1876, l'intensification des échanges internationaux et du commerce colonial incite les pays occidentaux à adopter une valeur étalon commune : l'étalon-or. Le système monétaire international devient alors monométalliste et chaque monnaie doit avoir une valeur exprimée en or. Chaque Banque centrale doit par conséquent conserver des réserves d'or importantes, ce qui limite sa capacité à créer de la nouvelle monnaie. En 1914, devant l'impérieuse nécessité à financer l'effort de guerre, la convertibilité de la monnaie en or est abandonnée par les pays belligérants.

Ce n'est qu'en 1928 que la convertibilité du franc en or est rétablie, sous la présidence de R. Poincaré (avec le « franc poincaré »). La Banque de France doit alors conserver au moins 35% de ses engagements à vue (des dépôts) sous forme métallique. Mais, là encore, la crise de 1929 va déstabiliser tout le système monétaire international et, en 1936, la convertibilité du franc en or est abandonnée. L'Angleterre a quant à elle déjà abandonné toute convertibilité de la livre sterling à l'or en 1931.

Le système monétaire international après 1945

3. La monnaie scripturale : une monnaie associée au développement du crédit.

Définition de la monnaie scripturale

Si l'on trouve des traces de livres de comptes qui attestent d'une utilisation ancienne de cette forme de monnaie, il faut attendre le XIX^{ème} siècle pour que l'utilisation de la monnaie scripturale s'inscrive réellement dans les pratiques commerciales. Jusqu'au milieu du XIX^{ème} siècle, pour la plupart des français, le recours au crédit est exceptionnel : par exemple en cas d'accidents, de maladie, de mauvaise récolte. Si la pratique de l'usure existe depuis longtemps, les taux d'intérêt sont la plupart du temps prohibitifs et la pratique du crédit s'inscrit principalement dans des réseaux de connaissance interpersonnels : le noble ou le notable qui accorde un crédit à son serviteur par exemple, renforçant par-là les liens d'obligation et de subordination qui les unissent.

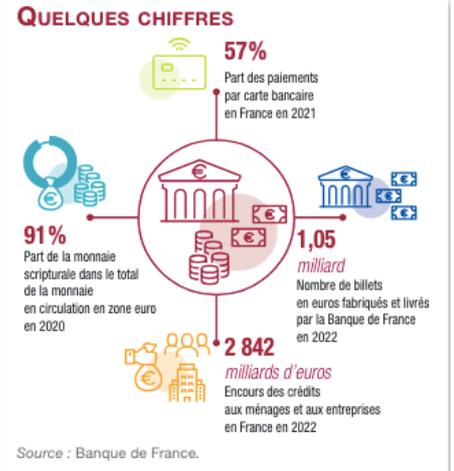
Le développement du crédit et donc de la monnaie fiduciaire est en réalité indissociable de celui du système bancaire. En 1807, la « loi sur l'usure » voulue par Napoléon libéralise le recours au crédit et fixe les taux d'intérêt de façon réglementaire, à 5% pour les particuliers et 6% pour les entreprises. En 1820, lorsque le monopole d'émission de la monnaie fiduciaire est confié à la banque de France, les quelques établissements bancaires vont chercher à développer et à diversifier leurs activités. Si certaines proposent l'ouverture de « **dépôt à vue** » (immédiatement disponibles) en échange d'actifs, souvent métalliques, qu'elles conservent dans leurs coffres, ce sont surtout les activités commerciales qui vont peu à peu se généraliser.

Parmi elles, la pratique de l'« **escompte** » est le principal instrument du crédit à court terme. Elle consiste à inscrire sur un registre une reconnaissance de dette vis-à-vis d'un commerçant ou d'un industriel, qui vient de conclure une transaction mais n'a pas encore été payé. Concrètement, l'acheteur produit un « effet de commerce » daté qui sera déposé à la banque, en échange d'une inscription de la somme correspondante sur le compte du vendeur, moyennant une commission. À la date indiquée, ce sera à la banque que l'entreprise acheteuse devra régler sa dette. Cette innovation évite des mouvements de trésorerie nombreux, inutiles et potentiellement dangereux et permet aux entrepreneurs de disposer immédiatement du fruit de leurs transactions.

Le développement du crédit à long terme est lui davantage lié à l'extension de l'accès à la propriété foncière et immobilière. En 1852 est fondé le Crédit foncier de France, qui devient le principal pourvoyeur de crédits immobiliers. L'historien A. Plessis, spécialiste de l'histoire des banques en France (1998) considère ainsi que le milieu du XIX^{ème} siècle, et notamment les débuts du 2nd Empire, marquent une forme de « révolution du crédit ». Les établissements spécialisés dans le crédit se multiplient et participent ainsi largement au développement des activités industrielles.

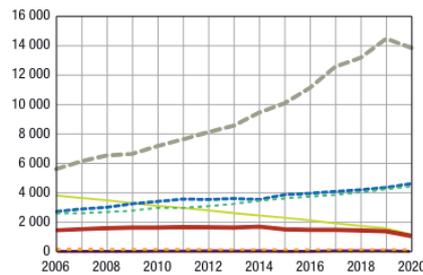
Cette expansion des activités bancaires connaîtra un coup d'arrêt avec la crise des années 1930 et ne reprendra qu'avec l'essor économique de l'après-guerre. Il faut attendre les années 1950 et 1960, pour que l'accès aux activités bancaires se démocratise à nouveau. Depuis une loi prise sous le régime de Vichy, le paiement des salaires en espèces est interdit et la salarisation de l'économie participe à généraliser l'ouverture de comptes bancaires. Parallèlement, le recours au crédit à la consommation est encouragé et encadré par les pouvoirs publics au milieu des années 1950. Dans les années 1960, les réformes « Debré » libéralisent les activités bancaires et permet l'ouverture de nombreux établissements sur tout le territoire.

Parallèlement, les instruments qui permettent à la monnaie scripturale de circuler de banque en banque se perfectionnent. En plus du chèque bancaire, la carte à puce – mise au point par un français en 1974 - se généralise à partir de la fin des années 1980 et permet de dématérialiser les transactions. Aujourd'hui, la monnaie scripturale domine très largement les économies bancarisées. La part de la monnaie scripturale représente plus de 90% de l'encours des moyens de paiement depuis les années 2000 en France, et 85% dans la zone euro.



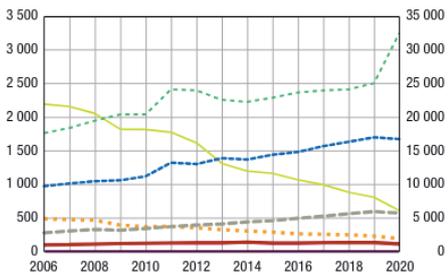
Utilisation des moyens de paiement scripturaux en France depuis 2006

(en millions d'opérations)



— Chèque — Paiement carte
 - - - Prélèvement — Retrait carte
 ••••• Effet de commerce - - - Virement (hors SCT instantané)
 — Monnaie électronique

(en milliards d'euros)



Échelle de gauche : Échelle de droite :
 — Chèque — Virement (hors SCT instantané)
 - - - Prélèvement — Monnaie électronique
 ••••• Effet de commerce — Paiement carte
 — Retrait carte

Lecture : Le graphique de gauche montre l'évolution du nombre de transactions (on dit aussi : l'évolution en volume) pour chacun des principaux moyens de paiement scripturaux entre 2006 et 2020 en France. Le graphique de droite donne l'évolution en montants (en valeur). Attention : Dans le graphique de droite (en milliards d'euros), compte tenu des ordres de grandeur très différents des transactions par chèque, prélèvement, monnaie électronique et carte, d'une part, et par virement, d'autre part, deux échelles différentes sont utilisées, indiquées respectivement de chaque côté du graphique.

Note : SCT instantané (SEPA instant credit transfer) : virement instantané.
 Source : Observatoire de la sécurité des moyens de paiement (2020).

La dématérialisation progressive de la monnaie

4. Monnaie électronique, monnaie virtuel ... aux frontières de la monnaie

On peut ajouter à ces formes de monnaie la monnaie électronique, définie par la banque de France comme « une valeur monétaire stockée sous forme électronique ». Ce type de monnaie doit être distinguée de la monnaie scripturale : la monnaie n'est pas créée et détruite par un jeu d'écriture, mais elle est transférée d'un support de paiement à l'autre (porte-monnaie électronique, carte prépayée...). Il s'agit donc davantage d'une monnaie fiduciaire dématérialisée que de monnaie scripturale.

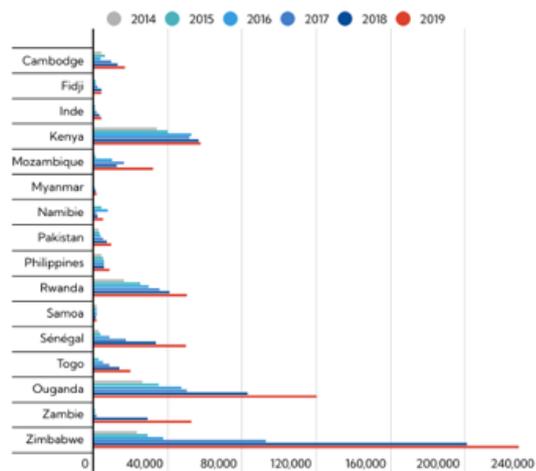
Si ce type de monnaie peine à se développer en France – en 2015, le porte-monnaie électronique Moneo lancé en 1999 est supprimé – son usage s’est particulièrement accru dans d’autres régions du monde. Dans un article en ligne sur le site du FMI daté de 2022, José Garrido et Jan Nolte soulignent que ces moyens de paiement sont en effet particulièrement adaptés pour des populations ne disposant pas de compte bancaire. Ainsi, ils estiment qu’environ les deux-tiers de la population adulte du Kenya, de l’Ouganda ou de la Tanzanie utilisent régulièrement de la monnaie électronique. Ces deux économistes recommandent ainsi de renforcer les règles encadrant l’usage de ces monnaies, pour protéger les utilisateurs (limitation des frais d’utilisation, interdiction de la pratique du crédit par les émetteurs, protection des données).

