

**Université Sidi Mohammed Ben Abdellah
Ecole Nationale de Commerce et de Gestion – Fès-**

Matière : Economie Monétaire et techniques bancaires

Niveau : 2^{ème} année

Enseignant : A. EL HIRI

Année universitaire : 2009-2010

CANEVAS DU PLAN DE COURS

Adresse électronique : elhiriabderrazak@gmail.com

1. Objectifs

La question centrale qui nous occupera est celle de savoir comment l'utilisation de la monnaie influe le reste de l'économie. En particulier, nous étudierons comment la monnaie, les banques, les banques centrales et le papier-monnaie sont créés et transformés sous l'impact des forces du marché et de l'Etat ; et comment ces institutions modifient en retour le fonctionnement du marché et les opérations de l'Etat.

Nous analyserons d'abord le cas des monnaies naturelles telles que l'or et l'argent, ainsi que les possibilités pour l'Etat d'améliorer le fonctionnement d'une économie basée sur ces monnaies. Puis nous discuterons les interventions de l'Etat dans la production de monnaie et leur impact sur les institutions monétaires et économiques. Nous ferons le point sur l'histoire des doctrines monétaires et sur l'évolution des systèmes monétaires des trois siècles derniers. Nous exposerons enfin certaines techniques bancaires.

L'objectif principal du cours est de familiariser les étudiants avec l'impact profond de la monnaie sur la production et distribution de biens économiques. Notre deuxième objectif est de sensibiliser les participants aux possibilités et aux limites des interventions de l'Etat dans ce domaine.

2. Formules pédagogiques

- Exposés et recherches
- Fiches de lecture

3. Cours préalables

- Problèmes économiques contemporains
- Histoire des faits économiques et sociaux
- Grands courants de la pensée économique

4. Contenu

Première partie : Economie monétaire

Chapitre I : Genèse, définition, formes et fonctions de la monnaie

Chapitre II : L'analyse de la création de la monnaie

Chapitre III : La politique monétaire

Chapitre IV : La demande de monnaie

Chapitre V : Le modèle ISLM

Deuxième partie : Techniques bancaires

Chapitre VI : La banque et les particuliers

Chapitre VII : La banque et les entreprises

5. Bibliographie indicative

1

Ludwig von Mises, *L'action humaine - traité d'économie*, Paris, PUF, 1985 ; lire en particulier les chapitres XVII, XX et XXXI.

Pascal Salin, *La vérité sur la monnaie*, Paris, Odile Jacob, 1990.

Antoine Gentier, *Economie bancaire*, Paris, Publibook, 2003.

M. Lévy-Leboyer / F. Bourguignon, *L'Economie Française au XIXe siècle*, Paris, Economica, 1985).

Michelle de Mourgues, *La monnaie*, 3^e éd., Paris, Economica, 1993.

Norbert Olszak, *Histoire des banques centrale*, Paris, PUF/QSJ, 1998.

Christian Ottavj, *Monnaie & financement de l'économie*, Paris, Hachette, 1999.

Murray Rothbard, *La monnaie et le gouvernement*, Paris, Institut Charles Coquelin, 2006.

Gérard Bramoullé et Dominique Augey, *Economie monétaire*, Paris, Dalloz, 1998.

Frederic Mishkin, *Monnaie, banque et marchés financiers*, Paris, Pearson France, 2004.

A. EL M'KADDEM et A. EL HIRI, *Le déficit budgétaire au Maroc. Du financement à l'éviction financière*, avril, 1999.

A. EL HIRI, *Politique monétaire ou politique budgétaire. Etude Empirique de leur efficacité relative au Maroc*, mars 2003

A. EL HIRI, *Financement du déficit budgétaire et éviction financière au Maroc*, avril 1999.

Rapports annuels de Bank Al-Maghrib

Chapitre I : **Genèse, définition, fonctions et formes de la monnaie**

La monnaie telle qu'elle apparaît de nos jours se présente sous des formes diverses et en mutation permanente : pièces métalliques, billets, des dépôts à vue... etc. Elle sert une multitude de fonctions : unité de compte, moyen de paiement, actif de placement et instrument de la politique économique.

Pour aborder les questions monétaires et comprendre l'état actuel des choses, une démarche judicieuse consistera à remonter dans le temps et suivre progressivement le processus des innovations financières. Mais avant d'aborder cette question nous allons définir au préalable qu'est ce qu'on entend par monnaie.

Section I : Etymologie

L'étymologie et la linguistique suffisent à rendre quelque peu mystérieuses l'origine et la signification du mot «monnaie».

Le terme français provient de ce que la monnaie romaine était frappée dans le temple de Juno Moneta¹ (de *monere* : l'avertisseuse), au, et portait parfois cette épithète (caractéristique) sous l'effigie² de la déesse.

Mais les Romains eux-mêmes employaient les mots *nomisma* (du grec *nomisma*, ce qui est consacré par la loi), *nummus* (du grec *noummov*, désignant une monnaie de Tarente) et aussi *pecunia* (de *pecus*, troupeau); ce dernier terme, comme le sanscrit *rupa* (roupie) et le german *feo*, *vieh* (cf. anglais *fee*, salaire), rappelait l'époque où toute propriété était évaluée en têtes de bétail (*capita*, têtes, a donné «capital»)

Ainsi l'hébreu *keseph* désigne-t-il à la fois le mouton et l'argent, *gemel* à la fois le chameau et le salaire.

¹ Jean Haudry, *Juno Moneta, Aux sources de la monnaie*, 2002. pour les Romains, l'or gaulois et la construction du temple de [[Juno]] Moneta qui éclaire l'ensemble de l'épisode. ...] : "Les Gaulois commencèrent à escalader le Capitole mais les oies de Junon entendirent les ennemis et elles avertirent [[Marcus Manlius Capitolinus] ...

² Symbole, représentation d'une personne.

Quant aux langues modernes, elles font référence à des métaux (l'allemand *Geld*, argent), mais aussi à toute espèce en circulation (l'anglais *currency*) ou encore à l'ancienne unité romaine, le denier (*denarius*, dix as), qui a donné *denaro* en italien, *dinero* en espagnol, *dinar* (bulgare, serbe, arabe) sur tout le pourtour de l'Empire latin.

Ces sources diverses, par leur variété même, font comprendre ce qu'est d'abord la monnaie : instrument d'échange économique, qu'il soit incarné dans le cheptel, représenté par un métal conventionnel ou simplement fondé sur une domination étatique.

Denrée et marchandise utile, ou monnaie symbole, la monnaie était ainsi soumise, dès son origine, à l'ambiguïté dénotée par Aristote: *«Parfois la monnaie semble être une pure futilité [...] et, aussi loin qu'elle sa nature, un pur rien, car si ceux qui s'en servent abandonnent une monnaie pour une autre, elle devient sans valeur et sans utilité pour les nécessités de la vie.»*

Section II : Historique de la monnaie

A- La GRECE

En Grèce, les noms des monnaies grecques étaient des noms de poids: talent, mine, sicle. Le système monétaire était très éclaté: les grandes places commerciales, frappèrent leur monnaie, d'après des étalons originaux. La complexité des comptes était donc extrême et, dans les réunions panhelléniques (jeux) de Delphes³ ou d'Olympie, la présence de changeurs (trapézites) indispensable.

Du VIIe au IIIe siècle avant notre ère, près de 1 400 villes et 500 chefs d'État battirent leur monnaie.

A Athènes, les types monétaires firent apparaître les vicissitudes de la lutte entre tyrans et aristocrates, puis entre ces derniers et Clisthène. Après la victoire sur

³ Delphes est le site d'un important « sanctuaire panhellénique

les Perses, Athènes donna enfin une base monétaire à sa prépondérance: la chouette de son tétradrachme d'argent (monnaie athénienne) se répandit dans tout le bassin méditerranéen de 476 à 413

En dehors d'Athènes, c'est la Grande-Grèce (Sicile et Italie du Sud) qui frappa les monnaies les plus belles et les plus variées: dauphin de Tarente, coq d'Himère, faucille de Zancle (Messine) et surtout la figure féminine du tétradrachme de Syracuse.

Au-delà des régions helléniques, leur monnaie s'imposait encore: les pièces de Carthage ou de Marseille imitèrent celles de Syracuse, les pièces de Rosas (Espagne) celles de Rhodes avec la rose pour emblème commun. Dès le IV^e siècle, les Gaulois copiaient sans scrupules les statères d'or de Philippe de Macédoine.

B- ROME

La première monnaie romaine – d'origine étrusque (Italie) – était en bronze et portait l'image d'un bœuf, ou divers symboles religieux, *aes signatum*. C'est la loi des Douze Tables (450 av. J.-C.) qui substitua définitivement, dans les transactions, cette monnaie au bétail.

Aux alentours de l'an 300, de véritables pièces furent frappées, pesant une livre (275 g).

C'est en 268 que les premiers deniers d'argent (1 denier = 10 as) furent frappés au temple de Juno Moneta.

La monnaie romaine obéissait à plusieurs caractéristiques: l'universalité, la variété et la continuelle dépréciation.

C- LE MOYEN AGE OCCIDENTAL

À partir des invasions barbares, les nouvelles royautés ne cessèrent de frapper des monnaies «impériales»: tantôt elles portaient l'effigie de l'empereur régnant, celui de Constantinople; tantôt elles copiaient une effigie ancienne. Ainsi

le monnayage romain dura-t-il, dans la Gaule méridionale, jusqu'au milieu du VIIe siècle.

Mais, si les nouveaux pouvoirs manifestaient ainsi leur affranchissement par rapport au souverain byzantin, ils n'avaient généralement pas le moyen de se réserver, dans leurs propres États, la frappe de la monnaie; celle-ci n'était plus monopole d'État, puisqu'il n'y avait plus d'État. Évêques, propriétaires, localités émirent chacun leurs propres pièces

Sous le règne de Charlemagne, on constate d'abord un retour au caractère public de la monnaie, entraînant une disparition progressive du nom des monétaires; à partir de 790, la monnaie est frappée soit *in palatio* (au palais du roi), soit dans l'un des ateliers locaux surveillés par les comtes.

D- LES DEBUTS DES TEMPS MODERNES

A partir du XIIIe siècle, l'Occident s'anime et devient conquérant. Le premier indice de ce «décollage» fut la reprise du monnayage de l'or. C'est désormais cette soif du métal précieux qui servit de moteur à l'expansion européenne, jusqu'au XIXe siècle.

Vers 1200, la frappe des grosses pièces d'argent, venant suppléer le denier, avait commencé de manifester l'essor commercial. C'est dans la partie la plus active de l'Europe, l'Italie, qu'elles apparurent d'abord: Venise (1202), Florence (1237), Lucques (1242), puis Gênes, Milan, Bologne, Sienne.

Trois éléments pouvaient entrer en jeu pour fixer la valeur de la monnaie: la taille (quantité de pièces d'un certain type frappées dans un lingot d'un marc, soit 245 g), l'aloï (titre, proportion d'argent ou d'or entrant dans l'alliage dont on faisait le lingot d'un marc), le cours (valeur, exprimée en monnaie de compte, de chaque espèce en circulation).

Le cours légal devait-il s'aligner sur le cours commercial des métaux, puisqu'une pièce est elle-même une marchandise, sa valeur intrinsèque étant liée à son contenu en métal précieux, ou pouvait-il être arbitraire, à la discrétion du souverain. Ces deux méthodes ont été utilisées au fil des ans.

Une question classique s'est souvent posée: face aux monnaies des Etats voisins, les souverains ont parfois procédé à des dévaluations ou à des réévaluations, en frappant des pièces plus ou moins lourdes. C'est le phénomène des mutations.

Les bouleversements et l'insécurité qu'entraîna la guerre de Cent Ans provoquèrent des cascades de dévaluations, coupées d'efforts de redressement, où la «bonne monnaie» se stabilisait provisoirement, à un niveau toujours inférieur au précédent.

Simultanément, la thésaurisation s'accroissait: comme dans toute période de crise, les riches cherchaient à garder par devers eux leurs disponibilités, en argent plus encore qu'en or.

Tout cela contribuait à ralentir la circulation monétaire et à provoquer cette «disette» qui caractérisa le XIVe siècle, justifiant les grandes entreprises de quête des métaux précieux au siècle suivant.

Il faut lier à ces phénomènes le développement, à partir du début du XIVe siècle, de la monnaie-papier, sous forme de lettre de change ou, plus rarement, de chèque.

E- L'EPOQUE CONTEMPORAINE

La quête de l'or – et aussi de l'argent – qui fut l'un des ressorts principaux des grands voyages d'exploration du XVe siècle. L'effet le plus net de cette augmentation du stock monétaire européen fut la hausse des prix.

Le XIXe siècle s'est caractérisé par la mise en exploitation de nouveaux et importants gisements, aussi bien d'or que d'argent: Californie en 1848, Australie en 1851, Transvaal en 1886, Alaska en 1896, pour l'or; Nevada en 1873 pour l'argent.

La production d'or quadrupla entre 1851 et 1880, puis à nouveau entre 1881 et 1930. Quant à la production d'argent, elle était de son côté multipliée par cinq pendant la même période.

Ce qui entraîna deux conséquences: une augmentation proportionnelle du stock d'or par rapport à l'argent (jusqu'au début du XXe siècle au moins), une abondance d'argent qui empêchait de le considérer désormais comme un métal vraiment rare.

Section III- Définitions et fonction de la monnaie

A- Définition de la monnaie

La monnaie n'apparaît, en tant que moyen de paiement, comme nécessité impérieuse que dans le cadre d'une économie fondée sur l'échange. L'état actuel des choses où la monnaie n'a pas de valeur intrinsèque, fait que la stabilité de sa valeur, dans le sens de conservation de son pouvoir d'achat entre deux transactions, n'est possible que si les agents économiques ont confiance en cette monnaie. C'est l'Etat qui assure cette garantie en lui conférant un cours légal. L'acceptation et l'utilisation d'une monnaie repose ainsi sur une convention implicite, les agents économiques l'acceptent parce qu'ils font confiance en l'autorité qui l'émet. Et c'est là qu'elle prend une dimension institutionnelle, elle peut être considérée au même titre que les institutions sociales qui servent l'intérêt public.