Parallèlement aux monnaies électroniques, se sont développées depuis la fin des années 2000 des monnaies virtuelles, ou cryptomonnaies. Introduit en 2009 par un certain Satoshi Nakamoto, le bitcoin est défini par la Banque de France comme « une unité de compte virtuelle stockée sur un support électronique permettant à une communauté d’utilisateurs d’échanger entre eux des biens et des services sans avoir à recourir à la monnaie légale ».

La mise en circulation du bitcoin repose sur un processus de « minage » : des « mineurs » vérifient et confirment informatiquement les transactions rassemblées par bloc, contre des bitcoins. Chaque bloc rassemble un nombre croissant de transaction, ce qui réduit de plus en plus le nombre de bitcoins mis en circulation. Les concepteurs prévoient une convergence vers un montant total de 21 millions de bitcoins. L’attrait du bitcoin vient de sa nature subversive, puisqu’il fonctionne sans banques centrales et les institutions financières.

Monnaie électronique

Les transactions en argent mobile ont connu une croissance rapide dans les pays en développement, notamment dans certains pays d’Afrique subsaharienne.
(nombre de transactions en argent mobile pour 1 000 adultes, par an)



Source : enquête du FMI sur l'accès aux services financiers (Financial Access Survey).



Le bitcoin, une monnaie incomplète

B. La vraie nature de la monnaie : éléments d’une controverse théorique.

1. Les approches instrumentales de la monnaie : les Classiques, les Néoclassiques et l’école autrichienne

Nous l’avons vu, l’histoire des formes monétaires semblent dessiner une évolution purement utilitaire de l’usage de la monnaie, entièrement tournée vers la simplification des échanges marchands. Des trois fonctions de la monnaie, se serait donc celle d’intermédiaire des échanges qui semble l’emporter.

a. La « fable du troc » et l’introduction de la dichotomie « réel » / « nominal » par A. Smith

Dans *La Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations* (1776), A. Smith considère que l’échange marchand relève d’un penchant naturel de l’homme et que, bien avant l’apparition de la monnaie, c’est le troc qui permettait aux individus de s’enrichir. Ainsi, avant toute société industrielle et spécialisation des activités productives, il fallait pouvoir estimer la valeur d’un bien par rapport à celle d’un autre, pour pouvoir l’échanger. Nous avons déjà vu lors du premier chapitre, que cette « valeur d’échange » était déterminée par une unité de mesure unique pour A. Smith, le travail. Par exemple, « s’il en coûte habituellement deux fois plus de peine pour tuer un castor que pour tuer un daim, naturellement un castor s’échangera contre deux daims, ou vaudra deux daims ». Quelle place prend alors la monnaie dans ce récit ?

Document 6 – La monnaie dans la théorie économique d’A. Smith

Un homme est riche ou pauvre, suivant les moyens qu’il a de se procurer les choses nécessaires, commodes ou agréables de la vie. Mais la division une fois établie dans toutes les branches du travail, il n’y a qu’une partie extrêmement petite de toutes ces choses qu’un homme puisse obtenir directement par son travail ; c’est du travail d’autrui qu’il lui faut attendre la plus grande partie de toutes ces jouissances, ainsi il sera riche ou pauvre, selon la quantité de travail qu’il pourra commander ou qu’il sera en état d’acheter.

Ainsi, la valeur d’une denrée quelconque pour celui qui la possède et qui n’entend pas en user ou la consommer lui-même, mais qui a intention de l’échanger pour autre chose, est égale à la quantité de travail que cette denrée le met en état d’acheter ou de commander. Le travail est donc la mesure réelle de la *valeur échangeable* de toute marchandise. (...)

Le prix *réel* de chaque chose, ce que chaque chose coûte réellement à celui qui veut se la procurer, c’est le travail et la peine qu’il doit s’imposer pour l’obtenir. Ce que chaque chose vaut réellement pour celui qui l’a acquise, et qui cherche à en disposer ou à l’échanger pour quelque autre objet, c’est la peine et l’embarras que la possession de cette chose peut lui épargner et qu’elle lui permet d’imposer à d’autres personnes. Ce qu’on achète avec de l’argent ou des marchandises est acheté par du travail, aussi bien que ce que nous acquérons à la sueur de notre front. Cet argent et ces marchandises nous épargnent, dans le fait, cette fatigue. Elles contiennent la valeur d’une certaine quantité de travail, que nous échangeons pour ce qui est supposé alors contenir la valeur

d'une quantité égale de travail. Le travail a été le premier prix, la monnaie payée pour l'achat primitif de toutes choses. Ce n'est point avec de l'or ou de l'argent, c'est avec du travail que toutes les richesses du monde ont été achetées originaires ; et leur valeur pour ceux qui les possèdent et qui cherchent à les échanger contre de nouvelles productions, est précisément égale à la quantité de travail qu'elles les mettent en état d'acheter ou de commander. (...)

Mais quand les échanges ne se font plus immédiatement, et que l'argent est devenu l'instrument général du commerce, chaque marchandise particulière est plus souvent échangée contre de l'argent que contre toute autre marchandise. Le boucher ne porte guère son bœuf ou son mouton au boulanger ou au marchand de bière pour l'échanger contre du pain ou de la bière ; mais il le porte au marché, où il l'échange contre de l'argent, et ensuite il échange cet argent contre du pain et de la bière. La quantité d'argent que sa viande lui rapporte détermine aussi la quantité de pain et de bière qu'il pourra ensuite acheter avec cet argent. Il est donc plus clair et plus simple pour lui d'estimer la valeur de sa viande par la quantité d'argent, qui est la marchandise contre laquelle il l'échange immédiatement, que par la quantité de pain et de bière, qui sont des marchandises contre lesquelles il ne peut l'échanger que par l'intermédiaire d'une autre marchandise ; il est plus naturel pour lui de dire que sa viande vaut trois ou quatre pence la livre, que de dire qu'elle vaut trois ou quatre livres de pain, ou trois ou quatre pots de petite bière. De là vient qu'on estime plus souvent la valeur échangeable de chaque marchandise par la quantité d'argent, que par la quantité de travail ou de toute autre marchandise qu'on pourrait avoir en échange.

Cependant l'or et l'argent, comme toute autre marchandise, varient dans leur valeur ; ils sont tantôt plus chers et tantôt à meilleur marché ; ils sont quelquefois plus faciles à acheter, quelquefois plus difficiles. La quantité de travail que peut acheter ou commander une certaine quantité de ces métaux, ou bien la quantité d'autres marchandises qu'elle peut obtenir en échange, dépend toujours de la fécondité ou de la stérilité des mines exploitées dans le temps où se font ces échanges. Dans le seizième siècle, la découverte des mines fécondes de l'Amérique réduisit la valeur de l'or et de l'argent en Europe, à un tiers environ de ce qu'elle avait été auparavant. Ces métaux, coûtant alors moins de travail pour être apportés de la mine au marché, ne purent plus acheter ou commander, quand ils y furent venus, qu'une moindre quantité de travail, et cette révolution dans leur valeur, quoique peut-être la plus forte, n'est pourtant pas la seule dont l'histoire nous ait laissé des témoignages. Or, de même qu'une mesure de quantité, telle que le pied naturel, la coudée ou la poignée, qui varie elle-même de grandeur dans chaque individu, ne saurait jamais être une mesure exacte de la quantité des autres choses, de même une marchandise qui varie elle-même à tout moment dans sa propre valeur, ne saurait être non plus une mesure exacte de la valeur des autres marchandises. Des quantités égales de travail doivent être, dans tous les temps et dans tous les lieux, d'une valeur égale pour le travailleur. Dans son état habituel de santé, de force et d'activité, et d'après le degré ordinaire d'habileté ou de dextérité qu'il peut avoir, il faut toujours qu'il sacrifie la même portion de son repos, de sa liberté, de son bonheur.

Mais quoique les quantités égales de travail soient toujours d'une valeur égale pour celui qui travaille, cependant pour celui qui emploie l'ouvrier, elles paraissent tantôt d'une plus grande, tantôt d'une moindre valeur. Le dernier achète ces quantités de travail, tantôt avec une plus grande, tantôt avec une plus petite quantité de marchandises ; et pour lui le prix du travail paraît varier comme celui de toute autre chose. Il lui semble *cher* dans un cas, et à *bon marché* dans l'autre. Dans la réalité pourtant, ce sont les marchandises qui sont à bon marché dans un cas, et chères dans l'autre.

Ainsi, dans cette acception vulgaire, on peut dire du travail, comme des autres marchandises, qu'il a un prix *réel* et un prix *nominal*. On peut dire que son prix *réel* consiste dans la quantité de choses nécessaires et commodes qu'on donne pour le payer, et son prix *nominal* dans la quantité d'argent. L'ouvrier est riche ou pauvre, il est bien ou mal récompensé, en proportion du prix *réel*, et non du prix *nominal*, de son travail.

Adam Smith, Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations, 1776

1. Quel rôle joue la monnaie dans l'échange marchand pour A. Smith ?
2. Quelle différence établit-il entre la sphère des « prix réels » et la sphère des « prix nominaux » ?

b. *La monnaie chez les marginalistes : une marchandise qui sert d'instrument des échanges*

S'ils ne reprennent pas à leur compte la théorie de la « valeur travail » de Smith, les marginalistes ne remettent pas en cause son analyse de la monnaie. Ainsi, dès lors que c'est le prix marché qui permet d'établir la valeur de chaque chose, par une confrontation entre les besoins (la demande) et la rareté (l'offre), alors il doit en être de même pour la monnaie.

La conception instrumentale des marginalistes

c. *La concurrence des monnaies de l'école autrichienne*

Le point commun de ces analyses des marginalistes est donc de faire de la monnaie une marchandise, équivalente à toutes les autres. On retrouve cette influence chez nombre de Néoclassiques, dont nous reparlerons, mais aussi chez les successeurs de Menger, au sein de l'école autrichienne.

La monnaie « libre » de l'école autrichienne

2. Les approches institutionnalistes et sociales de la monnaie

À la définition purement instrumentale et marchande de la monnaie, on peut opposer des approches qui cherchent à « réencastrier » la notion de monnaie dans le système institutionnel qui rend possible son utilisation (a) mais qui cherche aussi à en comprendre les différents usages sociaux (b).

a. *L'institutionnalisme monétaire : la monnaie comme institution au fondement de la valeur*

Le courant de l'institutionnalisme monétaire est porté par les travaux d'économistes français qui, à partir du milieu des années 1980, remettent progressivement en cause la vision purement instrumentale de la monnaie. Dans leur ouvrage de synthèse *La Monnaie entre violence et confiance* (2002), Michel Aglietta et André Orléans affirment ainsi que la monnaie n'est pas une conséquence du développement des échanges marchands, mais plutôt la condition de l'émergence de l'économie capitaliste.

La monnaie comme condition du développement des échanges marchands

b. *La dimension sociale de la monnaie*

Que l'on accepte ou non la théorie instrumentale de la monnaie, tout semble indiquer que cette dernière participe à fournir aux individus une échelle commune de valeur, indépendamment des relations sociales qui peuvent les lier. Ainsi, pour K. Polanyi (1944), la « fiction de la monnaie marchandise » participe à détruire les liens personnels entre les individus, renvoyés à de simples variables instrumentales et quantifiables, qu'une crise inflationniste ou déflationniste peut balayer en quelques secondes.

V. Zelizer, *La Signification sociale de l'argent*, 2016

Conclusion du I.

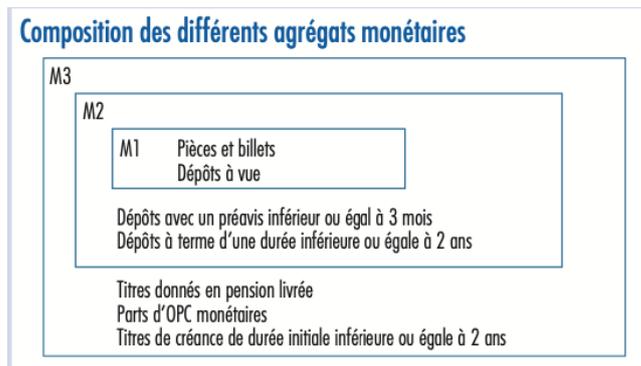
Quelle que soit les analyses sur la nature et ses fonctions principales, la monnaie est une pierre angulaire des économies modernes. Pour André Orléans et Michel Aglietta (2002) la monnaie elle est même une condition de l'émergence et du développement des économies marchandes et du capitalisme. Pour eux, « il n'est d'économie marchande que monétaire ». Autrement dit, c'est l'existence de la monnaie qui offre des perspectives d'échange, de plus-value et d'accumulation aux acteurs économiques.

On peut pour autant considérer que l'existence et l'usage de la monnaie dépasse de loin le seul cadre de la sphère marchande. Comme bien collectif dont la valeur est fondée uniquement sur la confiance, elle est liée à la reconnaissance d'un pouvoir politique qui en garantit et légitime l'usage. Malgré les tentatives théoriques – chez F. Hayek – ou pratiques – avec le bitcoin – aucune monnaie détachée de toute forme de pouvoir ne s'est jusqu'ici imposée à grande échelle. Comme bien valorisé et utilisé quotidiennement par les agents et groupes sociaux, elle est aussi un support du lien social. Si la maxime veut que « l'argent n'ait pas d'odeur », son utilisation, elle, n'est jamais complètement détachée des réalités sociales dans lesquels s'inscrivent ses détenteurs.

Ce conflit entre un statut purement instrumental de la monnaie et son encastrement dans les autres sphères de la vie collective est d'ailleurs rappelé par K. Polanyi dans *La Grande transformation* (1944). Il en fait ainsi, avec la terre et le travail, l'une des trois « marchandises fictives » imposées par l'idéologie du marché autorégulateur. En effet, pour que le marché puisse fonctionner de façon autonome, il est nécessaire que les échanges entre agents soient parfaitement détachés du contexte national ou social dans lequel ils se déroulent. En particulier, il montre que le développement du commerce international, entre États colonisateurs, rend absolument nécessaire d'arrimer chaque monnaie à une marchandise de référence : l'or. Polanyi verra même dans cet attachement à la fiction d'une monnaie marchandise dont il faut absolument maintenir la valeur coût que coût l'une des causes des désordres sociaux et politiques du début du XX^{ème} siècle.

II. À quoi servent les banques ?

Nous avons vu que l'essentiel de la monnaie en circulation aujourd'hui est de la monnaie scripturale, c'est-à-dire directement créé par les banques. Pour pouvoir mesurer la totalité de la quantité de monnaie en circulation, les institutions internationales (dont le FMI et l'Eurosystème) définissent trois agrégats monétaires, qui constituent la « masse monétaire ».



Source : Bulletin de la banque de France, juin-juillet 2019

A. Le financement monétaire de l'économie : qui maîtrise la masse monétaire ?

Nous l'avons vu en introduction du chapitre, cette masse monétaire n'est pas stable et a connu des variations importantes au cours des dernières années. Dans son bilan annuel sur les évolutions monétaires publié en juillet 2023, la BCE décrivait ainsi les variations de M1 et de M3 depuis 2018.

Qui décide de cette création monétaire ? Comment les banques se coordonnent-elle garder le contrôle sur la masse monétaires ?

1. Le rôle des banques de second rang dans la création monétaire

En définissant la monnaie scripturale, nous avons précisé qu'elle était le résultat d'un jeu d'écriture réalisé par les établissements bancaires. Comment se déroule précisément ce processus de création monétaire par les banques.

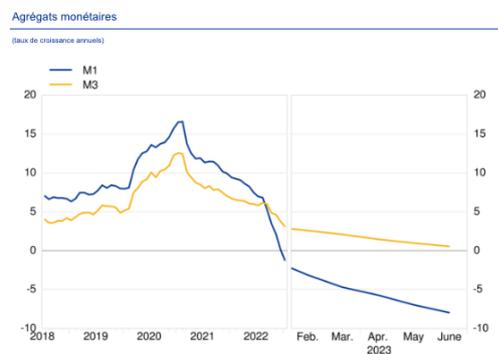
a. *Le mécanisme de la création monétaire par le crédit.*

Dans les économies bancarisées, le principal instrument de création monétaire est le crédit. Concrètement, à chaque fois qu'une banque accorde un crédit, elle crée une nouvelle monnaie. La création monétaire consiste ainsi en « la transformation de créances sur les agents non bancaires (créances sur l'étranger, créances sur l'économie, créances sur le Trésor public) en moyens de paiement immédiatement utilisables pour effectuer des règlements ». Autrement dit, la banque crée de la monnaie en « monétisant des actifs qui ne sont pas de la monnaie » (A. Chaîneau, *Mécanisme et politiques monétaires*, 1971).

Exemple : Le bilan d'une banque A se présente ainsi, avec **l'actif qui représente les créances** (ce qu'on doit à la banque ou ce qu'elle possède) et **le passif les dettes** (ce qu'elle doit à d'autres agents).

Actif		Passif	
Réserves	1 000 €	Dépôt à vue	10 000 €
Titres	9 000 €		
Solde	10 000 €		

La banque A consent un crédit de 5 000 € à Mme X pour qu'elle s'achète une voiture d'occasion. Elle va inscrire cette nouvelle créance à son actif, et créer une capacité supplémentaire de paiement.



BANQUE A

Actif		Passif	
Réserve	1 000 €	Dépôt à vue	15 000 €
Titres	9 000 €		
Créance	5 000 €		
Solde	15 000 €		

Le crédit accordé a donné lieu à une création monétaire puisque l'argent prêté ne vient pas de dépôts déjà existants, mais bien de l'ajout d'une capacité supplémentaire de paiement. La banque a créé un pouvoir d'achat qui n'existait pas auparavant. Mme X va acheter sa voiture avec les 5 000 €. La banque va retrancher cette somme de son passif, puis l'inscrire à l'actif de Y.

BANQUE A

Actif		Passif	
Réserve	1 000 €	Dépôt à vue (dont 5 000 € sur le compte de Y)	15 000 €
Titres	9 000 €		
Créance sur X	5 000 €		
Solde	15 000 €		

AGENT X

Actif		Passif	
Voiture	5 000 €	Crédit	5 000 €

AGENT Y

Actif		Passif	
Dépôt à vue	5 000 €	Voiture	5 000 €

À noter que si Y n'est pas dans la même banque que X, le paiement implique un **transfert d'actif monétaire** entre les deux établissements. Ce transfert est compensé par les autres paiements des clients de la banque concurrente mais nous verrons plus tard que les banques doivent surveiller ces « fuites monétaires » liées au paiement interbancaire.

Lorsque l'agent rembourse son crédit, il y a destruction monétaire :

BANQUE A

Actif		Passif	
Réserve	1 000 €	Dépôt à vue	10 000 € (15 000 € - 5 000 € utilisés par X pour éteindre sa dette)
Titres	9 000 €		
Créance	- 5 000 €		
Solde	10 000 €		

Le solde redevient donc le même qu'avant l'opération de crédit, mais, entre-temps, le client X a obtenu une voiture. Son niveau de vie et sa satisfaction ont augmenté.

En résumé, le bilan simplifié d'une banque commerciale peut s'écrire ainsi :

Actif	Passif
Réserves Titres	Dépôts à vue
Créances sur l'extérieur Créances sur le trésor Créances sur l'économie	Actifs liquides

L'ensemble de ces activités qui impliquent de la création monétaire à ce que l'on peut appeler le « financement monétaire » de l'économie. C'est l'une de leurs principales fonctions dans le financement des activités économiques.

2. Le rôle de la banque centrale, au sommet de la hiérarchie du système bancaire

Le pouvoir de création monétaire des banques de second rang n'est pas illimité. Il se heurte en effet à de nombreuses « fuites hors de son circuit » qui peuvent menacer la capacité des banques à assumer leurs créances.

Les fuites hors du circuit bancaire

Les activités monétaires des banques commerciales sont ainsi encadrées et organisées par une institution supérieure, une « banque des banques », la banque centrale.

a. *Le rôle indirect des banques centrales dans le processus de création monétaire*

La banque centrale détient le monopole sur la création de monnaie fiduciaire : c'est la seule à produire une monnaie qui a cours légal. Cela signifie que personne ne peut refuser d'éteindre une dette libellée dans la même unité monétaire, et à sa valeur nominale. Les banques commerciales doivent donc s'adresser à la banque centrale pour disposer de pièces et de billets.

La « monnaie banque centrale » (MBC)

Reprenons l'exemple de la banque qui accorde un crédit pour acheter une voiture d'occasion.