B- Les fonctions de la monnaie

La monnaie remplit trois fonctions essentielles. C'est à la fois une unité de compte, un moyen de paiement, une réserve de valeur et un instrument de politique économique.

1- La monnaie est une unité de compte

La monnaie sert en tant qu'unité de mesure ou bien un numéraire qui permet d'exprimer la valeur des différents biens en une seule unité. Dans le cadre d'une économie de troc, donc absence de monnaie, la valeur d'un bien est exprimée par rapport aux autres biens, on parle de prix relatifs, ainsi si on a n biens, on a $C_{n2} = \frac{n(n-1)}{2}$ rapports d'échange (prix relatifs). Si parmi ces n biens, un va jouer le rôle de monnaie, donc assurer le rôle de numéraire, la valeur de tous les biens va être exprimée par rapport à ce numéraire, dans ce cas on aura $n-1$ prix absolus.

2- La monnaie est un moyen de paiement

Dans cette fonction, la monnaie apparaît comme un bien intermédiaire qui permet de dissocier les opérations d'achat et de vente qui sont confondues dans le cadre d'un système de troc. Il s'agit d'un intermédiaire obligé dans les échanges, tous les biens s'échangent contre de la monnaie qui, à son tour, s'échange contre des biens. R.Clower indique que dans une économie monétaire, les biens achètent la monnaie et celle-ci achète les biens, mais les biens n'achètent pas les biens. Pour assurer ce rôle, la monnaie doit avoir cours légal, elle ne peut être refusée dans les paiements. Dans un système de troc, l'échange ne peut avoir lieu que s'il y a double coïncidence des besoins, tout agent doit trouver non seulement quelqu'un qui soit prêt à lui vendre les biens qu'il cherche mais aussi qui accepte en échange les biens dont l'agent dispose. Comme cette double coïncidence risque d'être exceptionnelle, il y aura en fait un blocage de l'échange. L'introduction de la monnaie comme intermédiaire des échanges permet ainsi de scinder l'opération de troc en deux et résoudre le problème de la double coïncidence.

3- La monnaie est une réserve de valeur

La monnaie permet de constituer une réserve de pouvoir d'achat à partir du moment où les opérations recettes et dépenses ne sont pas synchronisées.

Dès que la monnaie est moyen d'échange, il est possible de la conserver. La monnaie permet d'étaler les achats dans le temps, elle représente un lien entre le présent et le futur, c'est un instrument d'épargne. Il est à noter que certains biens peuvent constituer une réserve de valeur plus sûre que la monnaie. Néanmoins, cette dernière présente l'avantage d'être la plus liquide, elle n'a pas besoin d'être transformée, elle est utilisée immédiatement dans les paiements. Mais contrairement aux autres actifs, le rendement nominal de la monnaie est nul, c'est sa qualité d'être liquide, sans coût de transaction, qui fait que les agents économiques la détiennent.

Section IV : Formes de la monnaie

La nécessité d'un instrument monétaire pour faciliter les échanges entre les membres d'une société est apparue très tôt. Dès les temps préhistoriques, les hommes ont utilisé pour cela des supports matériels variés : coquillages, minéraux précieux ou utiles comme le [sel](#), petits outils (silex taillé, clous de fer, ...), etc.

Pour comprendre l'évolution de la monnaie et les différentes formes qu'elle a pu revêtir à travers l'histoire, nous allons émettre une hypothèse très restrictive à savoir que l'histoire a évolué de manière linéaire.

A- Du troc à la monnaie marchandise

Dans les sociétés primitives où l'homme s'adonnait à des activités destinées à satisfaire la quasi totalité de ses besoins, la seule forme d'échange concevable était le troc. C'est l'opération élémentaire d'échange d'une marchandise contre une autre. Dans ces sociétés basées sur l'usage, l'échange n'était pas une nécessité, s'il existait, il ne concernait que le surplus. Au fur et à mesure que le nombre de biens augmente, le troc devient une opération laborieuse pour plusieurs raisons, telles que :

- Il faut que les désirs des uns et des autres coïncident.
- L'indivisibilité de certains biens

- Le problème de la détermination des termes de l'échange.

Ainsi, pour une économie à n biens, il faut établir $C_{n2} = (n(n-1))/2$ prix relatifs.

Tous ces inconvénients ont fait que le bien le plus divisible et le moins altérable a été appelé à jouer un rôle autre que le sien et à s'imposer comme intermédiaire unique de l'échange : c'est la monnaie marchandise. Ainsi l'introduction de la monnaie va permettre le passage d'un système de prix relatifs à un système de prix absolus.

La monnaie sous son aspect primitif a ainsi pris la forme d'une marchandise.

Seulement cette monnaie marchandise a fini par révéler ses limites : elle est pondéreuse, périssable et non homogène. La découverte des métaux a permis le passage à une autre forme de monnaie : la monnaie métallique.

B- De la monnaie métallique à la monnaie fiduciaire

Au début, les principaux métaux utilisés étaient le bronze et le cuivre. Ensuite avec la découverte de l'or et de l'argent on s'est acheminé vers un système bimétallique où leurs valeurs relatives s'appréciaient et se dépréciaient en fonction des découvertes de ces métaux. Ces métaux étaient fondus et transformés en pièces librement, c'est-à-dire qu'il n'y avait pas de monopole dans leur fonte et leur frappe. Ce régime de la frappe libre allait vite engendrer une circulation monétaire hétéroclite, composée de pièces et de lingots de provenance diverses, de qualité et donc de valeur fort inégales. Cela explique dans une grande mesure l'intrusion des pouvoirs politiques dans les affaires monétaires. Cette intervention a, au départ, revêtu la forme d'une apposition d'un sceau sur les pièces en circulation. Ce sceau était un signe gravé à même la pièce et était sensé en garantir à la fois le poids et la teneur en métal précieux. Mais les pièces en circulation ont fini par devenir hétérogènes en raison notamment de la triche (grattage des pièces) et de la fraude princière (retrait des pièces en circulation et leurs remplacement par d'autres moins

lourdes tout en gardant la même valeur d'échange). Cette hétérogénéité de la monnaie en circulation a fait que les agents économiques gardent pour eux mêmes la bonne monnaie et n'utilisent dans les paiements que la mauvaise.

D'où la loi de Gresham, « la mauvaise monnaie chasse la bonne ». A cela il faut ajouter les problèmes de pillage liés au transport de l'or. Pour dépasser ce problème, les commerçants déposaient leurs Or et Argent auprès des orfèvres en recevant en contre partie des reçus nominatifs qui sont acceptés par les orfèvres des autres villes ou pays. La circulation des billets (reçus) va se substituer progressivement à la circulation des métaux. Ensuite ces reçus sont devenus anonymes, ce qui a permis un essor prodigieux de la circulation de la monnaie papier. C'est l'apparition de la monnaie fiduciaire. En plus de leur activité de gardiennage, les orfèvres se sont mis à prêter de la monnaie sous forme de billet sans pour autant qu'ils disposaient de son équivalent en or. Ce phénomène a engendré un gonflement de la quantité de la monnaie en circulation par rapport au stock de métaux précieux disponible.

La hausse des prix engendrée par cette situation a fait perdre à la monnaie papier de sa valeur et a entraîné un mouvement de fuite devant la monnaie papier et la faillite de plusieurs orfèvres incapables d'assurer la conversion des billets en or. Cette perte de confiance en la monnaie papier a poussé l'Etat à intervenir en monopolisant l'émission de la monnaie fiduciaire.

C- La monnaie scripturale

Elle est apparue au 12ème siècle en Italie mais elle n'a commencé à se généraliser qu'au 19ème siècle en Grande Bretagne dans le cadre d'une économie en pleine expansion. Face à une demande d'emprunt de plus en plus importante de la part des entreprises, les banques ont trouvé la solution suivante : créer de la monnaie par un simple jeu d'écriture, c'est ainsi que si une banque est sollicitée pour un crédit et qu'elle n'a pas suffisamment de monnaie en réserve, elle va porter le montant correspondant au crédit du compte du client en question. Celui-ci n'aura

qu'a signer des chèques à ses fournisseurs. Si ces derniers sont des clients à la même banque, ils vont lui présenter leurs chèques et celle ci se contentera d'une double écriture, créditer un compte et débiter un autre. Ainsi, une ou plusieurs transactions peuvent avoir lieu sans qu'il y ait circulation de la monnaie fiduciaire. La seule trace de cette monnaie, qu'on appellera monnaie scripturale, est une simple écriture sur un compte et parmi les instruments de mobilisation est le chèque.

D- La monnaie électronique

La monnaie électronique consiste en un encours stocké dans une carte prépayée multiprestataire. Ce type de carte qu'on qualifie aussi de carte à puce, représente une carte bancaire possédant un ordinateur miniaturisé permettant de stocker des informations (des unités monétaires), on peut parler de porte monnaie électronique. La carte prépayée multiprestataire présente une différence essentielle avec la monnaie scripturale puisque le siège de la monnaie n'est plus un dépôt à vue individualisé, mais bien la carte elle même dont la simple détention est la preuve de la créance du porteur sur l'émetteur. Cet encours stocké dans des cartes prépayés se distingue de la monnaie fiduciaire à deux égards :

- Il n'a pas cours légal
- Il n'est pas réutilisable en tant que tel (alors qu'un billet de banque peut servir à plusieurs transactions).

Ainsi on peut considérer que les unités chargées sur une carte prépayée multiprestataire constituent une nouvelle forme de monnaie irréductible à l'une ou l'autre des deux formes traditionnelles à savoir la monnaie fiduciaire et la monnaie scripturale. On peut la qualifier de monnaie électronique.

Cependant, ce point de vue ne fait pas l'unanimité, le statut de cette nouvelle monnaie va dépendre de la nature de l'émetteur. S'il est un agent non financier (société de service) il va recevoir immédiatement en paiement un pouvoir d'achat utilisable sur le marché des biens et services, et qui ne lui sera totalement retiré que lorsque le détenteur aura épuisé le potentiel de dépenses contenu dans la carte et lorsque les bénéficiaires de ces achats auront été réglés. On peut donc considérer, que dans ce cas, l'émission et l'acquisition d'une carte multiprestataire génère par elle même un pouvoir d'achat additionnel, que l'on peut assimiler à une création monétaire, certes transitoire, mais toujours renouvelée. Si par contre, l'émetteur est un établissement de crédit (banque, société financière), dans ce cas, l'opération s'assimile à une simple substitution d'une forme de monnaie, la carte multiprestataire, à une autre, les dépôts ou billets.

CHAPITRE II :

ANALYSE DE LA CREATION MONETAIRE

Une création de monnaie signifie la mise en circulation d'une nouvelle quantité de monnaie et non la substitution d'une forme de monnaie à une autre.

Une idée largement répandue est que la monnaie serait créée par les instituts d'émission (Banque de France, Banque Centrale Européenne...). Selon cette même représentation commune, les banques « ordinaires » ne feraient que gérer des dépôts, par exemple en prêtant ces dépôts lors d'opérations de crédit.

La réalité est bien différente de cette vision. Les Banques Centrales ne créent que la monnaie dite « Banque Centrale ». Les principales sources de la création monétaire sont les banques ordinaires, dites encore « banques de second rang ».

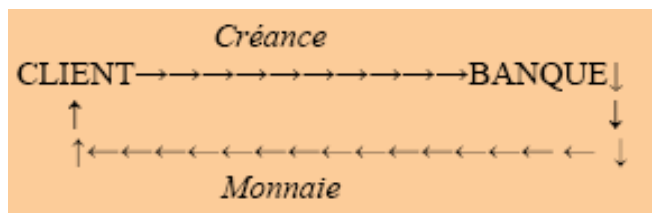
Après avoir vu comment se crée la monnaie, nous pourrions revenir sur la définition de la masse monétaire et de ses contreparties.

Section I : Les mécanismes de la création monétaire

Il y a création de monnaie à chaque fois que des agents financiers (banques, Banque Centrale, Trésor) transforment des créances en moyens de paiement.

Imaginons qu'un client (nous l'appellerons X) d'une banque (nous l'appellerons B) ait besoin de liquidités pour consommer ou investir. S'il n'a pas suffisamment de ressources propres, il demandera un crédit à sa banque. En créditant son compte de la somme demandée, la banque crée de la monnaie. En échange, que va donner le client à sa banque ? En apparence, rien.

En réalité, sa simple signature au bas du contrat de prêt équivaut à une reconnaissance de dette. Le client reçoit donc de la monnaie et la banque disposera d'une créance :



La création monétaire se produit donc lorsqu'une banque monétise une créance.

Ce mécanisme met en oeuvre deux documents comptables : le compte client et le bilan de la banque.

- le compte client établi par la banque (nous ne parlons pas ici du compte que le client tient chez lui) est un document qui présente l'équilibre des Débits (ce que le client doit à d'autres agents économiques) et des Crédits (ce que le client reçoit). Imaginons par exemple que le client X ait reçu de sa banque B une avance sur son compte courant de 10 000 dirhams et qu'il utilise en partie cette somme pour payer, par chèque, un fournisseur (appelons-le Y) à qui il doit 8000 dirhams. Les écritures seront les suivantes :

Débit	CLIENT X	Crédit
Chèque à Y.....8000	Avance sur C.C.....10 000	
Solde créditeur 2000		

- le bilan de la banque est un document qui établit l'équilibre entre l'Actif de la banque (ce qu'elle a) et son Passif (ce qu'elle s'est engagée à financer).

Actif	BILAN de B	Passif
Créance sur client X ... 10 000	Compte courant de X....10 000	

Deux remarques se dégagent de ces différentes écritures :

1- les deux documents comptables sont équilibrés, ce qui est une constante de toutes les écritures comptables

2- il y a eu création de monnaie ex nihilo par simple jeu d'écriture, ce qui justifie l'expression de monnaie scripturale

Section II : La capacité de prêter d'une banque

Il faut maintenant se poser la question de savoir à quelles occasions la monnaie est créée. Les banques créent de la monnaie lorsqu'elles transforment trois catégories de créances :

- Les créances sur les entreprises et les ménages (« crédits à l'économie »).