Banque A (Agent X)

Actif		Passif	
Réserve	1 000 €	Dépôt à vue	10 000 €
Titres	9 000 €		
Créance	5 000 €	Dette à la banque B	5 000 €
Solde	15 000 €		

AGENT X

Actif		Passif	
Voiture	5 000 €	Crédit	5 000 €

Banque B (Agent Y)

Actif		Passif	
Créance de la banque A	5 000 €	Dépôt de Y	5 000 €

AGENT Y

Actif		Passif	
Dépôt à vue	5000 €	Voiture	5 000 €

Chaque jour, les banques procèdent au rééquilibrage de leur bilan et compensent leurs dettes en utilisant de la MBC. C'est là qu'intervient la banque centrale.

Étape 1 : Refinancement

Banque A (Agent X)

Actif		Passif	
Réserve	1 000 €	Dépôt à vue	10 000 €
Titres	4 000 €		
MBC	5 000 €		
Créance	5 000 €	Dette à la banque B	5 000 €
Solde	15 000 €		

Banque centrale

Actif		Passif	
Titres	5 000 €	MBC	5 000 €

Étape 2 : Marché interbancaire

Banque A (Agent X)

Actif		Passif	
Réserve	1 000 €	Dépôt à vue	10 000 €
Titres	4 000 €		
MBC	5 000 €		
Créance	5 000 €	Dettes à la banque B	5 000 €
Solde	10 000 €		

Banque B (Agent Y)

Actif		Passif	
Créance de A	5 000 €	Dépôt de Y	5 000 €
MBC	5 000 €		

Pour obtenir de la MBC, la banque commerciale dépose des titres de son bilan en garantie. Elle devra tout de même rembourser la quantité de MBC qu'elle a emprunté, moyennant un taux d'intérêt. Comme dans tout processus de crédit, la MBC sera détruite au moment du remboursement.

On observe ici que la création de MBC n'a pas provoqué d'augmentation de la masse monétaire, au sens de M3. Avant l'opération, la quantité de monnaie en circulation auprès des agents non financiers était de 15 000 € (10 000 € sur les dépôts des clients de A, 5 000 € pour les clients de B) et à la fin de l'opération, l'état des dépôts reste le même. Autrement, la MBC n'est jamais utilisée directement par les agents non financiers. Seuls les billets, la monnaie fiduciaire, est à la fois créée par la banque centrale et utilisée par les agents économiques non financiers.

Autrement dit, la création monétaire est bien le fait des banques de second rang et pas de la banque centrale. C'est en accordant des crédits que les banques commerciales participent à faire varier la quantité de monnaie en circulation, là où la banque centrale ne joue de rôle direct que dans le marché interbancaire.

Le marché interbancaire

b. Le contrôle de l'activité des banques de second rang par les taux directeurs.

Lorsque la banque centrale consent à prêter de la MBC, elle ne le fait pas gratuitement : chaque créance donne lieu au paiement d'un intérêt, dont les taux sont fixés par la banque centrale elle-même. C'est d'ailleurs son principal pouvoir de régulation.

Les principaux taux directeurs

c. Le lien entre base monétaire et masse monétaire : multiplicateur de crédit ou diviseur de crédit ?

Afin de pouvoir participer au marché interbancaire, les banques de second rang disposent de réserves de monnaie centrale sur leur compte à la banque centrale. Cette dernière peut rendre obligatoire une partie de ces réserves, en les forçant à détenir un certain pourcentage des crédits qu'elles ont accordé sous forme de monnaie centrale. Ce **pourcentage peut évoluer** en fonction des objectifs de la BC : si elle estime qu'il faut réduire la création monétaire, il lui suffira d'augmenter le taux des réserves obligatoires pour ralentir le rythme de nouveaux crédits accordés par les banques.

Exemple : La dernière modification de taux de réserve obligatoire a été effectuée en 2012, passant de 2% à 1%. Concrètement, pour 1000 € prêté par les banques commerciales, elles doivent donc conserver 10 euros sous forme de monnaie centrale.

Le rôle des réserves obligatoires fait débat entre les économistes depuis les années 1970. En particulier, les économistes héritiers de l'approche néoclassique de la monnaie, et notamment le courant dit « monétariste » de M. Friedman, considère que la masse monétaire est toujours proportionnelle aux réserves de monnaie centrale. Concrètement, il suffirait alors à la banque centrale de définir la quantité de MBC, pour contrôler strictement la quantité de monnaie en circulation. Cette théorie dites du « **multiplicateur de crédit** » suggère donc qu'il existe un coefficient de proportionnalité fixe entre la « base monétaire » et la « masse monétaire ».

On peut noter :

$$dM = k R$$

Où dM = la création monétaire maximal et R les réserves monétaires.

On peut montrer que

$$k = \frac{1}{(b + r - br)}$$

Où b = le taux de retrait sous forme de billets et r = le taux de réserves obligatoires.

Par exemple, si la banque A dispose de réserves monétaires d'un montant de 100 € et qu'elle évalue le coefficient de retrait en billets à 20% des crédits octroyés. Supposons que le coefficient de réserves obligatoires, déterminé par la BC, est fixé à 10%. Alors, le montant total de création monétaire pour 100 € de réserve sera :

$$100 \times (1/0,1 + 0,2 - (0,2 \times 0,1)) = 312,5 \text{ €}$$

On peut tirer deux conclusions de ce multiplicateur :

- Plus les agents utilisent de la monnaie scripturale, plus la création monétaire sera facile.
- Plus le taux de réserve obligatoire est faible, plus la création monétaire sera facile.

Par exemple, si une banque possède 1 000 € de réserve en monnaie de banque centrale et que le taux de réserves obligatoires est de 20%, elle sait qu'elle ne pourra accorder que 800 € de crédits.

Ces crédits accordés vont à leur tour se transformer en dépôts auprès d'autres banques.

Elles auront donc à leur tour une liquidité supplémentaire de 800 €. En conservant 20% de réserves, elles pourront alors proposer de nouveaux crédits à hauteur de 640 € (800 € - 160 €) et ainsi de suite. Au final, la monnaie créée sera un multiple k des réserves de départ.

Multiplicateur de crédit vs. Diviseur de crédit

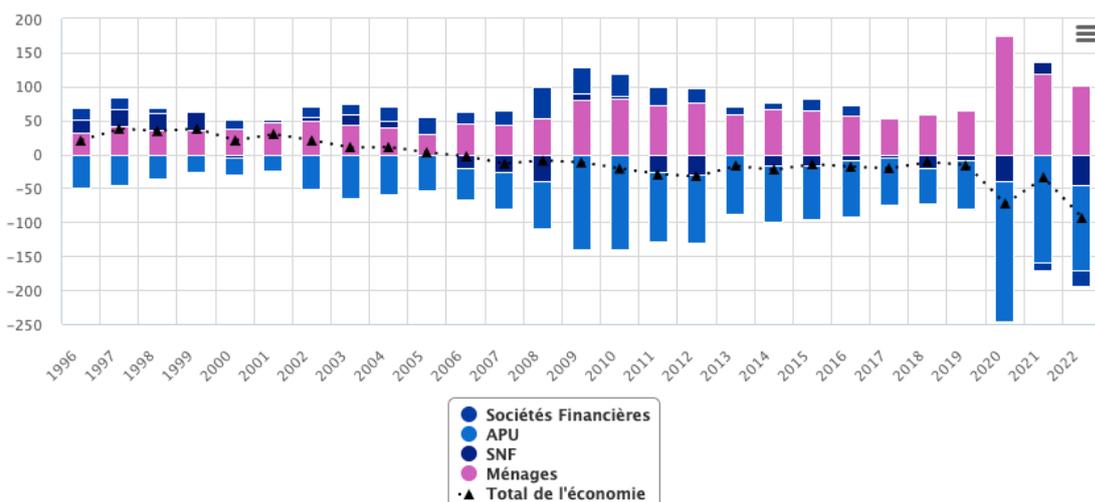
B. Le financement bancaire des activités économiques

La comptabilité nationale établie par l'INSEE distingue les agents économiques en fonction de leur participation à l'activité. Elle établit ainsi 5 grands types d'acteurs institutionnels : les **ménages**, qui épargnent et consomment, les entreprises ou **sociétés non financières**, qui investissent et produisent des valeurs marchandes, les banques ou **sociétés financières**, qui financent les activités économiques, les **administrations publiques**, qui dépendent de l'État et les **institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM)**.

L'enjeu du financement des activités économiques est de mettre en lien ceux qui dégagent une épargne suffisante pour être en **capacité de financement**, et ceux qui ont un **besoin de financement** pour pouvoir investir et augmenter les capacités productives de l'économie nationale. Il s'agit concrètement de permettre aux capitaux de se diriger vers les projets les plus intéressants : ceux qui seront rentables, ceux qui créeront des emplois, ceux qui augmenteront la production (pas toujours la même chose).

Capacité/besoin de financement des secteurs institutionnels

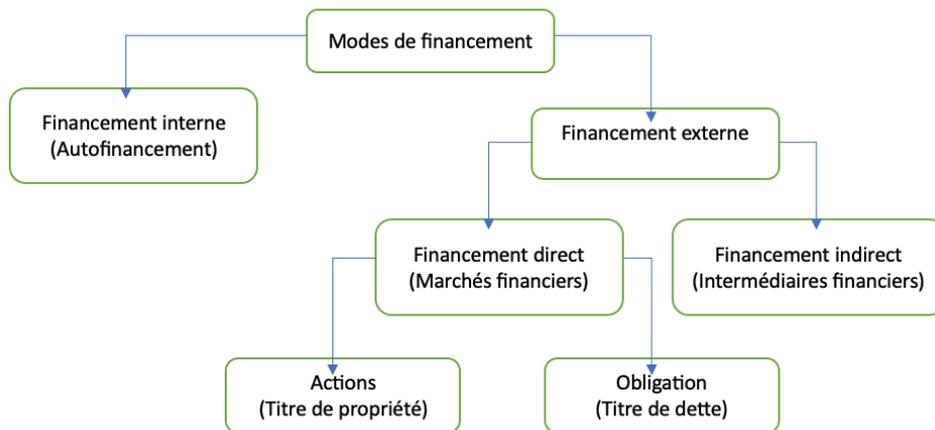
Milliards d'euros



On observe ici que les principaux acteurs qui disposent d'une capacité de financement sont les ménages. Les administrations publiques sont celles qui ont les plus gros besoins de financement, puisqu'elles ne dégagent pas de profits sur leurs activités. Enfin on observe que les entreprises ont plus souvent besoin de financement, mais que, ponctuellement, elles parviennent à dégager des capacités de financement – par exemple lorsqu'elles peinent à investir (2009, 2021).