Les banques accordent un crédit aux entreprises et aux ménages dans deux circonstances :

- principalement lors d'une « avance en compte courant », c'est-à-dire qu'elles autorisent un découvert à leur client

- lors d'une opération d'escompte : l'escompte consiste, pour la banque, à payer à un client X tout de suite ce qu'une personne Y doit lui payer dans quelques mois. Le client X demande l'escompte lorsqu'il a besoin de liquidités et ne peut attendre le délai de règlement. Le client X fournit à la banque un effet de commerce, sorte de reconnaissance de dette de Y à X.

A l'échéance, la banque recevra le paiement de la dette. Elle pourra détruire la reconnaissance de dette. Mais en attendant, il y a eu création monétaire.

Une banque peut se livrer à des opérations de prêts lorsqu'elle détient des avoirs en monnaie centrale au delà de ce qui lui est nécessaire pour assurer la conversion de sa monnaie scripturale en monnaie centrale ou lorsqu'elle est assurée que la banque centrale la refinancera.

A- La règle « les prêts font les dépôts »

La banque ne prête pas des avoirs monétaires déposés chez elle, elle a le pouvoir de créer la monnaie dont elle a besoin pour ses opérations de crédit.

La banque, par ces opérations de crédit, monétise des créances qui ne sont pas de la monnaie.

En un mot, elle offre de la nouvelle monnaie. Si cette monnaie nouvellement créée reste dans le circuit de la banque, elle va accroître ses dépôts d'un montant égal. Si par contre, une partie va quitter le circuit de la banque, l'augmentation des dépôts ne sera qu'une fraction de la monnaie créée lors des prêts.

Ainsi, quoi qu'il en soit, les prêts créateurs de monnaie sont plus au moins générateurs de dépôts. La maxime « les prêts font les dépôts » doit être précisée, « les prêts font les dépôts d'un montant moindre en règle générale ».

Ainsi se pose le problème fondamental de fuite de la monnaie centrale du circuit de la banque.

B- Le problème fondamental des fuites : la notion de multiplicateur de crédit

Si la règle « les prêts font les dépôts » jouait de façon totale, le banquier pourrait créer, par ses opérations de crédit, toute la monnaie qu'il désirerait, étant certain qu'elle lui reviendrait sous forme de dépôts bancaires. Mais dans la réalité, une fraction plus au moins importante de la monnaie nouvellement créée quitte le circuit de la banque auquel le banquier doit faire face.

Pour expliquer ceci, nous allons envisager un système bancaire hiérarchisé constitué d'une banque centrale et de l'ensemble des banques. Ces dernières sont

confrontées à un problème de fuite de la monnaie centrale du circuit bancaire.
Deux possibilités de fuites sont envisagées :

Une partie de la monnaie nouvellement créée est convertie en monnaie centrale. Cette proportion est appelée taux de préférence pour la liquidité (ou taux de fuite en billets) qu'on notera b .

Avec :

$$b = \text{billets} / M1$$

La banque centrale impose aux banques de déposer chez elle dans un compte courant non rémunéré une fraction des dépôts restant (ou réflexes) en monnaie centrale, il s'agit des réserves obligatoires.

Le taux de réserves obligatoires (r) est fixé par la banque centrale. Il est défini comme suit :

$$r = \frac{\text{Réserves obligatoires}}{\text{Dépôts}}$$

Pour illustrer le processus de création monétaire par le système bancaire, considérons l'exemple suivant :

- un taux de réserves obligatoires $r = 10\%$
- un taux de fuite en billets $b = 50\%$
- une réserve excédentaire initiale $RE = 100$

Nous allons analyser ce processus en différentes vagues de crédits :

	Réserves excédentaires (RE)	Nouveaux crédits	Billets (B)	Nouveaux dépôts	Réserves obligatoires (RO)
1 ^{ère} vague de crédit	100	100	50	50	5
2 ^{ème} vague de crédit	45	45	22,5	22,5	2,25
3 ^{ème} vague de crédit	20,25	20,25	10,125	10,125	1,0125
4 ^{ème} vague de crédit	9,1125	9,1125	4,55625	4,55625	0,455625
.
.
n ^{ème} vague de crédit
Total	0	181,8	90,9	90,9	9,09

La première vague de crédit, il y a 100 de monnaie scripturale (nouveaux crédits). Sur ces 100 de monnaie scripturale nouvelle, 50 vont être convertis en billets et sur les 50 de monnaie scripturale restante, 5 vont constituer des réserves obligatoires, si bien que les réserves excédentaires des banques ne sont plus que 45 pour la seconde vague de crédit. Ces réserves de la seconde vague peuvent être exprimés comme le résultat de :

$$(100 - 0,5 \cdot 100) - (100 - 0,5 \cdot 100) \cdot 0,1$$

50 de monnaie scripturale converties en billets – 5 de réserves obligatoires qu'on peut écrire encore comme :

$$100[(1-0,5)-(1-0,5) \cdot 0,1] = 100[(1-0,5)(1-0,1)]$$

A la deuxième vague de crédit, les banques disposent de 45 de réserves excédentaires. Les crédits en monnaie scripturale sont de 45 dont la moitié seront convertis en billets (soit 22,5) et le dixième du reste en réserves obligatoires (soit 2,25), si bien que les réserves excédentaires de la troisième vague ne sont plus que 20,25. Ces réserves de la troisième vague peuvent être exprimés comme le résultat de :

$$(45 - 0,5 \cdot 45) - (45 - 0,5 \cdot 45) \cdot 0,1 = 45[(1-0,5)-(1-0,5) \cdot 0,1] = 45[(1-0,5)(1-0,1)]$$

Or on sait que $45 = 100[(1-0,5)(1-0,1)]$, remplaçons ceci dans l'équation précédente on aura :

$$20,25 = 100[(1-0,5)(1-0,1)] [(1-0,5)(1-0,1)] = 100[(1-0,5)^2(1-0,1)^2]$$

on peut continuer le même raisonnement pour les autres vagues. Pour calculer le montant total de crédit (TC), nous allons sommer les crédits des différentes vagues.

Ainsi TC = 100 + 45 + 20,25 +

$$TC = 100 + 100[(1-0,5)(1-0,1)] + 100[(1-0,5)^2(1-0,1)^2] + \dots + \dots + 100[(1-0,5)^n(1-0,1)^n]$$

$$TC = 100[1 + (1-0,5)(1-0,1) + (1-0,5)^2(1-0,1)^2 + \dots + (1-0,5)^n(1-0,1)^n]$$

$$TC = RE[1 + (1-b)(1-r) + (1-b)^2(1-r)^2 + \dots + (1-b)^n(1-r)^n]$$

Le terme entre crochets est une suite géométrique de premier terme 1 et de raison (1-b)(1-r), lorsque n tend vers l'infini la somme de cette suite est

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

Ainsi, TC = k RE où k représente le multiplicateur de crédit. La valeur du multiplicateur est un indicateur de l'aisance monétaire des banques, lorsque sa valeur est élevée, ceci signifie qu'elles ne souffrent que peu des fuites en monnaie centrale. Cette relation entre le TC et les RE traduit la capacité potentielle de création monétaire des banques.

Pour une unité de RE, les banques peuvent créer k unités de crédit. Mais est ce que les banques peuvent créer indéfiniment la monnaie ?

C- Les limites de la création monétaire des banques

La création monétaire des banques est limitée par trois facteurs, la demande de crédit, les besoins des banques en billets et les interventions de la banque centrale.

Comme la monnaie scripturale ne coûte rien, le pouvoir de création monétaire des banques ordinaires est en théorie illimité. Toutes les banques, pour « gagner » des clients, seraient tentées de leur ouvrir des crédits et de créer ainsi de la monnaie. En pratique, ce pouvoir est limité pour plusieurs raisons.

1 – l'existence de la « monnaie centrale »

Si toute la monnaie circulait sous forme scripturale, les banques pourraient en créer infiniment puisque cette monnaie est le fait de leur création. En revanche, si les clients demandent des retraits en billets, les banques ordinaires se retrouvent dépendantes de la Banque Centrale qui détient le monopôle d'émission de celle-ci.

2 – l'existence de plusieurs banques.

Si tout le monde avait son compte courant dans la même banque, celle-ci verrait revenir au crédit de certains de ses clients les sommes payées par d'autres de ses clients et débitées de leurs comptes. Dans ce cas, on comprend que la banque n'aurait pas d'autre problème que celui des passations d'écriture d'un compte à un autre. Elle pourrait donc créer autant de monnaie qu'elle voudrait.

Mais lorsqu'il y a plusieurs banques, la banque du client bénéficiaire d'un paiement doit fournir à celui-ci une monnaie qu'elle n'a pas elle-même créée. Cela risque de lui poser un problème de liquidité si son client désire de la monnaie « centrale », c'est-à-dire des billets.

Ce problème se pose également à la banque du client ayant effectué le paiement qui devra régler le solde qu'elle a avec la banque du client bénéficiaire en monnaie centrale lors d'une opération journalière de « compensation ».

3 – la suprématie de la Banque Centrale.

Finalement, on voit que même si la monnaie qu'elle émet est minoritaire dans la masse des moyens de paiement, la Banque Centrale détient un pouvoir important pour imposer aux banques un volume de liquidités qu'elle juge souhaitable. La monnaie « centrale » est donc une monnaie hiérarchiquement supérieure et un instrument privilégié de la « politique monétaire ».

Section II : Les créances sur l'étranger et la création monétaire

Lorsqu'un exportateur reçoit un paiement d'un client étranger, il se peut que ce paiement soit libellé en devises. Ne pouvant les utiliser sur le territoire, il les porte à sa banque qui en convertit le montant en monnaie nationale et en crédite son client. La banque achète donc des devises et elle crée de la monnaie pour le faire.

Débit _____	Client X _____	Crédit _____
		Règlement devises : 1000
Solde : +1000		

Actif _____	banque _____	Passif _____
Devises 1000		Compte courant X 1000

Section IV : Les créances sur l'Etat et la création monétaire

Il y a aussi création de monnaie lorsque les banques font un crédit à l'Etat en lui achetant par exemple des obligations ou lorsque l'Etat emprunte par le biais du Trésor Public.

Toutefois, en Europe, depuis le traité de Maastricht, les avances au Trésor sont interdites car elles sont considérées comme inflationnistes.

(Pour plus de détails, voir les contreparties de la masse monétaire)

CHAPITRE III : **La politique monétaire : Instruments et autonomie de la banque centrale**

Section I- Les instruments de la politique monétaire

Plusieurs techniques peuvent être utilisées pour agir sur les contreparties de la masse monétaire. La mission de régulation du marché qui est dévolue aux autorités monétaires, notamment la Banque Centrale, nécessite l'action sur l'ensemble de la hiérarchie des taux en faisant modifier le coût des concours accordés directement aux institutions financières (la politique de l'escompte). La Banque Centrale peut également mener une action indirecte, en intervenant sur le marché de l'argent en vue de faire varier le coût du refinancement des établissements financiers à travers l'injection ou l'absorption de liquidités (la politique de l'open market).

A ces techniques d'intervention indirectes, il convient d'ajouter d'autres de nature directe. Il s'agit de l'action sur le volume de la masse monétaire à travers le système des réserves obligatoires (permettant la régulation directe de la liquidité bancaire) et l'encadrement du crédit (facilitant le contrôle du comportement des banques).

A- L'action sur les taux d'intérêt

1- Le maniement du taux de l'escompte

Le taux de l'escompte représente le prix du service de crédit à court terme rendu aux banques par la Banque Centrale. Ce taux ne dépend pas uniquement de l'offre (d'effets de commerce) et de la demande (de liquidités) ; il est fixé par la Banque Centrale dans le but d'exercer une action régulatrice et directrice sur le crédit : lorsque la Banque Centrale veut ralentir la distribution des crédits, elle élève ce taux en vue de renchérir l'obtention de liquidités auprès d'elle et vice versa.

La réactions des différents marchés à la variation de ce taux est à souligner. En effet, la hausse de ce taux entraîne, sur le marché monétaire, une baisse des crédits ouverts par les banques et une augmentation des dépôts à la recherche de rémunération plus élevée. Sur le marché des biens, les entreprises qui sont découragées d'emprunter ont tendance à diminuer le prix de vente de leurs produits pour obtenir des liquidités. Cette hausse tend à causer une élévation des taux longs sur le marché financier et, sur le marché des changes, peut être utilisée pour stopper les sorties de devises et attirer les capitaux étrangers et par tant redresser le change national.

En somme, la hausse décidée du taux d'escompte permet de freiner une expansion économique spéculative et une reprise de l'activité économique.

Nonobstant ces effets positifs, l'efficacité de la hausse du taux de l'escompte dépend de plusieurs facteurs. D'abord, l'absence d'autres sources de financement (notamment des fonds provenant de la thésaurisation, de l'épargne des grandes entreprises ou de capitaux étrangers venus à la recherche de rémunération élevée). Ensuite, les conditions générales de la conjoncture ne doivent pas permettre d'absorber la hausse du taux de l'escompte dans la hausse des prix. Enfin, l'élasticité de la demande de crédit au taux d'intérêt qui doit être normalement négative.

Etant donné les inconvénients que présente la technique du réescompte,⁴ les autorités monétaires ont tendance à substituer à celle-ci les avances sur titres dont la durée est compatible avec les besoins de liquidité des établissements financiers.

La Grande Bretagne est le pays qui a mené la politique de l'escompte la plus active et aussi la plus imitée. Cependant, l'efficacité de cette politique sera mise en doute par le rapport Radcliff en 1959. D'après ce rapport, cette inefficacité apparaît chaque fois que les banques n'ont pas besoin de refinancement, lorsqu'il n'y a pas de plafond de réescompte ou quand la hausse des prix prive de portée celle du taux de l'escompte.

En France au début des années soixante, le taux de l'escompte constituait l'instrument privilégié de sa politique monétaire. A partir du début des années soixante-dix, le taux de l'escompte va voir son importance s'amoinrir car la Banque Centrale va préférer plutôt le refinancement des banques sur le marché monétaire. Désormais, ce sont les taux sur ce marché (les taux au jour le jour et à très court terme) qui orientent la demande de monnaie.

2-La politique d'open market

Avec l'abandon progressif de la politique de l'escompte, la politique de l'open market, qui est traditionnelle dans les pays anglo-saxons, va être utilisée en France et dans les autres pays occidentaux. La Banque Centrale peut intervenir sur le marché monétaire⁵ en achetant (injecter les liquidités) ou en vendant (retirer les liquidités) des titres publics ou privés⁶ contre des liquidités. Cette intervention produit donc deux effets : un effet prix car elle modifie les équilibres sur ce marché et donc ses prix qui sont les taux d'intérêt ; un effet quantité dans la mesure où elle réduit ou augmente les disponibilités des banques en monnaie Banque Centrale.

⁴ Le réescompte est coûteux et compliqué pour la Banque Centrale qui doit se charger du recouvrement des effets de commerce. Pour les banques, il manque de souplesse dans la mesure où l'échéance des titres ne correspond pas forcément à la durée de leur besoin de trésorerie. Le réescompte présente également des risques importants de faillites bancaires. Voir à ce propos J.E.Stiglitz et A.Weiss, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, American Economic Review, vol 71, juin 1981, pp.393-410.

⁵ Sur ce marché, les offreurs et les demandeurs se rencontrent pour échanger des liquidités contre des titres publics ou privés. Certains intervenants sont structurellement prêteurs (les compagnies d'assurance) ou structurellement emprunteurs (les établissements financiers ne recevant pas de dépôts).

⁶ Il peut s'agir de titres à court terme négociables, de bons du Trésor, de billets de trésorerie, de certificats de dépôts, de bons des institutions financières, etc.

Il est à noter qu'actuellement, la technique la plus utilisée est celle des pensions. Il s'agit de vendre ou d'acheter des titres publics ou privés mais avec, cette fois-ci, l'engagement des deux parties de réaliser l'opération inverse à une date définie à l'avance. Cette technique, qui libère la Banque Centrale de la peine du recouvrement des titres, produit les mêmes effets sur les liquidités bancaires. En effet, lorsque la Banque Centrale veut injecter des liquidités, elle prend en pension les titres et inversement elle les met en pension quand elle veut éponger les liquidités.

Pour intervenir sur le marché monétaire, la Banque Centrale peut mettre en œuvre deux procédures à savoir les adjudications et les interventions ponctuelles sur ce marché. Pour ce qui est de la première, le besoin de refinancement du système bancaire est satisfait par des appels d'offre aux établissements de crédit afin qu'ils mettent en pension des titres publics ou privés. Notons que les appels d'offre se font à intervalles réguliers et connus à l'avance et que le taux d'intérêt des adjudications peut être annoncé à l'avance ou au contraire être déterminé ex-post en fonction des demandes des établissements de crédit. Quant aux interventions quotidiennes sur le marché monétaire, leur fréquence varie d'une banque à l'autre.⁷

Dans le cadre de la politique de l'open market, la Banque Centrale doit choisir entre la politique de la base monétaire (ou politique quantitative préconisée par les monétaristes) et la politique ciblant le taux d'intérêt (défendue par les keynésiens). En effet, la Banque Centrale ne peut pas en même temps décider de la quantité de monnaie qu'elle émet par ses interventions sur le marché monétaire et le taux d'intérêt du marché.

Actuellement, la politique d'open market est plutôt orientée vers le taux d'intérêt surtout après l'échec de la politique de la base monétaire pratiquée par le Système Fédéral de Réserve Américain entre 1979 et 1982.⁸ Notons que pour que la politique de la base monétaire soit possible, il est nécessaire que la demande de monnaie centrale soit élastique par rapport au taux d'intérêt.

Soulignons enfin que l'open market atteint sa pleine efficacité lorsque le marché monétaire est le plus ouvert possible, largement concurrentiel, peu réglementé et non cloisonné. Dans le cas contraire, il perd la logique même de son fonctionnement à savoir remplacer les modalités de refinancement bilatéral par d'autres dans lesquelles le refinancement transite par le marché des titres. Par ailleurs, le fonctionnement de ce marché requiert un certain volume de titres négociables. C'est ce qui explique selon l'OCDE⁹ les difficultés de développement de ce marché dans les petits pays comme l'Irlande et à fortiori dans les pays en développement.

⁷ En France, ces interventions qui n'étaient pas fréquentes au départ se sont multipliées avec l'abaissement des réserves obligatoires et la priorité a été accordée à la stabilisation du taux de change.

⁸ Cette politique s'est soldée par de très fortes variations de la masse monétaire et des taux d'intérêt.

⁹ O.C.D.E., *Etudes économiques*, avril 1985.

B- L'action globale sur le volume du crédit

Le contrôle quantitatif du crédit peut se réaliser à l'aide de deux instruments : le système des réserves obligatoires (1) et l'encadrement du crédit (2).

1- La politique des réserves obligatoires

Cette politique qui s'est généralisée dans presque tous les pays industrialisés¹⁰ consiste à obliger les banques à maintenir une fraction des valeurs inscrites à leurs bilans sous forme de monnaie centrale dans un compte non rémunéré à la Banque Centrale. Avec l'accroissement du taux des réserves obligatoires, les besoins des banques en monnaie centrale augmentent artificiellement, ce qui renforce la politique des taux sur le marché monétaire.

Le système des réserves obligatoires doit en principe exercer deux actions essentielles : une action conjoncturelle et une autre de nature structurelle.

Pour ce qui est de l'action conjoncturelle, on sait que la politique de l'open market, qui est orientée vers les taux d'intérêt, poursuit un double objectif, un objectif interne et un objectif externe. Pour réaliser ces deux objectifs, il faut en général une même politique monétaire. Cependant, certaines situations particulières nécessitent une action en sens opposé pour atteindre les deux objectifs. En effet, pour soutenir la demande intérieure et promouvoir l'activité économique il faut faire baisser les taux d'intérêt ; par contre, la défense de la monnaie sur le marché des changes requiert la hausse des taux d'intérêt.

La variation des réserves obligatoires est susceptible de résoudre ce dilemme en modifiant la relation entre les taux débiteurs qui affectent la demande intérieure et les taux créditeurs qui conditionnent les mouvements de capitaux avec le reste du monde. Quand les taux d'intérêt bancaires sont libres, les banques fixent les taux créditeurs de "manière à égaliser le coût de leurs différentes ressources (dépôts à vue et à terme, titres de refinancement, etc.)."¹¹ L'augmentation du taux des réserves obligatoires renchérit le coût des dépôts, par rapport au refinancement, voire l'émission des titres, et pousse les banques à diminuer le taux d'intérêt versé sur les dépôts pour un taux de refinancement donné. Ainsi l'écart entre le taux d'intérêt sur les crédits (pour lequel le taux de refinancement joue un rôle directeur) et les taux d'intérêt sur les dépôts s'accroît. La baisse des réserves obligatoires produit l'effet inverse.

Quant à l'action structurelle, le système des réserves obligatoires permet de mettre "en banque" le système bancaire autrement dit de l'obliger à se refinancer "quand les facteurs autonomes de liquidité bancaire, du côté de la demande comme du côté de l'offre de monnaie centrale, engendrent un excédent de monnaie centrale

¹⁰ Cette politique a été introduite aux Etats-Unis en 1913, en Italie en 1947, en Ex-R.F.A. en 1948, en Grande Bretagne en 1960 et en France en 1967.

¹¹S.G.Jeanny, *Monnaie et finances*, PUF, Paris, 1998, p.251.

pour les banques secondaires.¹² Cette situation correspond au cas où la préférence pour la monnaie manuelle serait faible (cas des pays développés) et au cas où l'émission de monnaie centrale contre les devises étrangères ou contre les créances sur l'Etat serait forte. L'augmentation des réserves obligatoires abaisse *ipso facto* le multiplicateur de crédit dans la mesure où le taux des réserves obligatoires se trouve au dénominateur. "Dans le cas où les banques seraient sans réserves obligatoires, spontanément "hors banque", celles-ci constituent un complément de la politique du réescompte ou de l'open market, très utile voire indispensable à leur efficacité."¹³

En somme, le succès de la politique des réserves obligatoires procède des avantages qu'elle procure. En premier lieu, elle permet d'affecter immédiatement le multiplicateur du crédit et le multiplicande à savoir les réserves libres des banques. En second lieu, elle permet de moduler la composition de la masse monétaire ou les afflux de capitaux étrangers selon les banques et la nature des dépôts des résidents et des non-résidents, chose que ne peut réaliser ni le réescompte ni l'open market.

2- La politique de l'encadrement des crédits

L'encadrement du crédit représente la forme la plus rigoureuse d'action globale sur le crédit. Il consiste dans la fixation de normes de croissance maximale des concours bancaires. L'utilisation de cet instrument se fait surtout en période de forte inflation ou de crise de la balance des paiements. Il tire son efficacité de la rapidité avec laquelle ses effets apparaissent sur le volume des crédits distribués. Pour légitimer cette politique, on met en avant l'idée des dangers des politiques alternatives basées sur la seule politique des taux ou le seul contrôle des agrégats par la politique de refinancement. Il est évident que la seule politique des taux ne serait pas conforme à un contexte où jouent les anticipations inflationnistes et coexistent des financements privilégiés et des marchés cloisonnés.

De ce fait, la politique de l'encadrement des crédits a été grandement employée durant la décennie soixante-dix dans le cadre de politiques anti-inflationnistes, soit sous forme d'un contrôle global du volume du crédit (fixation d'un pourcentage de croissance annuelle) soit en agissant sélectivement sur les crédits en faveur des secteurs prioritaires, soit enfin sous celle d'une administration des taux bancaires.¹⁴

Notons que le rationnement du crédit distribué par les banques et l'administration des taux d'intérêt pratiqués par les intermédiaires financiers peuvent être utilisés indépendamment l'un de l'autre. Mais en fait leur emploi est complémentaire. En effet, l'administration des taux d'intérêt à un niveau bas est

¹² Ibid., p.250.

¹³ Ibid

¹⁴ Il est à noter que si la France et le Japon ont durablement pratiqué l'encadrement du crédit, les Etats-Unis ne l'ont utilisé que pendant quelques mois (durant l'année 1980 pour produire un effet psychologique), l'ex-R.F.A. n'y a jamais eu recours.

susceptible d'engendrer la surchauffe de l'économie par l'expansion du crédit que l'encadrement du crédit permet d'éviter. Par ailleurs, le rationnement du crédit qui débouche sur une hausse des taux d'intérêt débiteurs "créerait une rente de situation pour les banques que l'administration des taux permet de supprimer."¹⁵

L'encadrement du crédit est un moyen efficace surtout en période de surchauffe car il permet de freiner d'une manière brutale l'accroissement de la masse monétaire, résultat que les instruments de contrôle indirect sont incapables de réaliser.

Nonobstant cet avantage, le rationnement du crédit présente plusieurs inconvénients. D'abord, par sa rigidité et sa lourdeur, il est jugé antiéconomique ; il nuit à la concurrence bancaire car il soumet l'activité de tous les établissements à des normes communes et crée des rentes de situations au profit des banques qui octroient des crédits désencadrés. Ensuite, il pousse les banques à aménager leurs concours en fonction de critères qui ne concordent pas automatiquement avec la croissance économique nationale ; il peut même donner naissance à un marché noir de crédit ou marché des "face à face". Enfin, l'efficacité même de l'encadrement du crédit est mise en doute en raison, d'une part, de l'instauration de crédits préférentiels (un volume important de crédits échappe à la norme de croissance maximale des concours bancaires) et, d'autre part, du fait de la possibilité d'obtenir des concours sur le marché des "face à face" ou sur le marché des eurodevises.

De plus, avec l'ouverture des économies sur l'extérieur et le développement du marché financier (la transformation de l'économie d'endettement en économie de marché), l'inefficacité de l'encadrement des crédits a commencé à se faire ressentir. Il en a résulté que la plupart des pays industrialisés ont abandonné cet instrument.¹⁶

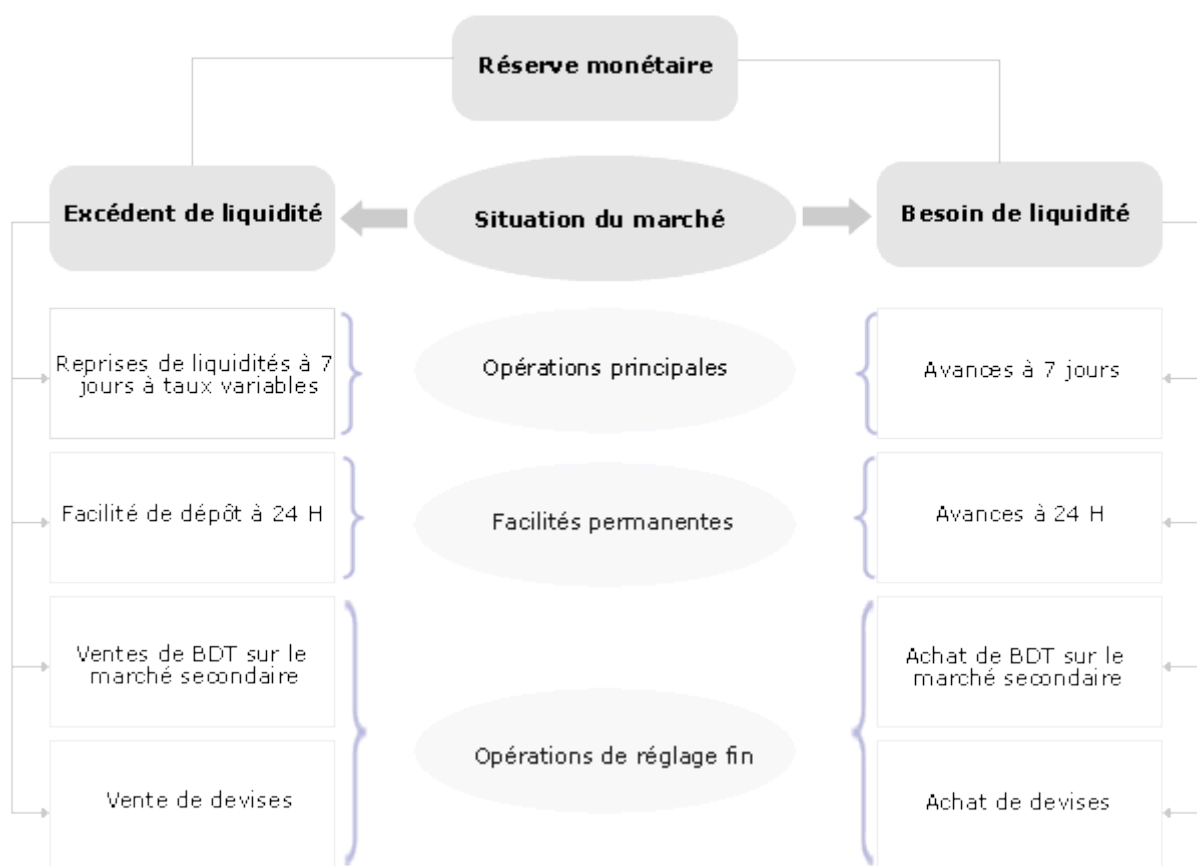
¹⁵ S.G.Jeannynny, *Monnaie et finances*, op.cit.