La question du financement de l'économie est un enjeu d'allocation des ressources. Comment procurer le plus facilement des sources de financements aux agents qui en auront le meilleur usage, ici l'usage le plus productif. Quelles sont les conditions pour que ceux qui ont des capacités de financement, les ménages, consentent à le mettre à disposition des activités productives ?

1. Les différents modes de financement de l'économie



Point sur les différents titres financiers : actions et obligations.

John Hicks crée ainsi une **typologie des systèmes de financement** distinguant, dans une conférence de 1973, publiée en 1974 sous le titre « Money, interest and liquidity », les « **économies à découvert** » (overdraft economy) où les agents ont recours à l'emprunt en passant par l'intermédiaire des banques et les « **économies à fonds propres** » (auto-economy) où les entreprises détiennent déjà les réserves de liquidité permettant le financement de l'économie.

2. L'intermédiation bancaire

a. *Les principes de l'intermédiation bancaire*

Nous avons vu que les banques participent au financement monétaire de l'économie, en créant de la monnaie par le crédit bancaire. Dans ce cas, il n'y a pas de lien entre les dépôts des épargnants et les crédits accordés. Le lien entre épargnant et agents à besoins de financement est l'objet d'un autre rôle des banques commercial : celui d'intermédiaire financier. On peut distinguer trois formes d'intermédiation.

- **L'intermédiation de bilan**

L'intermédiaire financier récolte des dépôts des agents à capacité de financement, puis propose des crédits à des agents à besoin de financement. Dans ce cas les dépôts font les crédits.

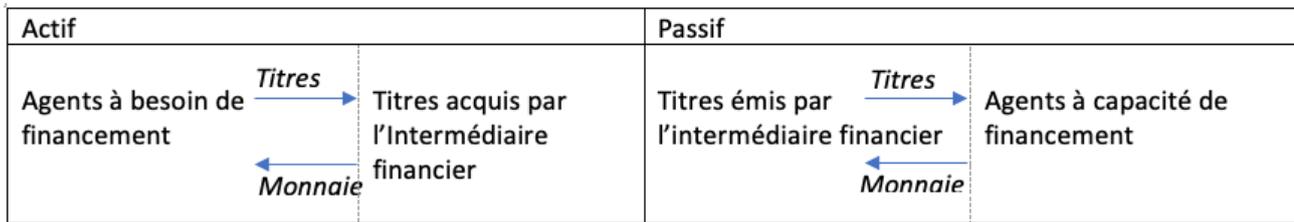
Le bilan de l'intermédiaire financier (intermédiation de bilan)

Actif	Passif
Agents à besoin de financement ← Monnaie Crédit	Dépôts ← Monnaie Agents à capacité de financement

- **L'intermédiation de marché**

L'intermédiaire financier achète des actifs sur les marchés financiers à des agents à besoin de financement (actions, obligations) et utilise les rémunérations générées par ces actifs (intérêts ou dividendes) pour fabriquer à son tour des produits financiers qu'il revend sur les marchés.

Le bilan de l'intermédiaire financier (intermédiation financière)



Source : Mario Dehove, « Institutions et théories de la monnaie », mars 2001

Les banques commerciales ne sont pas les seuls intermédiaires financiers. D'autres sociétés financières peuvent jouer ce rôle : les assurances, les banques d'investissement, les fonds de placements... La principale différence entre les banques commerciale est les autres réside donc dans la création monétaire : seules les banques commerciales ont droit de réaliser des crédits bancaires en plus des deux autres formes d'intermédiation.

b. Les avantages de l'intermédiation

Dans la théorie néoclassique, tous les modes de financement se valent. Franco Modigliani (prix de la banque de Suède en 1985) et Merton Miller énoncent ce principe dans un article célèbre publié dans l'*American Economic Review* en 1958, « The Cost of capital, corporation finance and the theory of investment ».

Le théorème de Modigliani-Miller

Les avantages de l'intermédiation bancaire

Remarque : la titrisation et l'illusion du transfert de risque

La titrisation consiste à transformer un actif non négociable, comme un crédit bancaire, en un actif négociable. Les banques peuvent « titriser » des créances qu'elles rassemblent par « paquets » et transmettent à des entités financières, appelés des « véhicules » ou des « conduits de titrisation ». Ces entités émettent lors des titres adossés à leur portefeuille d'actif (dont des crédits immobiliers). Ces titres sont achetés par des investisseurs (banques d'investissements, fonds de pension principalement). Ils se diffusent ainsi à d'autres intermédiaires financiers. Loin de permettre une diversification du risque, cet assemblage de crédits et cette titrisation ont contribué à diffuser des crédits toxiques à l'ensemble du système financier lors de la crise des *Subprimes*. En 2007, lorsque les premiers emprunteurs commencent à faire défaut, les titres adossés à des crédits immobiliers voient leur valeur s'effondrer. Les établissements qui en détiennent subissent des lourdes pertes, dont la conséquence la plus spectaculaire a été la faillite de la banque Lehman Brothers en 2008.

- Du côté des agents à besoin de financement, l'intermédiation permet de démarrer des projets sans épargne préalable et en conservant une liberté de prise de décision.

Il n'est, dans la réalité, pas facile d'obtenir des financements pour lancer une activité économique d'autant plus lorsque cette activité nécessite de mobiliser un capital significatif. Les intermédiaires financiers, parce qu'ils mutualisent les risques et apportent des garanties, permettent d'inspirer confiance aux prêteurs. À la différence de l'émission d'action, le financement par l'emprunt (direct ou indirect) permet aussi d'assurer l'autonomie des agents débiteurs. Ils n'ont pas de comptes à rendre à des actionnaires et restent seuls propriétaires de leur activité.

c. Les risques de l'intermédiation bancaire

Le financement des activités par l'intermédiation de sociétés financières fait toujours peser un risque systémique important : « la crise de liquidité ». Dans son manuel de référence, Jézabel Couppey-Soubeyran décrit parfaitement l'origine du problème. La particularité des banques est en effet qu'elle propose des services qui supposent une temporalité différente.

La « transformation d'échéance »

Ce mécanisme ne fonctionne que tant que les déposants n'ont pas d'inquiétude sur la capacité des banques à leur restituer leurs dépôts. Mais si le doute s'installe, la banque est exposée à un risque de panique bancaire (on parle aussi de « run »). Même si les banques ont un actif supérieur à leur passif, l'immobilisation des actifs peut conduire à une « illiquidité » de la banque face aux demandes de retraits et à un dépôt de bilan de la banque. Pire, cette panique peut se transmettre à d'autres établissements financiers et créer un effet dominant, bloquant tout le financement de l'économie.

Exemple : La crise de Northern Rock en 2007

Les risques de liquidité reposent sur la « transformation d'échéance » inhérente aux activités d'intermédiaire financier. Les risques de solvabilité désignent les risques liés à l'effondrement de la valeur de l'actif de l'intermédiaire financier, soit parce que les emprunteurs font défaut, soit parce que les actifs détenus perdent de la valeur sur le marché. En 2008, la banque Lehman Brothers a déposé le bilan, non pas par manque de liquidités, mais parce que la valeur totale de ses actifs – dont beaucoup étaient toxiques – était inférieure à ses engagements.

3. Le rôle croissant du financement par les marchés : un déclin du rôle des banques ?

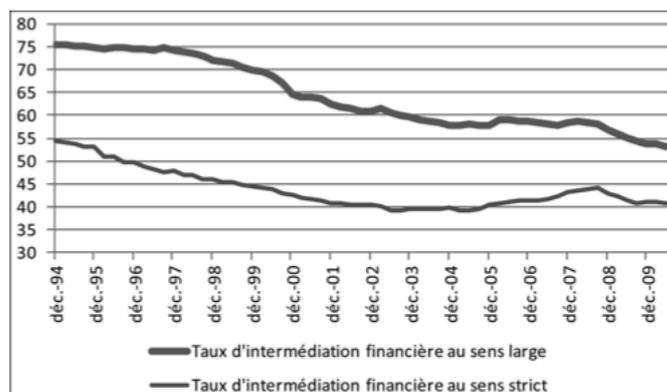
a. Les trois D de la globalisation financière.

À la différence du théorème de Modigliani-Miller, **Eugene Fama (prix de la banque de Suède 2013)** défend l'hypothèse « **d'efficacité des marchés** » dans un article célèbre du Journal of Finance, « Efficient Capital Market » (1970). L'essentiel de ses travaux a été de montrer que, malgré les erreurs cognitives des agents économiques et les comportements d'imitation qui peuvent causer des bulles ou des cracks financiers, le marché reste le meilleur moyen de déterminer à long terme la valeur réelle des actions. Ces travaux ont servi de support théorique à un ensemble de réformes favorables au développement des marchés de capitaux dans les années 1980.

Alors que la période de reconstruction avait donné lieu à un contrôle par l'État des milieux bancaires et financiers (nationalisation de la Banque de France et des quatre principales banques de dépôt), les activités financières ont connu **une libéralisation progressive dans les années 1970 et 1980**. Les réformes bancaires (1984) et de déréglementation financière (1986) ont couronné cette évolution.

Henri Bourguinat dans *Les Vertiges de la finance internationale* (1987) parle d'un grand mouvement de globalisation financière, qu'il résume par le sigle des « trois D » :

- La **déréglementation** financière : suppression de toutes les réglementations qui entravaient la libre circulation des capitaux.
- La **désintermédiation** financière : réduction du financement par l'intermédiaire d'institutions financières au profit d'un financement direct sur les marchés financiers
- Le **décloisonnement** des marchés : suppression du cloisonnement des marchés selon les différents types de titres échangés (en particulier le court-terme et le long terme).



Graphique 1. France : taux d'intermédiation au sens strict et au sens large depuis 1994

Sources : Comptes nationaux financiers trimestriels, données d'enquêtes

Lecture : Le taux d'intermédiation mesure la part des financements intermédiés dans l'ensemble des financements externes. Au sens strict, il ne retient que les crédits bancaires, au sens large il ajoute aussi l'intervention des intermédiaires financiers sur les marchés de capitaux par l'achat de titres.