¹⁶ La Belgique l'a abandonné en 1975, la Grande Bretagne en 1980, les Pays-Bas en 1982, le Danemark et la Suède en 1985 et la France en 1987.

Section II : Instruments actuels de la Politique Monétaire au Maroc

Pour résumer les instruments de la politique monétaire au Maroc, on propose le schéma suivant qui distingue deux situations conjoncturelles : la situation où l'économie est en excédent de liquidité et celle où l'économie est en besoin de liquidité.

**INTERVENTIONS DE BANK AL-MAGHRIB SUR LE MARCHE MONETAIRE
 AVEC L'OBJECTIF D'INFLUENCER LE TAUX INTERBANCAIRE, LEQUEL
 CONSTITUE LA CIBLE OPERATIONNELLE**



Il faut faire remarquer que la cible opérationnelle de la politique monétaire de Bank Al-Maghrib est le taux interbancaire. Afin de le maintenir à un niveau compatible avec les décisions de son Conseil, Bank Al-Maghrib régule les conditions d'offre et de demande de liquidité sur le marché interbancaire en mettant en œuvre un ensemble d'instruments et de procédures d'intervention qui constituent le cadre opérationnel de la politique monétaire .

Les instruments d'intervention de Bank Al-Maghrib peuvent être regroupés en des opérations à son initiative et des opérations à l'initiative des banques. L'efficacité du cadre opérationnel de la politique monétaire est renforcée par

l'obligation de maintien par les banques de disponibilités en compte auprès de la banque centrale au titre de la réserve monétaire.

A- Les opérations à l'initiative de Bank Al-Maghrib

1- Les opérations principales :

Quand les prévisions des services opérationnels de la Banque montrent que le taux interbancaire tend à s'orienter à la hausse à cause d'une pénurie de liquidités ou d'une hausse de la demande sur le marché monétaire, la Banque utilise des avances à 7 jours sur appel d'offres, principal moyen de refinancement des banques, pour injecter des liquidités et orienter le taux interbancaire vers le niveau cible. A l'inverse, les reprises de liquidités à 7 jours sur appel d'offres, principal instrument de retrait des liquidités excédentaires, lui permet d'atténuer les pressions à la baisse du taux interbancaire en situation d'abondance de liquidité.

2- Les opérations de réglage fin

D'autres interventions à l'initiative de la Banque sont prévues, telles les opérations d'open market, de swap de change et de pension livrée, utilisées comme mécanismes de réglage fin de la liquidité bancaire.

Les opérations d'open market consistent en des interventions à l'achat ou à la vente sur le marché secondaire des bons du Trésor. L'achat ferme permet d'alimenter les banques en monnaie banque centrale, alors que la vente ferme assure un retrait durable de liquidités.

L'utilisation des bons du Trésor est élargie aux opérations de prise ou de mise en pension sur ces titres. Contrairement aux opérations d'open market, il s'agit de contrats de gré à gré entre Bank Al-Maghrib et les banques, par lesquels les deux parties conviennent de se céder en pleine propriété des titres moyennant un engagement de rétrocession, à un prix déterminé à l'avance.

Les swaps de change, effectués pour des besoins de politique monétaire par voie d'appel d'offre ou de gré à gré, sont des contrats de vente ou d'achat de dirhams contre devise, assortis respectivement de clause de rachat ou de revente, à un taux de change préétabli.

Enfin, le nouveau Statut de la Banque lui a conféré la possibilité d'émettre et de racheter ses propres certificats d'emprunt à des fins de régulation de la liquidité.

B- Les opérations à l'initiative des banques

Certaines variations imprévues de la demande ou de l'offre sur le marché monétaire peuvent avoir lieu d'un jour à l'autre ou au cours d'une même journée. Ces variations peuvent se traduire par un écart significatif entre le taux interbancaire et le niveau souhaité par Bank Al-Maghrib. Aussi, Bank Al-Maghrib a-t-elle mis en place des facilités permanentes à la disposition des banques, afin de faire face à un besoin ponctuel de liquidité ou de placer un excédent de trésorerie. Il s'agit des avances à 24 heures et des facilités de dépôt à 24 heures.

Les taux assortissant les facilités permanentes (taux des opérations principales de refinancement majoré de 100 points de base pour les avances et minoré de 100 points de base pour la facilité de dépôt) sont fixés de telle manière à ce que les banques n'y recourent qu'en dernier ressort, pour couvrir des besoins temporaires en liquidité ou pour assurer un rendement minimal pour leurs excédents de fin de journée.

C- La réserve monétaire

La réserve monétaire permet à Bank Al-Maghrib d'augmenter les besoins des banques en monnaie banque centrale. Bank Al-Maghrib impose à ce titre aux banques de conserver sur leurs comptes courants auprès d'elle une proportion de leurs exigibilités.

Section III- L'évolution de l'utilisation des instruments de la politique monétaire

Au cours des années soixante-dix, la plupart des pays industrialisés, à l'exception notable des Etats-Unis et de l'Allemagne, ont pratiqué l'encadrement des crédits et administré les taux d'intérêt.

Durant les années quatre-vingt, la politique monétaire dans les pays industrialisés va être caractérisée par un abandon quasi-général des moyens de contrôle direct (A) en faveur d'une politique d'obédience libérale (B).

A-L'abandon progressif de l'encadrement des crédits et la prédominance de la régulation par le marché

La disparition du contrôle quantitatif a été acquise dans la plupart des pays industrialisés durant les années quatre-vingt car il s'était avéré de moins en moins

adapté à leur situation. Notons que durant les années soixante-dix, il y avait, dans ces pays, une harmonie entre l'indicateur de la politique monétaire (la croissance de la masse monétaire) et l'encadrement du crédit. Le choix d'un agrégat monétaire comme indicateur de la politique monétaire s'appuie sur l'hypothèse de stabilité de la fonction de demande de monnaie "et la possibilité qui en découle de définir un agrégat monétaire dont la relation au produit national soit stable."¹⁷ Le développement des innovations financières va accroître les possibilités d'arbitrage entre les différents actifs et engendrer l'instabilité de la fonction de demande de monnaie. Dans un tel contexte marqué également par le passage d'une situation d'économie d'endettement à celle de marché financier, le contrôle direct devient une source de distorsion des coûts de financement car il porte sur une partie de plus en plus faible du financement des entreprises.

A l'heure actuelle, la plupart des pays mènent des politiques monétaires reposant essentiellement sur le contrôle des liquidités bancaires. Dans ce cadre, trois évolutions sont à relever ; d'abord, la substitution progressive de l'open market au réescompte ; ensuite, l'open market est axé sur les taux d'intérêt (suite à l'expérience non réussie des Etats-Unis de la base monétaire au début des années quatre-vingt) ; enfin, la politique des réserves obligatoires commence à perdre de son importance.

B - L'évolution d'inspiration de la politique monétaire

Les changements intervenus dans l'utilisation des instruments de la politique monétaire sont parallèles à un mouvement de proscription des principes monétaristes. En effet, le monétarisme est basé sur l'emploi d'agrégats représentatifs de la masse monétaire comme objectif intermédiaire de la politique monétaire. Mais, la multiplication des actifs monétaires et financiers suite au phénomène des innovations financières, a rendu les agrégats monétaires de moins en moins définissables (la multiplication des agrégats rend délicate la délimitation entre les différents agrégats) et de moins en moins significatifs (en raison de l'instabilité de la vitesse de circulation des agrégats,¹⁸ la relation de ceux-ci avec l'objectif final de la politique monétaire est de plus en plus ténue).

Etant donné ces difficultés, les autorités monétaires commencent à accepter des dépassements de plus en plus importants et fréquents des objectifs fixés au départ, se réfèrent fréquemment au taux d'intérêt (dans le cadre d'une batterie d'objectifs avec une plus large marge d'appréciation discrétionnaire) et procèdent à un abandon formel ou informel de toute référence à des agrégats représentatifs de la monnaie (abandon de M aux Etats-Unis en 1987).

¹⁷ S.G.Jeannynny, *Monnaie et finances*, op.cit.

¹⁸ Cette instabilité procède d'une part des conditions économiques générales (baisse des taux d'intérêt et d'inflation qui diminuent le coût d'opportunité de la détention d'encaisses et donc la vitesse de circulation de la monnaie, et d'autre part, des innovations financières qui amènent d'amples déplacements de fonds entre les divers actifs équipés d'agrégats.

Section IV- Autonomie de la Banque Centrale et efficacité des politiques monétaire et budgétaire

I- De l'autonomie de la Banque Centrale

A-Définition et conception de l'autonomie de la Banque Centrale

La Banque Centrale dispose de pouvoirs qui conditionnent largement les inflexions de la vie économique et sociale de la nation. En effet, c'est une institution qui est placée au centre des circuits de règlement, qui garantit la crédibilité des banques commerciales auprès du public, qui est prestataire de services aux banques, etc. De ce fait, la notion d'autonomie de la Banque Centrale ne peut être que relative.¹⁹ En effet, les responsables au niveau de la Banque Centrale sont désignés par les pouvoirs publics, le capital de cette dernière est détenu par l'Etat, etc. L'autonomie de la Banque Centrale ne peut donc se concevoir qu'en relation avec une mission ciblée dissociée des aléas de l'orientation du pouvoir politique.

J.-P.Patat²⁰ définit l'autonomie de la Banque Centrale comme étant "une situation résultant d'un ensemble de dispositions statutaires ou de coutumes, dans laquelle la Banque est clairement reconnue comme étant en charge de la stabilité monétaire, et dans le cadre de cette mission, ne reçoit pas de directives des pouvoirs publics."²¹

Cette définition peut faire l'objet de plusieurs interprétations en fonction de la conception de la stabilité monétaire qui peut être très étroite (la réalisation de l'inflation minimum) ou très large (la stabilité même du système financier).

La comparaison entre les Banques Centrales de différents pays selon leur degré d'autonomie doit être faite avec prudence. En effet, on ne peut opposer par exemple la Banque de France et la Banque d'Angleterre (estimées peu indépendantes) à la Federal Reserve Bank des Etats-Unis et la Deutsche Bundesbank (jugées indépendantes) car on compare des institutions anciennes²² voire très anciennes.²³

Si au départ les Banques Centrales avaient été créées en tant qu'Instituts d'Emission exerçant leur activité au profit de l'Etat, il est inutile de s'étonner si elles

¹⁹ Voir à ce sujet, J.-P.Patat, *Quelques remarques sur l'indépendance de la Banque Centrale*, Revue d'Economie Financière, 22, automne, 1992

²⁰ J.-P.Patat, *Quelques remarques sur l'indépendance de la Banque Centrale*, op.cit., pp.5-12.

²¹ J.-P.Patat, *Quelques remarques sur l'indépendance de la Banque Centrale*, op.cit., p.5.

²² La Banque de France a été créée en 1800.

²³ La Banque d'Angleterre a été créée en 1694 pour financer la guerre contre la France.

ne disposent que d'une indépendance limitée. C'est dans ce sens que Sir Strafford Cripps déclarait en 1947 (alors Ministre des Finances britannique) que "la Banque d'Angleterre était, non son conseiller, mais sa créature."²⁴

Le concept et le rôle de l'Institut d'Emission vont évoluer dans le sens de la création de Banques Centrales plus contemporaines. C'est ainsi qu'on cherchait à charger la Banque Centrale d'une mission liée à l'intérêt général (par exemple la loi fondamentale créant la Bundesbank insistait sur la stabilité monétaire, la stabilité des prix et du cours de change de l'unité monétaire).

L'évolution du concept de la politique monétaire comme de ses canaux de transmission requièrent un statut d'indépendance de la Banque Centrale. C'est ainsi que certains estiment que charger la Banque Centrale prioritairement de la stabilité des prix (qui est un objectif certes limité mais sans ambiguïté) est une reconnaissance de l'autonomie de la Banque Centrale.

En réalité, les changements qu'ont connus les instruments, les moyens d'action et les conditions d'efficacité de la politique monétaire, plaident en faveur de l'indépendance de la Banque Centrale, c'est-à-dire une institution libre de toutes sortes de pressions.

En effet, d'une part, les objectifs internes de la politique monétaire, notamment les agrégats monétaires, sont des concepts dont la définition et la pertinence ne font plus l'unanimité. D'autre part, les moyens d'action de la politique monétaire ont vu leur nombre baisser par rapport à la décennie quatre-vingt ; désormais, la variation des taux d'intérêt et des réserves obligatoires sont les principaux moyens d'action de la Banque Centrale (alors qu'auparavant, les moyens étaient très variés : encadrement des crédits, procédures sélectives, réglementation des taux, etc.).

B-Les composantes de l'autonomie de la Banque Centrale

L'autonomie de la Banque Centrale renvoie à trois composantes essentielles: l'autonomie organique (A), l'autonomie financière et l'autonomie fonctionnelle (B).