Source : Michel Boutillier, Jean Charles Bricongne, « Désintermédiation ou diversification financière ? Le cas des pays développés, *Revue d'économie politique*, 2011

b. La financiarisation des activités bancaires

Le terme de « désintermédiation » est à relativiser car les activités des intermédiaires financiers ne se sont pas arrêtées avec le développement des marchés financiers, au contraire. Cette évolution a obligé les banques à s'adapter et à modifier leurs activités.

Données relatives à l'activité des banques françaises.

Grande banque universelle (€ millions)	2 012			
ACTIFS			PASSIFS	
Prêts interbancaires	143 596	8 %	Emprunts interbancaires	113 267 6 %
Crédits clientèle	630 520	33 %	Dépôts clientèle	539 513 28 %
Portefeuille de titres	986 692	52 %	Titres	919 390 48 %
Valeurs immobilisées	38 462	2 %	Fonds propres	86 429 5 %
Divers	108 020	6 %	Divers	298 691 13 %
TOTAL	1 907 290	100 %	TOTAL	1 907 290 100 %

Source : J. Coupey-Soubeyran et Ch. Nijdam, *Parlons banques en 30 questions*, La Documentation française, 2014.

Conclusion du II.

Aujourd'hui, la monnaie reste un enjeu central de l'activité économique. L'accès aux actifs monétaires, garanti par les banques commerciales sous l'autorité de la banque centrale, est en effet indispensable aux investissements et à la croissance. Créatrice de monnaie, les banques sont aussi des intermédiaires indispensables à la mise en relation des agents à capacité et à besoin de financement, nécessaire à la bonne allocation des ressources. Cette activité d'intermédiation a cependant beaucoup évolué au cours des 50 dernières années. Le développement des marchés de capitaux a ainsi forcé les banques à modifier la structure de leur bilan au profit d'activités financières plus nombreuses et, parfois, plus risquées.

Cette exposition au risque, renforcée par une plus forte interdépendance des bilans bancaires, est l'une des causes principales de la crise de 2007, ou « crise des Subprimes ». Cette crise financière et la crise économique qui l'a suivie, ont remis au premier plan la nécessité de régulation des activités bancaires ainsi que le rôle des banques centrales et des États. En particulier, les risques de faillite bancaire ont fait émerger un « dilemme du prêteur en dernier ressort » : lorsqu'une banque risque l'effondrement, notamment du fait d'une mauvaise gestion du risque, faut-il la sauver ? Lorsque la réponse est non, comme pour Lehman Brothers en 2008, les pertes financières peuvent être très importantes pour les déposants mais aussi pour les autres établissements qui peuvent être victimes d'un « effet domino ». Lorsque la réponse est « oui », la banque jugée « too big to fail » peut considérer qu'elle est à l'abri du risque est multiplier les prises de risques inconsidérées.

La politique monétaire et la supervision prudentielle des activités bancaires ne peuvent désormais plus être pensées sans intégrer ces évolutions. Ce sera l'objet du cours de deuxième année.

III. La monnaie a-t-elle une influence sur les activités économiques réelles ?

Au cours de ce chapitre, nous avons déjà constaté qu'il existait des débats concernant la nature de la monnaie – marchandise ou institution –, la hiérarchisation de ses fonctions – instrument des échanges ou échelle de valeur ou encore sur la façon de maîtriser la quantité de monnaie en circulation – le multiplicateur ou le diviseur de crédit. Il est temps d'explicitier les théories qui sous-tendent ces débats et qui ont opposé, et opposent encore, des conceptions différentes des politiques monétaires.

Nous commencerons par remonter aux théories monétaires exprimées par les Classiques et qui ont largement inspiré la pensée néoclassique concernant la supposée « neutralité de la monnaie » (A). Nous présenterons ensuite la grande rupture qu'a introduit J-M. Keynes dans la

A. Du « voile monétaire » à la théorie quantitative de la monnaie

1. Les Classiques et la neutralité de la monnaie

Nous l'avons dit, pour les économistes Classiques, rien ne distingue la monnaie des autres marchandises, si ce n'est qu'elle est choisie pour sa capacité à servir d'intermédiaire aux échanges. En effet, les Classiques raisonnent dans le cadre d'une économie d'échange, dans laquelle des biens et service s'échangent contre d'autre biens et services. Lorsqu'un agent exprime un besoin de monnaie, c'est donc uniquement parce qu'il a besoin d'effectuer une transaction entre une marchandise qu'il possède déjà – ou qu'il peut produire grâce à son travail – et une marchandise qu'il souhaite acquérir. C'est ce qu'Adam Smith nommait « l'économie réelle », dans laquelle seules les valeurs des marchandises comptent, peu importe la monnaie.

La neutralité monétaire chez J-B. Say et D. Ricardo : une économie d'échange plutôt qu'une économie monétaire

2. Les Néoclassiques et la formalisation d'une théorie quantitative de la monnaie

Nous avons vu que les marginalistes reprennent à leur compte les idées classiques sur la monnaie. C'est aussi le cas de leurs successeurs, dont A.C. Pigou et I. Fisher (1867-1947), qui vont approfondir et formaliser ces intuitions pour construire la première véritable théorie monétaire.

Irving Fisher (Le Pouvoir d'achat de la monnaie, 1911), propose ainsi d'établir mathématiquement le lien entre la quantité de monnaie en circulation et le niveau général des prix dans les termes suivants :

$$v.M = P.T$$

Où v = la vitesse de circulation de la monnaie, M = la masse monétaire, P = le niveau général des prix et T = le volume total des transactions.

Cette égalité comptable devient une relation causale si l'on considère que v est une variable fixe et que T ne dépend que de l'activité réelle. Dans ce cas, si la masse monétaire M augmente, cela se traduira par une augmentation des prix.

A.C. Pigou et A. Marshall proposent une autre démarche, mais pour aboutir à un résultat similaire. Ils cherchent à partir de la demande de monnaie et non plus seulement d'une identité mécanique entre valeur de la monnaie, pondérée par sa vitesse de circulation, et valeur réelle des marchandises. Ils font alors l'hypothèse que lorsque les individus demandent de la monnaie en quantité M , c'est pour réaliser des achats futurs. Par conséquent, en détenant de la monnaie, ils détiennent un pouvoir d'achat sous forme monétaire. Avec ce pouvoir d'achat, ils peuvent acquérir K unités de consommation, dont le prix est noté P . Ainsi, on peut établir que

$$M = PK$$

Tant que K reste fixe, alors M et P varient en même temps : autrement dit la masse monétaire varie avec le niveau général des prix. Au niveau agrégé, la quantité de monnaie est donc égale au niveau général des prix, multiplié par le volume total de production Y , multiplié par le taux de liquidité de l'économie (quelle part des liquidités est nécessaire par marchandise achetée) :

$$M = PYk$$

On retrouve exactement le même résultat.

Joseph Schumpeter, aussi historien de l'économie, décrit cette approche néoclassique de la monnaie en reprenant la formule prêtée à J-B. Say : « C'est comme si la monnaie était un voile transparent jeté sur la production ». Dans cette perspective, la seule politique monétaire possible est celle qui contrôle la masse monétaire pour éviter tout phénomène d'inflation. On retrouve alors

l'idée du *banking principle* défini par D. Ricardo ou encore l'attachement des économistes libéraux à l'étalon-or, qui permet de garantir que la quantité de monnaie dépendra toujours d'une valeur réelle.

B. Les principes keynésiens d'une monnaie active.

Nous avons déjà étudié en partie l'analyse keynésienne de la demande de monnaie. J-M. Keynes rejette l'idée défendue par les Néoclassiques que l'offre crée sa propre demande, en partie parce que les agents ont des raisons de vouloir de la monnaie non pas pour acheter des marchandises, mais pour elle-même. Dès lors, il faut chercher à comprendre les principaux motifs qui poussent les agents économiques à vouloir posséder de la monnaie, mais surtout le lien entre la quantité de monnaie à laquelle ils peuvent accéder et les activités de production.

1. La demande de monnaie endogène : une fonction du revenu et des taux d'intérêt

Nous nous souvenons que, pour J-M. Keynes, deux motifs peuvent expliquer que les agents n'utilisent pas immédiatement l'ensemble de leurs actifs monétaires : la « préférence pour la liquidité » et le « motif de spéculation ». Il faut maintenant aller plus loin et analyser les déterminants précis qui font varier la demande de monnaie.

a. La demande de monnaie liée aux revenus

Dans sa *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936), J-M. Keynes commence par reconnaître qu'une partie de la demande de monnaie s'explique par le besoin d'effectuer des transactions. En cela, il ne remet pas en cause une partie du raisonnement des Néoclassiques. Il ajoute simplement qu'une part de cette monnaie ne sera pas dépensée mais plutôt thésaurisée, et que le montant de cette épargne de précaution augmentera avec l'incertitude. Mais qu'elle soit consommée, investie ou thésaurisée, cette partie de la demande de monnaie est toujours une fonction croissante du revenu.

$$L_1(Y), \text{ avec } L_1'(\cdot) > 0 \quad (1)$$

b. La demande de monnaie liée aux taux d'intérêt

La principale innovation théorique de Keynes concerne l'autre déterminant de la demande de monnaie, le motif de spéculation. Pour en saisir les ressorts, il faut faire un petit détour et présenter le fonctionnement d'un type de titres particulier : les obligations.

Le cours des obligations et les taux d'intérêt

Une obligation est un titre de créance de long terme, remis par un agent (une société, l'État...) à un autre en échange de capitaux. La détention d'une obligation apporte à son propriétaire une rémunération fixe chaque année. Par exemple, si une obligation de 100 € est émise à t_0 , avec un taux d'intérêt annuel de 10%, le détenteur recevra 10 euros par an.

Une fois émise, une obligation peut s'acheter et se vendre sur les marchés financiers, à un cours qui peut varier en fonction de l'évolution du taux d'intérêt. Ainsi, observons ce qu'il se passe si à t_1 de nouvelles obligations sont émises mais cette fois-ci avec un taux d'intérêt annuel de 15%. Les agents qui possèdent les anciennes obligations ont le choix entre les conserver, et donc obtenir 10 euros par ans, ou les revendre pour en obtenir de nouvelles qui rapportent 5 euros de plus. Un agent rationnel optera évidemment pour la deuxième solution.

Les anciennes obligations seront alors mises en vente en plus grande quantité, ce qui fera baisser leur cours – tant que la transaction restera rentable pour le vendeur. Ainsi, il est peut-être intéressant de se séparer de son ancienne obligation pour 95 € - et donc perdre ponctuellement 5 € - pour racheter une nouvelle obligation 100 € qui rapportera 5 € de plus tous les ans. Le cours des anciennes obligations continuera de baisser et ce jusqu'à ce que leur rendement soit égal à celui des nouvelles. Dans cet exemple, ce cours s'établira au niveau pour lequel 10 € représente un rendement de 15%, soit environ 66,6 €.

On en tire la relation entre le taux d'intérêt et le cours des titres : lorsque les taux d'intérêts augmentent, le cours des obligations diminue.

Dès lors, Keynes peut reformuler l'arbitrage que doivent réaliser les agents entre conserver des actifs monétaires – liquides mais non rémunérateurs – ou se procurer des actifs financiers – non liquides mais rémunérateurs. Cet arbitrage dépend de la préférence des agents pour la liquidité, mais aussi du rendement promis par les actifs financiers. Autrement dit, si les taux d'intérêt augmentent, une part croissante d'agent cherchera à acheter des obligations, quitte à renoncer à leurs liquidités immédiatement disponibles. La demande de monnaie sera donc plus faible. À l'inverse, si les taux d'intérêt diminuent, les

agents n'auront aucun intérêt à acheter des titres financiers et préféreront conserver des actifs liquides pour saisir les opportunités d'investissement plus rentable qui se présenteront à eux.

Pour Keynes, le taux d'intérêt n'est donc pas le prix de la patience, comme chez les Néoclassiques, mais le prix de la renonciation à la liquidité. Plus il est élevé, plus il est coûteux de conserver ou d'acquérir des liquidités. Keynes en tire donc une deuxième fonction de demande de monnaie, celle qui répond à un **motif de spéculation**

$$L_2(r), \text{ avec } L_2'(\cdot) < 0 \quad (2)$$

En assemblant (1) et (2), on obtient la demande de monnaie keynésienne :

$$M_d = L_1(Y) + L_2(r)$$

Ici on parle du caractère endogène de la quantité de monnaie en circulation car elle ne dépend pas uniquement de la monnaie émise par de la banque centrale, mais bien de l'activité et des préférences des agents économiques.

2. Les effets bien réels de l'accès à la monnaie dans une économie monétaire.

L'analyse keynésienne de la demande de monnaie accorde donc un rôle fondamental au taux d'intérêt. Les Néoclassiques considéraient en effet que ce dernier ne dépendait que des opportunités réelles d'investissement : si les activités sont florissantes et que les rendements espérés sont importants, les taux d'intérêt augmentent, si les activités sont peu prometteuses, ils baissent. Autrement dit, ils ne voient dans le taux d'intérêt qu'un indicateur, factuel, de la performance des activités économiques : on parle de « taux d'intérêt réels ». Tenter d'agir directement sur les « taux d'intérêt nominaux » - la valeur de la monnaie - ne changera rien à la rentabilité des projets ni au volume de production.

Pour Keynes au contraire, le caractère endogène de la demande de monnaie permet d'imaginer de nouveaux instruments pour stimuler l'activité économique. En effet, si les taux d'intérêt sont trop élevés, il existe un risque que les agents choisissent d'immobiliser leurs actifs, en renonçant à la liquidité, ce qui ne sera pas favorable au développement de l'activité économique. Autrement dit, cette situation incite à adopter un comportement de rentier plus que celui d'un entrepreneur. Si l'on parvenait à les faire diminuer, alors les agents économiques chercheraient davantage à investir dans d'autres activités, réelles, et les entrepreneurs prendraient le dessus sur les rentiers.

Le canal des taux d'intérêt peut donc être interprété comme un instrument permettant d'augmenter, ou de diminuer, le prix des liquidités et donc leur quantité. Plus les taux d'intérêt sont faibles, plus les actifs liquides sont bon marché et plus les agents vont pouvoir investir. Plus les taux d'intérêt sont élevés, plus il devient coûteux d'accéder à des liquidités et donc de financer de nouvelles activités.

On comprend alors pourquoi, comme nous le verrons, les économistes keynésiens font de l'utilisation par la banque centrale des taux directeurs l'un des instruments privilégiés de la politique monétaire. On peut en effet décomposer les effets d'une baisse des taux directeurs en fonction des canaux par lesquelles ils se répercutent sur l'économie réelle :

Les canaux de transmission de la sphère monétaire à la sphère réelle
--

C. Les théories libérales de la monnaie : Monétarisme et « Nouvelle Économie Classique »

1. Les fondements du monétarisme de M. Friedman

Les théories keynésiennes vont dominer la pensée économique mais aussi les politiques monétaires jusqu'aux années 1970. Mais à partir du milieu des années 1970, un nouveau courant d'inspiration libérale, mené par l'économiste de Chicago M. Friedman, va peu à peu à réhabiliter les théories quantitatives de la monnaie des Néoclassiques.

La première critique portée par M. Friedman date de 1956, dans un article dont le titre peut tenir lieu de programme aux idées monétaristes : « The Quantity theory of money : a restatement ». Pour lui, Keynes se trompe lorsqu'il associe les comportements des agents à leur revenu disponible. Que cela concerne leurs décisions de consommation, d'épargne ou d'investissement, il considère que les individus ne raisonnent pas en fonction de leurs revenus du moment, mais plutôt de l'estimation qu'ils font de leur niveau global de richesse. Ainsi, à la notion de revenu disponible, Friedman préfère celle de « revenu permanent », qu'il définit comme « la somme qu'un consommateur peut consommer tout en maintenant constante la valeur de son capital ». Dans cette perspective, les agents ne consomment que l'intérêt de leur richesse totale soit :

$$Y_p = iW$$

Le monétarisme de M. Friedman

2. La Nouvelle Économie Classique et les anticipations rationnelles.

Robert Lucas (prix Nobel 1995) et T. Sargent (prix Nobel 2012) radicalisent ainsi l'idée de M. Friedman en remplaçant la notion d'anticipation adaptative par celle d'anticipations rationnelles. Autrement dit, même à court terme, les agents sont parfaitement capables de comprendre les conséquences des politiques monétaires et ne seront, au final, jamais victimes d'illusions monétaires. Par exemple, pour R. Lucas, une baisse des taux d'intérêt sera immédiatement anticipée comme porteuse d'inflation pour les agents économiques, qui s'empresseront de demander des hausses de salaires, renforçant encore les effets inflationnistes de la politique. Ils en concluent alors à « l'inefficacité de toute politique économique conjoncturelle ».

L'ensemble de ces travaux ont inspiré une doctrine qui a profondément influencé les politiques monétaires de la fin du XX^{ème} et jusqu'à nos jours. On peut en identifier les trois principales caractéristiques :

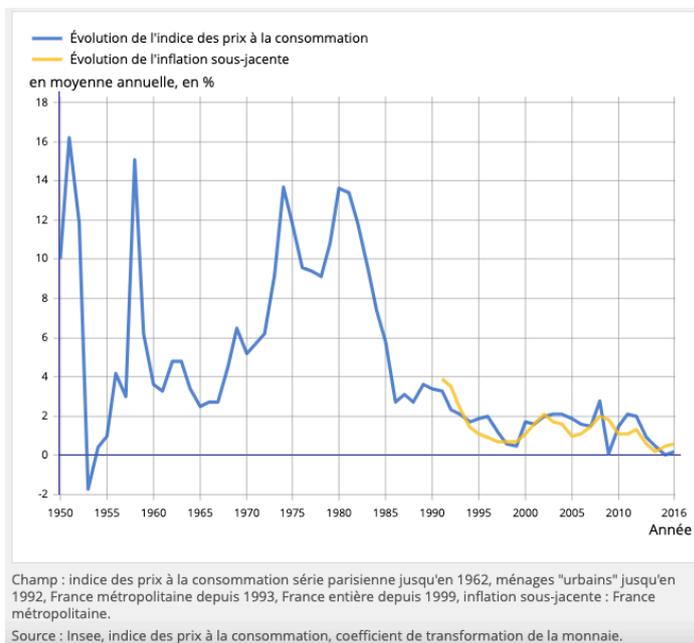
- La politique monétaire doit tout d'abord uniquement viser la stabilité des prix, sans se préoccuper des politiques conjoncturelles
- L'efficacité des politiques de lutte contre l'inflation nécessite que l'action des banques centrales soit parfaitement crédible et repose donc sur des règles claires et parfaitement respectées. L'économiste américain K. Rogoff (1985) recommande même que soit systématiquement nommé un « conservateur » à la tête des banques centrales.
- Pour rester crédibles, les banques centrales doivent être indépendantes des gouvernements. Elles ne peuvent en aucun cas dévier de leur trajectoire en fonction des gouvernements et, interdit absolue, faciliter l'accès des États aux liquidités, par exemple en achetant directement de la dette publique.

Conclusion – L'inflation est-elle d'origine « réelle » ou « monétaire »

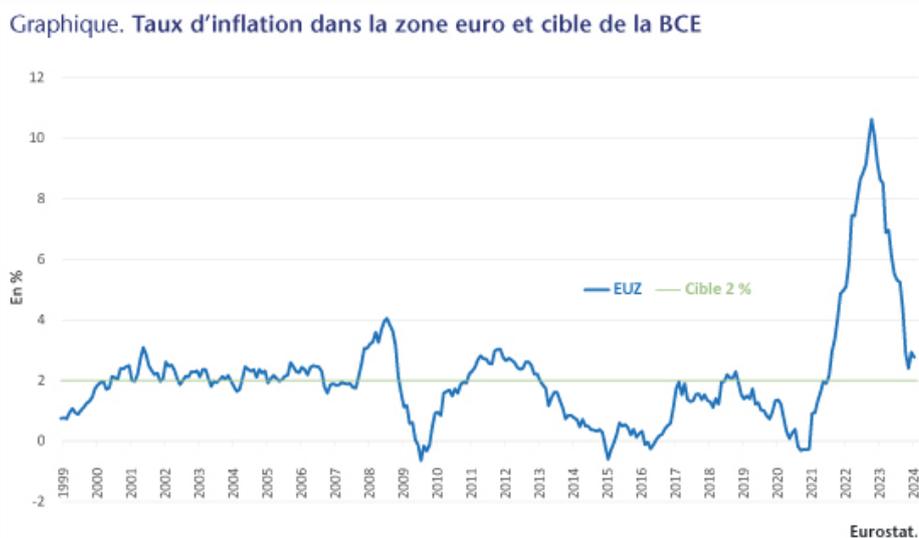
L'inflation se définit comme « la hausse durable du niveau général des prix », en général mesurée sur une période d'un mois, d'un trimestre ou d'un an. Elle est mesurée par les instituts statistiques – l'INSEE en France, Eurostat au niveau européen – à partir d'un « indice des prix à la consommation » (IPC). L'indice utilisé par l'INSEE est constitué d'un panier de 300 postes de dépenses, eux-mêmes décomposés en types de produits et de marques différentes, pondéré par le poids qu'ils prennent, en moyenne, dans un budget type.