1-L'autonomie organique

Cette première composante de l'autonomie de la Banque Centrale concerne les liens institutionnels qui existent entre l'Etat et la Banque Centrale. Cette autonomie s'intéresse en effet à trois éléments essentiels. D'abord, les conditions de nomination des dirigeants de la Banque centrale ;²⁵ ensuite, la composition de ses instances de direction ; enfin, les conditions d'exercice c'est-à-dire la durée et le renouvellement des mandats des personnes nommées.

²⁴ J.-P.Patat, *Quelques remarques sur l'indépendance de la Banque Centrale*, op.cit., p.7.

²⁵ Dans certains pays, la dispersion des nominations est très décisive pour l'autonomie de la Banque Centrale. Ainsi, aux Etats-Unis, c'est le président et le président du congrès qui interviennent dans la nomination des gouverneurs ; en Allemagne, la nomination des membres du conseil central est le fait du gouverneur et des länders.

En effet, c'est par rapport au pouvoir politique que la Banque Centrale doit être indépendante. A ce niveau, il faut faire remarquer que plus cette autonomie est grande, plus la Banque Centrale doit assumer pleinement la responsabilité de son action et "rendre compte de celle-ci (résultats, performances eu égard aux objectifs) aux autorités politiques (exigence démocratique)."²⁶

Dès le début des années soixante, M.Friedman prônait la protection de la gestion monétaire des aléas du cycle politique. Il part du fait que la politique monétaire expansionniste est certes favorable à la promotion de la production à court terme mais exerce à long terme un effet inflationniste sur les prix et donc des effets négatifs sur la croissance économique. M.Friedman va recommander l'autonomie de la Banque Centrale en mettant en avant l'idée que dans les pays occidentaux réputés démocratiques, les gouvernements ont tendance préférer les effets à court terme (car confrontés aux échéances électorales) sans se soucier des effets à long terme de leur politique.

Cette argumentation en faveur de l'indépendance de la Banque Centrale va être confortée avec l'hypothèse des anticipations rationnelles²⁷ des agents économiques. Les tenants de cette hypothèse précisent que la politique monétaire expansionniste agira efficacement sur la production et l'emploi si elle prend par "surprise" les agents économiques. Autrement dit, les autorités monétaires peuvent être amenées à annoncer des mesures anti-inflationnistes mais mener une politique opposée. Il est à noter d'une part que cette incohérence temporelle²⁸ de la politique monétaire affecte à long terme la réputation des autorités monétaires²⁹ (ce qui peut ne pas inquiéter les responsables car ils se préoccupent davantage des effets à court terme) ; d'autre part, lorsque la politique monétaire annoncée perd sa crédibilité, toute politique de désinflation aura des effets néfastes en raison de la présence des anticipations inflationnistes.

Cette analyse qui est basée sur l'hypothèse des anticipations rationnelles pour plaider en faveur de l'autonomie de la Banque Centrale ne semble pas être convaincante. En effet, la présence d'une Banque Centrale indépendante risque de priver le gouvernement du seigneurage (dans une situation de déficit et de niveau insoutenable de la dette publique, le recours à la taxe d'inflation c'est-à-dire à la

²⁶ Aux Etats-Unis, la Banque Centrale est directement responsable devant le parlement ; en Allemagne, la Banque Centrale qui dispose d'une grande indépendance pratique depuis le début une politique active, pédagogique et ouverte en matière d'information auprès du public (elle n'est soumise à aucune contrainte sauf la publication d'un rapport annuel) ; En Nouvelle-Zélande, en contrepartie de l'autonomie dont dispose la Banque Centrale, le gouverneur de celle-ci peut être destitué s'il ne remplit pas sa mission de façon satisfaisante.

²⁷ Selon l'hypothèse des anticipations rationnelles, les agents économiques formulent leurs anticipations à partir de toutes les informations disponibles et non seulement sur la base des informations passées comme dans le cas des anticipations adaptatives.

²⁸ On parle d'incohérence temporelle lorsqu'une décision choisie de manière optimale pour une date ultérieure n'est plus optimale lorsque cette date arrive. Dans ce cas, les autorités de politique économique ont intérêt à renier la décision initiale: si les agents économiques l'anticipent, l'autorité n'est plus crédible. Voir à ce sujet: A.Lavigne et P.Villieu, "*La politique monétaire : nouveaux enjeux, nouveaux débats?*" Revue d'Economie Politique, 106 (4), juillet-août 1996, pp.491-570.

²⁹ Voir à ce sujet: F.Kydland et E.Prescott, "*Rules Rather Than Discretion : the Inconsistency of Optimal Plans*", Journal of Political Economy, 1035 (3), juin 1977, pp.473-492. R.Barro et D.Gordon, "*Rules Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*", Journal of Monetary Economics, 12, juillet 1983, pp.101-122.

création monétaire s'avère préférable à l'augmentation des impôts ou à la diminution des dépenses publiques). En somme, on risque de déboucher sur un mauvais policy mix c'est-à-dire une fausse combinaison entre la politique monétaire et la politique budgétaire.

De récentes études relatives à l'autonomie des Banques Centrales se sont focalisées sur deux importants points. D'une part, la durée effective du mandat des dirigeants de celles-ci. Ces études estiment en effet que plus cette durée est longue et qu'elle dépasse "la durée moyenne du cycle électoral du pays considéré",³⁰ plus c'est une garantie objective à l'autonomie de cette instance et une condition de la sécurité juridique des organes de direction. D'autre part, "la synchronisation ou non" du mandat du gouverneur de la Banque Centrale et celui du chef de l'exécutif. Selon les études susmentionnées, le défaut de synchronisation est également un gage de l'indépendance de la Banque Centrale.³¹

2- L'autonomie financière et l'autonomie fonctionnelle

La première renvoie à la liberté dont dispose la Banque Centrale quant aux ressources nécessaires à son fonctionnement.

La seconde essaie d'apprécier la participation de la Banque Centrale aussi bien dans la définition des objectifs de la politique monétaire que dans la conduite de celle-ci autrement dit dans le choix et l'emploi des instruments. De ce fait, il est possible de distinguer "ce qui relève des prérogatives souveraines de la Banque Centrale de ce qui incombe encore au gouvernement."³²

En effet, l'autonomie de la Banque Centrale s'analyse vis-à-vis de la politique monétaire. Cela ne doit pas escamoter les autres missions de la Banque centrale (notamment l'émission de monnaie fiduciaire) qui sont clairement réglementées. On sait que la mise en œuvre de la politique monétaire transite par plusieurs étapes. De sa préparation à sa mise en œuvre, le rôle de la Banque Centrale peut être d'une importance plus ou moins grande. Même si elle ne dispose pas d'une grande autonomie, la Banque Centrale peut influencer la politique monétaire au moins par ses avis techniques et le contenu de ses études et analyses économiques qu'elle propose (c'est le cas de la Banque d'Angleterre). Il ne faut pas oublier que l'action du gouvernement peut interférer avec celle de la Banque Centrale et par conséquent limiter l'efficacité même de la politique monétaire. Des conflits d'objectifs peuvent ainsi survenir à travers par exemple la politique de change et la non maîtrise du déficit budgétaire qui peuvent affecter l'objectif de stabilité des prix recherché par la Banque Centrale. A cet égard, le pouvoir budgétaire qui est détenu par le

30 M.Bassoni et A.Cartapanis, "Autonomie des Banques Centrales et performances macro-économiques", Revue Economique, mars 1995, pp.415-432.

31 Voir à ce sujet : C.J.Waller, "A Bargaining Model of Partisan Appointments to the Central Bank", Journal of Monetary Economics, 29 (3), 1992, pp.411-428.

32 M.Bassoni et A.Cartapanis, "Autonomie des Banques Centrales et performances macro-économiques", op.cit., p.416.

gouvernement est l'une des limites majeures de la marge de manœuvre de la Banque Centrale.

L'autonomie de la Banque Centrale est moins assurée d'autant plus que les objectifs finals de la politique monétaire sont flous, multiples ou même inexistants. En Allemagne par exemple, la politique monétaire vise essentiellement la stabilisation monétaire ce qui fait la supériorité de la Bundesbank par rapport à la Banque Centrale aux Etats-Unis où les objectifs finals de la politique monétaire sont multiples : le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt.

En fait, dans les pays développés on distingue trois types de Banques Centrales : celle qui a la politique monétaire sous sa pleine responsabilité aussi bien en matière de définition que d'application (cas de l'Allemagne) ; celle qui participe seulement à l'élaboration de la politique monétaire dont la responsabilité est du ressort de l'Etat (cas de l'Angleterre et de la France) ; celle dont le pouvoir de décision est partagé (c'est le cas des Etats-Unis où le pouvoir monétaire est détenu par le congrès mais le délègue à la Banque Centrale et peut le lui reprendre à n'importe quel moment.)

Concrètement, il faut examiner le pouvoir dont jouissent les Banques Centrales aussi bien dans la définition des objectifs internes de la politique monétaire (l'évolution des agrégats par exemple) que dans la mise en œuvre des instruments (essentiellement l'action sur les taux d'intérêt). Pour ce qui est des objectifs, il est indispensable pour l'indépendance de la Banque Centrale que les agrégats de la politique monétaire soient définis par la Banque Centrale et non par le Ministère des Finances (c'est le cas de l'Allemagne, des Etats-Unis et dans une large mesure de la France). Concernant les instruments, on estime que le recours aux techniques du marché est propice à l'autonomie de la Banque Centrale.

II- Autonomie de la Banque Centrale et performances macro-économiques

En partant des expériences de certains pays, on s'est aperçu que c'est dans ceux où la Banque Centrale disposait d'une plus grande indépendance que l'on a réussi à réaliser la stabilisation de la monnaie (les Etats-Unis, l'Allemagne, la Suisse et les Pays-Bas). Il en découle qu'il peut y avoir un lien entre l'autonomie de la Banque Centrale et la stabilité de la monnaie.

C'est dans ce sens que A.Prat³³(ancien sous-gouverneur de la Banque de France) affirme que l'inflation en France procéderait directement du défaut d'indépendance de la Banque Centrale. On estime également que l'inflation et les déficits budgétaires dont souffrent plusieurs pays en développement sont le résultat de l'absence de limite juridique aux avances de la Banque Centrale au Trésor.

³³ A.Prat, *La France et sa monnaie. Essai sur les relations entre la Banque de France et les gouvernements*, Paris, Julliard, 1987.

Plusieurs études empiriques ont tenté de trouver une corrélation entre l'autonomie de la Banque centrale dont peuvent disposer les autorités monétaires et la réalisation de performances macro-économiques via les politiques monétaire et budgétaire (stabilité des prix, croissance économique, équilibre extérieur, plein emploi) (II). Pour mener ces études, il faut au préalable résoudre un problème épineux, celui de l'évaluation du degré effectif de cette autonomie (I).

A- La mesure de l'autonomie de la Banque Centrale

Les tentatives de mesure de cette autonomie peuvent être ramenées à de deux séries de travaux : les travaux basés sur les statuts des Banques Centrales (travaux de la première génération) et les travaux plus raffinés qui se basent en plus sur l'autonomie réelle (travaux de la seconde génération).

1-Les travaux basés sur les statuts des Banques Centrales

La quantification de l'indépendance de la Banque Centrale se fait par référence à ses statuts (d'où un intérêt particulier à l'autonomie dite formelle). Le modèle de ces travaux est sans aucun doute le questionnaire de V.Bodart³⁴ qui se compose de quinze questions se rapportant aux liens pouvant se développer entre le gouvernement et la Banque Centrale "à l'occasion de la définition de la conduite de la politique monétaire (par exemple: est-ce que le gouverneur de la Banque Centrale est nommé par le gouvernement? Quelle est la durée de son mandat? Celle-ci coïncide-t-elle avec l'espérance de vie du gouvernement ? Etc."³⁵ V.Bodart complète ces questions par des informations recueillies par interviews auprès des banquiers centraux de dix neuf pays développés et vingt pays en développement (pour la majorité à revenu intermédiaire).

Au total, toutes les questions posées et les informations collectées focalisent l'attention sur l'autonomie organique et l'autonomie fonctionnelle.

Toutes les études³⁶ se basant sur cet archétype se heurtent à un même problème à savoir la pondération à affecter à chaque élément composant l'autonomie des Banques Centrales. Ainsi, si certaines études³⁷ accordent une pondération supérieure aux critères d'autonomie organique, d'autres par contre privilégient l'autonomie fonctionnelle.³⁸ Il en découle que les classements proposés relatifs au degré d'indépendance des Banques Centrales selon les critères privilégiés se révèlent très contrastés.

34 V.Bodart, "Central Bank Independence and the effectiveness of Monetary Policy : A Comparative Analysis", IMF, Central Banking Department, août 1990.

35 M.Bassoni et A.Cartapanis, "Autonomie des Banques Centrales et performances macro-économiques", op.cit., p.419.

36 A.Cukierman , S.B.Webb et B.Neyapti, "Measuring the Independence of Central Banks and its effects on Policy Outcomes", The World bank Economic Review, 6 (3), 1992, pp.353-398.

37 Il s'agit des travaux pionniers de R.Bade et M.Parkin, "Central Bank Laws and Monetary Policy", University of Western Ontario, Departement of Economics, 1980.

38 V.Grilli, D.Masciandaro et G.Tabellini, "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the industrial Countries", Economic Policy, A European Forum, n°13, octobre 1991, pp.342-376.

2-Les travaux basés sur l'autonomie formelle et l'autonomie réelle

Ces travaux, dits de la seconde génération, tentent d'affiner la démarche proposée par les travaux de la première génération. En effet, les critères d'autonomie formelle (puisés dans les statuts des Banques Centrales) ne sont pas les seuls retenus car ces statuts sont incomplets et admettent différentes interprétations. On les complète par des facteurs tels que la tradition ou bien la personnalité, le charisme et la réputation du gouverneur car ils sont censés influencer le degré d'autonomie effective de la Banque Centrale.³⁹

Dans les travaux de A.Cukierman, on relève deux types d'indicateurs : un indicateur d'autonomie formelle (lié aux statuts des Banques Centrales) et un autre d'autonomie réelle (en relation avec les pratiques des Banques centrales).

Ces travaux améliorent certes l'approche empirique de l'autonomie des Banques Centrales mais ne résolvent pas le problème épineux des pondérations.