Comme tout indicateur, la mesure de l'inflation par l'IPC est donc imparfaite, puisqu'elle est construite en comparant des produits similaires dans le temps en considérant que les paniers de consommation restent stables. Il est communément admis que ce type de mesure a tendance à surestimer le niveau réel de l'inflation : on parle d'un « effet Boskin », du nom de l'auteur d'un rapport américain sur la surestimation de l'inflation en 1995. En effet, l'utilisation d'un panier de référence ne permet pas de prendre en compte les effets de substitution probables (si les prix d'un bien augmente, il est possible qu'il soit remplacé dans le panier de consommation par un bien moins cher). Mais plus important encore, une hausse des prix d'un produit peut parfois s'accompagner d'une augmentation de la qualité du produit : par exemple, peut-on réellement comparer le prix d'un téléphone mobile aujourd'hui et il y a dix ans ?

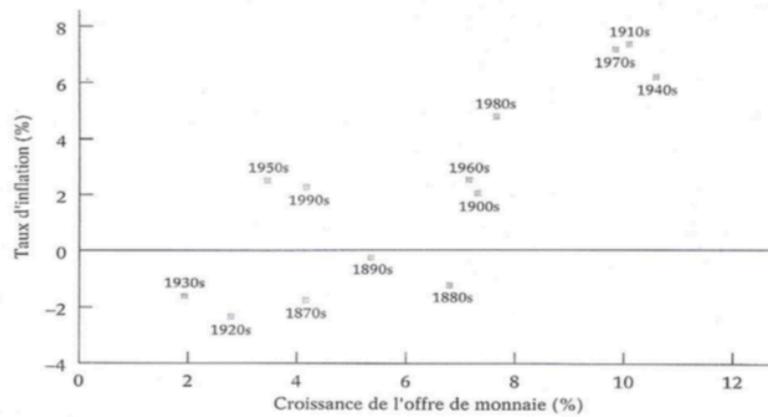
Malgré ces imperfections inévitables, liées à l'utilisation de tout instrument statistique, la mesure de l'inflation est utilisée comme un indicateur macroéconomique majeur. La France a ainsi connu des taux d'inflation à deux chiffres et même supérieure à 20% par an durant la première guerre mondiale et jusque dans les années 1920, avant de connaître des épisodes de déflation (baisse des prix) durant le début des années 1930. À partir de la Libération, les épisodes de déflation se font beaucoup plus rares en France et dans les pays de l'OCDE : on parle alors d'épisode d'inflation lorsque la hausse des prix accélère, et de désinflation lorsqu'elle ralentit. Depuis les années 1990, l'INSEE ajoute à l'indice d'inflation une mesure de l'inflation « sous-jacente », c'est-à-dire corrigée des prix les plus réglementés (tabac, gaz) ou volatiles (pétrole, viandes, produits frais...).



On observe sur une longue période plusieurs phases de très forte inflation – aussi qualifiées de chocs inflationnistes. Dans l’histoire plus récente, la France a été davantage marquée par des périodes d’inflation très faible après la crise de 2008, et parfois même un bref retour de la déflation, avant de connaître, à partir de 2022, un épisode d’inflation inédit, mais là encore plutôt bref.



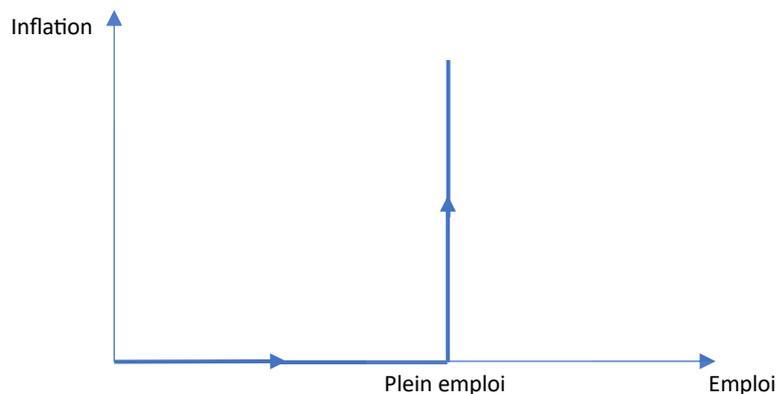
Nous avons vu que pour les monétaristes, et en premier lieu Friedman (1968), « l’inflation est partout et toujours un phénomène monétaire ». Reprenant à son compte la théorie quantitative de la monnaie, il considère que la production de richesse est uniquement déterminée par les coûts réels des facteurs de production et les besoins exprimés par les agents économiques. Cette analyse semble en partie pertinente pour expliquer la longue période de stagflation observée dans les années 1970. Aux États-Unis observe de façon plus large une corrélation positive entre la masse monétaire (ici mesurée par M2) et le niveau d’inflation.



Cependant, corrélation positive ne signifie pas causalité. Impossible alors de dire précisément si c'est bien un accroissement de la masse monétaire qui a causé l'inflation ou, au contraire, si c'est l'augmentation des prix qui a obligé les autorités monétaires à augmenter la quantité de monnaie en circulation pour maintenir le niveau d'activité.

D'après les économistes de la « NEC », dont R. Lucas, les origines monétaires de l'inflation sont plutôt à chercher du côté des anticipations des agents. Ainsi, dès qu'ils identifient que la masse monétaire risque d'augmenter, les agents se prémunissent contre les effets de l'inflation et augmentent d'eux-mêmes les niveaux des salaires et des prix. Cette forme de « prophétie autoréalisatrice » condamne alors tout effort de politique monétaire à intervenir dans l'économie réelle.

Dans *La Théorie générale*, Keynes ne nie pas les effets inflationnistes de l'augmentation de la masse monétaire, mais il considère que ces derniers ne peuvent intervenir que lorsque l'économie est en situation de plein emploi. On peut alors représenter la relation entre inflation et taux d'emploi suggérée par cette analyse.



Tant que l'économie est en situation de « sous-emploi », il n'y a donc aucune raison que l'augmentation de la masse monétaire provoque de l'inflation.

Pour autant, cela ne signifie pas qu'hors de période de plein emploi, il ne puisse exister de poussées inflationnistes. Simplement, pour les successeurs de Keynes, ces dernières ne sont pas d'origine monétaire. Par exemple, une augmentation des coûts de production peut provoquer un « choc d'offre » négatif et donc une hausse des prix pour un même niveau de production. Parmi les origines de ces chocs d'offre, on peut évoquer :

- Le coût du travail et la relation salaire / productivité

Les coûts salariaux sont une part importante des dépenses des entreprises et toute évolution du niveau des salaires a des conséquences sur les conditions de production. Ce qui compte pour mesurer les conséquences d'une hausse des salaires sur l'inflation, ce n'est pas temps le niveau nominal des salaires – le montant affiché en euros – que leur comparaison avec le niveau de productivité. Si les travailleurs sont plus productifs et que leurs salaires n'évoluent pas, alors les coûts de production diminueront. Si au contraire leurs salaires évoluent plus rapidement que leur productivité, alors les coûts de production augmenteront et, avec eux, le niveau général des prix.

On se souvient que les post-keynésiens du cercle de Cambridge, dont N. Kaldor et J. Robinson, considéraient que le niveau des salaires était le résultat d'un compromis social entre représentants des travailleurs et représentants du patronat. Ainsi, en fonction du rapport de force, le conflit qui les oppose peut déboucher sur un niveau des salaires élevé ou au contraire,

très faible. Pour N. Kaldor, lorsque la répartition de la valeur ajoutée est trop favorable aux salariés, peut alors s'enclencher une « boucle prix-salaires ».

On retrouve aussi des analyses néoclassiques qui lient l'inflation au décrochage des salaires du niveau de productivité. Si, de manière générale, les modèles libéraux associent plutôt une baisse de la production à l'augmentation des salaires (cf. les recommandations sur le SMIC), W. Baumol explique en partie l'inflation par l'importance prise par le secteur tertiaire dans les économies d'après-guerre. En effet, alors que le secteur industriel, porteur de gains de productivité important, donne le ton des augmentations de salaire, le secteur tertiaire suit sans pour autant connaître des gains de productivité équivalents.

- L'inflation « importée » à travers les matières premières.

Les cas les plus connus d'inflation « importée » concernent les moments d'augmentation brutale des coûts de l'énergie, et en particulier celles liées aux chocs pétroliers de 1973. L'augmentation des prix du baril, une multiplication par cinq, a très clairement été à l'origine d'un choc d'offre négatifs alimentant la hausse continue des prix sans pour autant que cela ne permette aux entreprises d'améliorer leurs conditions de production.

Plus récemment, à partir de l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, les difficultés d'accès aux matières premières mais aussi aux ressources pétrolières et gazières ont largement alimenté l'augmentation des prix. Ce choc d'offre négatif s'est déroulé alors même que les autorités monétaires européennes (banque centrale) cherchaient à sortir de la crise du Covid par une politique de taux directeurs très bas, entraînant une hausse de la masse monétaire. Un débat a alors eu lieu entre économistes pour savoir si l'inflation de 10% observée entre 2022 et 2023 était davantage due à un déséquilibre dans la sphère « réelle » ou à une politique monétaire trop accommodante.

-