B- Autonomie des Banques Centrales et efficacité des politiques monétaire et budgétaire

1-Autonomie des Banques Centrales et efficacité de la politique monétaire

Selon F.Kydland et E.Prescott⁴⁰ et par la suite R.Barro et D.Gordon⁴¹, le défaut d'autonomie de la Banque Centrale est susceptible de provoquer un biais inflationniste. En effet, en affichant officiellement un objectif de stabilité des prix dans le dessein de créer des emplois à court terme, le gouvernement peut mener une politique monétaire discrétionnaire quitte à générer une inflation surprise. Cependant, si les agents économiques manifestent une méfiance à l'égard de cette conduite discrétionnaire et réclament une prime d'inflation pour s'en protéger, un biais inflationniste peut s'introduire.

D.Cohen et P.Michel,⁴² tout en critiquant ce point de vue, précisent qu'il n'y a aucune raison pour que les autorités monétaires méconnaissent le comportement des agents économiques et pratiquent des politiques monétaires vouées à l'échec. Au total, c'est sur la base de ces arguments qu'émerge l'idée de l'opportunité de l'existence d'une Banque Centrale autonome.

³⁹ Le cas argentin est très pertinent dans ce cadre. C'est ainsi que les statuts prévoient une durée de quatre ans pour le mandat du gouverneur alors que dans la pratique en cas de changement du Ministre des Finances, le gouverneur de la Banque Centrale ne manque pas de présenter sa démission.

⁴⁰ F.Kydland et E.Prescott, "Rules Rather Than Discretion : the Inconsistency of Optimal Plans" Journal of Political Economy, vol.85, 1977..

⁴¹ R.Barro et D.Gordon, "Rules Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", op.cit.

⁴² D.Cohen et P.Michel, "Crédibilité de la Politique Economique", Cahiers Economiques et Monétaires, Banque de France, 37, 1990, pp.175-184.

Selon A.Alessina,⁴³ les autorités monétaires capables de limiter l'inflation anticipée vont voir leur crédibilité s'accroître, crédibilité qui dépend grandement du degré d'autonomie de la Banque Centrale. Celle-ci apparaît comme la solution institutionnelle permettant d'interdire les pressions des gouvernements et d'endiguer le risque d'incohérence temporelle de la politique monétaire.

Cependant, cette argumentation en faveur de l'autonomie de la Banque Centrale pouvant permettre à la politique monétaire d'acquérir une certaine crédibilité s'appuie sur un raisonnement qui est loin de faire l'unanimité.

D'une part, les politiques des normes monétaires n'ont pas résisté aux innovations financières des années quatre-vingt. Selon D.Philon,⁴⁴ dans tous les pays de l'O.C.D.E., la corrélation entre la croissance monétaire et l'inflation n'est ni forte ni fiable de même qu'entre les agrégats monétaires, les taux d'intérêt et la croissance économique réelle. C'est ainsi qu'en Allemagne, les évolutions chaotiques des agrégats monétaires ont entraîné le discrédit du ciblage quantitatif. De plus, au plan économétrique, on a conclu à l'impossibilité de déterminer de façon fiable l'effet à court et à moyen terme de l'évolution des conditions monétaires ou financières sur l'activité réelle. C'est que le gain net réalisé grâce à la lutte contre l'inflation ne pourrait être systématiquement compensé par la chute consécutive à la baisse de la croissance économique. Désormais, les autorités monétaires doivent cibler "tout un ensemble de références nominales : les taux d'intérêt, les taux de change, le niveau d'endettement global, voire selon certaines propositions récentes, un indice des prix des actifs financiers."⁴⁵

On sait que la stabilité des agrégats monétaires est indispensable pour qu'une Banque Centrale autonome acquière une certaine crédibilité permettant un ancrage non inflationniste des anticipations. Or, la crédibilité de la politique monétaire est liée à plusieurs facteurs dont notamment "la cohérence durable entre objectifs monétaires annoncés et réalisés" et "la garantie qu'apporte un gouverneur tout à la fois indépendant et conservateur."⁴⁶ A ces facteurs, il convient d'ajouter la contrôlabilité des instruments monétaires. En effet, en cas de forte mobilité des capitaux et de flottement impur des taux de change, apparaît la relativité de la notion d'autonomie de la Banque Centrale. Ainsi, le statut international d'une devise devient un facteur de crédibilité (la réputation de la Bundesbank par exemple procède de son attachement à l'objectif de stabilité des prix mais aussi du

43 A.Alessina, "Politics and Business Cycles in Industrial democracies", *Economic Policy*, A European Forum, 8, avril 1989, pp.57-98.

44 D.Philon, "La Banque Centrale et les Mutations de l'Economie Monétaire et Bancaire", *Cahiers Economiques et Monétaires*, Banque de France, 40, 1992, pp.335-348.

45 M.Bassoni et A.Cartapanis, "Autonomie des Banques Centrales et performances macro-économiques", op.cit., p.426. Voir à ce propos: M.Aglietta, "Crises et cycles financiers. Une approche comparative", *Revue d'Economie Financière*, 26, automne 1993, pp.5-50.

46 M.Bassoni et A.Cartapanis, "Autonomie des Banques Centrales et performances macro-économiques", op.cit., p.427. Voir également : K.Rogoff, "The Optimal Degree of Commitment to Our Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, 100, novembre 1985, pp.1169-1190.

rôle directeur des taux allemands en Europe et l'importance du deutsche mark dans les marchés internationaux de capitaux.)

En pratique, les Banques Centrales, quel que soit leur degré d'autonomie, visent plusieurs objectifs (taux d'inflation, taux de change, taux de croissance économique). Mais, la préférence pour un objectif et la négligence des autres s'impose selon la conjoncture économique tout en affichant que la finalité à long terme reste la stabilité monétaire. En fait, les autorités monétaires ne se réfèrent jamais à une règle stricte et mènent des stratégies flexibles, qualifiées par B.Bernanke et F.Minskin⁴⁷ d'hybrides. De plus, le comportement des Banques Centrales ne se base pas sur des règles stables. C'est ainsi que durant les années quatre-vingt-dix, on a assisté à deux types de politiques monétaires, la première en Europe plus attentive à l'objectif de stabilité des prix, l'autre au Japon et Aux Etats-Unis attachée à l'objectif de croissance. Par contre, au début de la décennie quatre-vingt, la situation était strictement symétrique.

2- Autonomie des Banques centrales et efficacité de la politique budgétaire

En relation avec les autorités monétaires dont notamment l'Institut d'Emission, la conduite de la politique budgétaire peut être affectée de deux façons: d'une part, une Banque Centrale autonome limite sinon interdit la monétisation du déficit budgétaire ; ce qui modifie les incitations à la discipline budgétaire (1). D'autre part, l'indépendance de la Banque Centrale réduit la possibilité de l'utilisation combinée des politiques budgétaire et monétaire en raison de la spécialisation de la politique monétaire dans la lutte contre l'inflation ; ce qui "affecte l'usage conjoncturel de l'instrument budgétaire." (2)

a-Indépendance de la Banque Centrale et discipline budgétaire

L'appréciation de l'autonomie de la Banque Centrale se base sur plusieurs critères dont notamment les conditions dans lesquelles elle peut être amenée à monétiser le déficit budgétaire. C'est que le fait d'obliger la Banque Centrale à financer le déficit public est un bon moyen pour asservir la politique monétaire.⁴⁸

⁴⁷B.Bernanke et F. Minskin, "Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy : Observations From Six Industrialised Countries", NBER, Working Papers Series, 4082, mai 1992.

⁴⁸Notons que le Traité de l'Union Européenne dispose que les Etats membres doivent mettre fin au financement du déficit budgétaire par la Banque Centrale.

Il est évident que la garantie d'un financement monétaire du Trésor par la Banque Centrale avec des conditions préférentielles par rapport à celles prévalant sur le marché financier incite au laxisme budgétaire. Dans ces conditions, le Trésor évite le jugement du marché financier et utilise le seigneurage pour couvrir son déficit.

Par ailleurs, l'autonomie de la Banque Centrale affecte la politique budgétaire plus indirectement. En effet, même si la couverture des besoins financiers du Trésor n'est pas assurée au jour le jour par la Banque Centrale, l'existence d'une tutelle favorisant l'intervention de l'Etat dans la définition des objectifs de la politique monétaire permet aux autorités budgétaires de recourir à la taxe d'inflation pour dévaloriser la dette publique.

En somme, une plus grande prudence des autorités budgétaires (et donc une plus grande discipline budgétaire) ne peut s'acquérir que par une Banque Centrale (indépendante) ayant pour objectif prioritaire la stabilité des prix et les moyens à même de l'atteindre. Il en découle qu'il peut exister une corrélation positive entre d'un côté l'ampleur des restrictions à la monétisation du déficit public (et donc degré d'autonomie de la Banque Centrale) et de l'autre discipline budgétaire des Etats.

Pour apprécier le degré de discipline budgétaire des Etats, plusieurs indicateurs peuvent être utilisés dont notamment le solde financier des administrations publiques en pourcentage du PIB, le solde primaire (c'est-à-dire le solde financier hors intérêts de la dette publique) et la dette publique. Ce dernier indicateur (qui est un stock) présente l'avantage de refléter l'orientation de la politique budgétaire sur une période relativement longue. Cependant, son principal inconvénient est que l'évolution de la dette est liée aux conditions de financement du déficit (une monétisation du déficit budgétaire permet de contenir l'évolution de la dette). Par contre, même si la politique budgétaire est prudente, le ratio de la dette publique est susceptible de croître en période de récession et de taux d'intérêt élevés.

b-Autonomie de la Banque Centrale et activisme budgétaire

Pour pouvoir faire face à plusieurs chocs conjoncturels, les pouvoirs publics doivent disposer d'une gamme étendue d'instruments de politique économique. Ainsi, dans une optique de stabilisation conjoncturelle, les autorités peuvent être amenées à affecter ces instruments à tel ou tel objectif en fonction de leur efficacité relative. Cependant, lorsque par exemple la politique monétaire est affectée de manière rigide ou du moins de manière prioritaire à la stabilité des prix, cela interdit la recherche de celle-ci par d'autres moyens tels que les moyens fiscaux.

L'autonomie de la Banque Centrale et sa spécialisation dans la lutte contre l'inflation peut pousser les autorités publiques à faire un usage conjoncturel accru de la politique budgétaire. D'où, la possibilité de l'existence d'une corrélation positive entre autonomie de la Banque Centrale et degré d'activisme dans l'utilisation de la politique budgétaire à des fins de stabilisation conjoncturelle.

L'appréciation du degré d'activisme budgétaire des Etats peut se faire par la mise en évidence de la disposition des pouvoirs publics à laisser jouer les stabilisateurs automatiques qui entraînent le gonflement du déficit budgétaire en période de récession et l'amélioration des finances de l'Etat en période d'expansion. La quantification de ce degré d'activisme se fait en calculant la corrélation entre la variation du solde primaire et celle de l'activité économique. Il est à noter que le jeu des stabilisateurs automatiques ne marque pas une politique budgétaire activiste. Une politique contracyclique peut impliquer une augmentation délibérée du déficit budgétaire en période de récession à travers la diminution des impôts et/ou l'accroissement des dépenses publiques. Cela se mesure par les variations du solde primaire corrigé du cycle. Afin de tenir compte des délais de réaction de la politique budgétaire, l'activisme budgétaire est mesuré par le calcul de la corrélation entre la variation du solde primaire corrigé du cycle et le taux de croissance lissé sur deux ans.

3-L'autonomie de la Banque Centrale et gestion du policy mix

Les analyses modernes favorables à l'autonomie de la Banque Centrale postulent sur la présence d'un biais inflationniste de la politique monétaire.⁴⁹Elles se fondent sur un modèle simple⁵⁰ qui suppose d'une part que l'inflation (phénomène monétaire) est sans effet réel et que seule l'inflation anticipée a un impact positif sur l'activité réelle et d'autre part que l'autorité monétaire poursuit deux objectifs : la stabilisation des prix et la croissance économique.

La conduite de la politique monétaire est telle que la Banque Centrale dispose de deux instruments : le taux de croissance monétaire effectif et le taux de croissance monétaire annoncé. La situation idéale serait de mettre en œuvre une politique monétaire différente de celle qui est annoncée (il s'agit de l'incohérence temporelle de la politique optimale). Cependant, les agents économiques rationnels ne sont pas influencés par ces effets d'annonce et les efforts visant à promouvoir la croissance économique s'avèrent vains et en fin de compte, la politique monétaire est sous-optimale. Il en découle qu'il est nécessaire de revenir de manière discrétionnaire sur les mesures annoncées. Dans cette situation, l'autonomie de la

49 Voir à ce propos S.Fischer, " *Central Bank Independence Revisited*", *American Economic Review*, 77, 1995, pp.927-940. A.Lavigne et P.Villieu, "*La politique monétaire : nouveaux enjeux, nouveaux débats?*" op.cit.

50 F.Kydland et E.Prescott, "*Rules Rather Than Discretion : the Inconsistency of Optimal Plans*" op.cit. R.Barro et D.Gordon, "*Rules Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*", op.cit.

Banque Centrale "est proposée comme échappatoire au dilemme cohérence-optimalité"¹⁴² Il existe ainsi deux sortes d'autonomies : celle des instruments (quand la Banque Centrale est libre de manipuler les leviers de la politique monétaire) et celle des objectifs (lorsque cette autorité monétaire définit elle-même les objectifs finals de la politique monétaire).⁵¹

Le biais inflationniste de la politique monétaire peut être réduit si l'on nomme un banquier central "conservateur" ayant une aversion à l'inflation et disposant de l'indépendance des instruments et des objectifs.⁵² L'avantage retiré par la collectivité sera grand "même si l'autorité budgétaire dispose de la bonne fonction d'utilité sociale"⁵³ Les approches les plus récentes relatives à la question de l'indépendance de la Banque Centrale proposent de conduire la politique économique dans le cadre d'une relation d'agence entre les pouvoirs publics et l'Institut d'émission sous la forme d'un contrat.⁵⁴ Il est à noter que si l'indépendance des instruments représente une version moderne du principe d'affectation de la politique monétaire à la lutte contre l'inflation dans le cadre d'un policy mix spécifique, l'indépendance des objectifs par contre débouche sur la séparation totale des politiques monétaire et budgétaire et sur l'abandon de toute idée de coordination entre les deux politiques.

Une des possibilités de coordination entre les deux politiques, avec la présence d'une Banque Centrale indépendante, serait de préciser l'objectif de cette dernière. Cependant, quand on prend en compte l'indépendance de la politique monétaire et de la politique budgétaire se pose le problème de la précision de l'objectif de la Banque Centrale autonome. Les analyses présentées ci-dessus méconnaissent cette indépendance. Or, le biais inflationniste mis en évidence a deux sources : d'abord la lutte contre l'inflation tout en générant des surprises, ensuite, les distorsions fiscales, "qui à la fois plafonnent le niveau naturel de production et contiennent en germe l'incitation à dépasser ce niveau."⁵⁵

Il en découle de la résolution du problème de la cohérence temporelle de la politique monétaire requiert une meilleure coordination entre les deux politiques. Le lieu de conflit potentiel entre la politique monétaire et la politique budgétaire est la contrainte budgétaire de l'Etat. Ainsi, la crédibilité de la politique monétaire doit tenir compte de la politique budgétaire.⁵⁶ Plus précisément, la réalisation de l'objectif optimal de la politique monétaire nécessite la prise en compte non seulement des préférences de la collectivité en matière d'inflation et de croissance

142¹⁴² J.-B.Desquibet et P.Villieu, "La théorie du policy-mix: un bilan critique", op.cit., p.19.

51 Voir à ce sujet S.Fischer, " Central Bank Independence Revisited",op.cit.

52 K.Rogoff, " The Optimal Degree of Commitment to Our Intermediate Monetary Target",op.cit.

53 J.-B.Desquibet et P.Villieu, "La théorie du policy-mix: un bilan critique", op.cit., p.19.

54 L. Svensson, " Optimal Inflation Targets, "Conservative" Central Banks and Linear inflation Contracts" American Economic Review, vol.87, n°1, mars 1997, pp.98-114.

55 J.-B.Desquibet et P.Villieu, "La théorie du policy-mix: un bilan critique", op.cit., p.19.

56 A.Alesina et G.Tabellini, "Rules and Discretion with Noncoordinated monetary and Fiscal Policies", Economic Inquiry, 1987, pp.619-630.

économique mais également en matière de dépenses publiques.⁵⁷ G. Tabellini⁵⁸ montre que lorsque les deux autorités souhaitent voir diminuer la dette publique, "les effets de réputation exercent une influence déterminante sur les politiques mises en œuvre."⁵⁹ La Banque Centrale sera capable d'obliger les autorités budgétaires à modérer les dépenses publiques si son engagement à refuser le financement monétaire du déficit budgétaire est crédible.

Les deux autorités peuvent par ailleurs se trouver dans une guerre d'usure, dont les conséquences sont néfastes, lorsque le gouvernement mène une politique de déficit budgétaire tandis que la Banque Centrale promet de poursuivre une politique monétaire restrictive.⁶⁰ Chacune des deux autorités cherche à défendre sa réputation : soit que la Banque Centrale réussit à imposer la rigueur monétaire et c'est le gouvernement qui cède, soit que ce sont les autorités budgétaires qui maintiennent des déficits budgétaires élevés et contraignent la Banque Centrale à monétiser la dette publique. Cette guerre débouche sur "une situation instable, génératrice d'une incertitude paralysante quant aux trajectoires des taux d'imposition et des taux d'intérêt."⁶¹ A cet égard, certains auteurs⁶² assimilent l'autonomie de la Banque Centrale à son aptitude à imposer aux autorités budgétaires la politique monétaire et à agir comme meneur et non comme suiveur. Ils concluent que l'effet global pour la collectivité sera meilleur lorsque la Banque Centrale a pour objectif prioritaire de lutter contre l'inflation à condition que les autorités budgétaires modèrent le déficit public.

Cette solution risque de rendre imparfaite la coordination entre la politique monétaire et budgétaire. En effet, l'action de la Banque Centrale focalisée sur l'objectif d'inflation laisse à la politique budgétaire la question de la stabilisation conjoncturelle. De cette façon, on abandonne le recours au dosage entre la politique budgétaire et la politique monétaire.

En définitive, les différentes analyses de l'incohérence temporelle débouchent sur une idée fondamentale selon laquelle "l'efficacité des politiques budgétaire et monétaire ne doit pas être jugée sur des critères statiques (un changement une fois pour toutes des instruments) mais sur des critères dynamiques (une modification

57 G. DeBelle, "Central Bank Independence : A Free Lunch?", IMF WP, 96/1, 1996. J.-B. Desquibet, "Quel contrat pour la Banque Centrale?", Document de travail du Laboratoire d'économie d'Orléans, n°11-94/4/MM, 1997.

58 G. Tabellini, "Central Bank Reputation and the Monetisation of Deficits : the 1981 Italian Monetary Reform", Economic Inquiry, 1987, pp.185-200.

59 J.-B. Desquibet et P. Villieu, "La théorie du policy-mix: un bilan critique", op.cit., p.20

60 C'est le paradigme utilisé par T. Sargent et formalisé par M. Loewey pour rendre compte de la situation américaine à l'arrivée de R. Reagan au pouvoir. T. Sargent, "Reaganomics and Credibility", dans son livre *Expectations and Inflation*, Harper and Row, 1986, pp.19-39. M. Loewey, "Reaganomics and Reputation Revisited", Economic Inquiry, vol. XXVI, avril 1988, pp.253-263.

61 J.-B. Desquibet et P. Villieu, "La théorie du policy-mix: un bilan critique", op.cit., p.19. La situation française au milieu des années quatre-vingt-dix est un exemple de cette guerre d'usure.

62 Il s'agit notamment de: G. DeBelle, "Central Bank Independence : A Free Lunch?", op.cit.

G. DeBelle et S. Fischer, "How Independent Should a Central Bank Be?", in C. Jeffrey, "Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policy", Furher (ed), Federal Reserve Bank of Boston, 1994, pp.195-225.

des instruments reliés par un processus systématique ou une règle de politique économique), rejoignant en ce sens les analyses sur la contrainte budgétaire de l'Etat."⁶³

⁶³J.-B.Desquibet et P.Villieu, *"La théorie du policy-mix: un bilan critique"*, op.cit., p.20.

Section V- L'évolution de la politique monétaire au Maroc

L'analyse de l'évolution de la politique monétaire au Maroc concernera la période 1970-2009. Le choix de cette période est justifié par le fait qu'elle renferme deux grandes phases :

-la première qui va de 1970 à 1990 a été marquée par une politique quantitative et administrée ;

-la seconde couvre la période qui va de 1991 jusqu'à nos jours va connaître des changements consistant en général à privilégier les mécanismes de marché (Voir section II de ce chapitre).

Pour réguler le volume du crédit dans les normes souhaitées, les autorités monétaires marocaines ont, durant la période (1968-1980), eu recours à des mesures directes à caractère contraignant. La réalisation des objectifs de la politique monétaire a été recherchée par une action sur la liquidité bancaire par le biais de l'encadrement du crédit. La politique de crédit était orientée vers le maintien de taux d'intérêt stables et modérés à même de promouvoir la croissance économique.

Vis-à-vis de certains secteurs dont la promotion requiert l'argent bon marché, la Banque Centrale pratiquait un système de taux d'intérêt privilégié. Par contre, aux autres secteurs dont on voulait limiter le volume du crédit, des taux de pénalisation étaient appliqués (taux d'enfer et de super enfer).

Depuis le début des années quatre-vingt, les moyens d'action des autorités monétaires sont devenus plus incitatifs que contraignants. La tendance a été vers une politique de crédit souple et prudente reposant davantage sur les mécanismes de marché. L'objectif de la Banque Centrale est désormais la recherche d'une plus grande autonomie du système bancaire vis-à-vis de l'Institut d'Emission et donc une plus grande mobilisation de l'épargne domestique.

Pour analyser l'évolution de la politique monétaire au Maroc, on va distinguer deux périodes : la première couvre les années qui vont de 1970 à 1990 (I), la seconde est relative à la période 1991-2009 (II).

I- La politique monétaire durant la période 1970-1990

Dans le cadre de la politique économique marocaine ayant pour objectif de promouvoir la croissance économique par le secteur privé, la politique monétaire devait assurer les moyens de financement nécessaires à l'effort d'investissement de

l'Etat. Le but était d'améliorer le taux d'épargne nationale et d'orienter celle-ci vers les secteurs prioritaires.

La réalisation de cet objectif a amené les autorités monétaires, d'un côté à administrer les taux d'intérêt (en vue de corriger les imperfections qui les caractérisent)(A), de l'autre à mettre en place une réglementation de l'activité bancaire (B).

A- L'administration des taux d'intérêt

1- Les objectifs et les contraintes de l'administration des taux d'intérêt

Durant la période 1970-1983, les autorités monétaires marocaines ont semblé-t-il adopté l'analyse keynésienne selon laquelle le taux d'intérêt est un des facteurs qui permet d'intégrer la sphère monétaire à la sphère réelle et de déterminer à la fois l'épargne et l'investissement. En effet, l'action sur les taux d'intérêt influence aussi bien l'offre et la demande de monnaie que l'équilibre épargne-investissement. Ainsi, le niveau du taux d'intérêt pour lequel il faut opter doit être à la fois favorable à l'épargne aux dépens de la consommation et aux placements en actifs financiers (et non aux placements en actifs physiques ou à la détention d'encaisses).⁶⁴

Au Maroc, en réglementant les taux d'intérêt, les autorités monétaires visaient la réalisation de plusieurs objectifs dont notamment: l'augmentation du taux d'épargne nationale, l'accroissement de la mobilisation de l'épargne par les intermédiaires financiers, l'allocation de cette épargne en faveur des secteurs prioritaires et l'amélioration du taux d'investissement.

En l'absence d'une économie de marchés financiers, ces objectifs ne pouvaient être réalisés que par une action sur les taux d'intérêt (débiteurs ou créditeurs). Les taux offerts par le Trésor ainsi que le taux de refinancement étaient eux aussi réglementés par les autorités monétaires.

Cependant, la latitude des autorités monétaires quant à la réglementation des taux d'intérêt était limitée par un certain nombre de contraintes. En effet, pour fixer les taux d'intérêt, il fallait prendre en considération le niveau d'inflation (en raison de la flambée des prix surtout après le premier choc pétrolier), l'ampleur du déficit budgétaire (étant donné le rôle prépondérant du budget dans la croissance, des taux d'intérêt préférentiels devaient être accordés aux emprunts du Trésor pour ne pas alourdir le service de la dette), les facteurs externes (en particulier les conditions en vigueur sur les marchés financiers des principaux partenaires du Maroc) et l'équilibre du compte d'exploitation des intermédiaires financiers (les taux d'intérêt sont à la fois un coût et un revenu pour ces institutions).

⁶⁴ Voir à ce propos : F.Renversez, *Eléments d'analyse monétaire*, 2^{ème} édition, Paris, Dalloz, 1991, pp.58-66.

Pour assurer le décollage économique, les pouvoirs publics vont s'atteler à une révision complète des taux d'intérêt et ce dans le cadre du plan 1973-1977. Cette réforme visait la correction des imperfections dont souffraient les taux d'intérêt avant 1974. Ces imperfections sont pour l'essentiel: la faiblesse des taux créditeurs, la complexité des conditions débitrices (en raison de la grande disparité des taux par type de crédit, de la multiplicité des commissions ainsi que des ristournes accordées par l'Etat), une mauvaise hiérarchisation des taux d'intérêt "dont la gradation ne reposait ni sur le critère de la durée ni sur le degré du risque."⁶⁵ La correction de ces imperfections (dans le but de permettre aux taux d'intérêt de jouer leur rôle dans la politique de développement) devait mener les autorités à engager une réforme et ce en deux phases, la première en juillet 1974, la seconde en juillet 1975.

Cette réforme avait pour principal objectif de relancer l'économie à travers la mobilisation du maximum d'épargne et l'orientation de celle-ci vers les secteurs prioritaires en vue d'accroître le taux d'investissement. Les mesures prises à cet effet ont touché à la fois les taux créditeurs (interdiction de rémunérer les dépôts à vue sauf les comptes ouverts par les Marocains travaillant à l'étranger et ceux ouverts auprès de la CNCA, augmentation générale des taux, libéralisation des taux des dépôts dont l'échéance dépasse deux ans, création de nouvelles formes de placement), les taux débiteurs (augmentation de la majorité des taux, normalisation des commissions bancaires, simplification de la grille des taux) et les taux de refinancement auprès de la banque centrale (augmentation du taux d'escompte pour réduire l'écart avec les taux débiteurs, simplification et hiérarchisation de la gamme des taux de refinancement, augmentation des taux des avances spéciales).

2-L'évolution des taux d'intérêt après la réforme de 1974-1975

En vue de prendre en considération aussi bien l'évolution des prix pour avoir des taux d'intérêt réels positifs, l'évolution des taux d'intérêt étrangers que les changements touchant l'éventail des instruments de placement et de financement, les autorités monétaires ont procédé à la révision des taux à deux reprises (en 1977 et 1978).

A la veille de la mise en application du programme d'ajustement structurel, la grille des taux d'intérêt se caractérisait essentiellement par sa très grande variété⁶⁶ ainsi que par une très large amplitude entre les taux extrêmes.⁶⁷

Notons que la notion du taux d'intérêt réel n'a de sens que si l'on tient compte non seulement du taux d'inflation constaté mais également du taux d'inflation anticipé. Celui-ci reflète aussi bien des facteurs objectifs (le taux d'inflation passé)

⁶⁵ A.El Jai, *Essai sur la politique des taux d'intérêt au Maroc*, mémoire de troisième cycle, INSEA, Rabat, 1997, p.21.

⁶⁶ On pouvait dénombrer 40 types environ de crédits et une trentaine de catégories de placements.

⁶⁷ L'amplitude pouvait atteindre 10 points pour les taux débiteurs et 7 points pour les taux créditeurs.

que des facteurs subjectifs (la confiance des agents vis-à-vis de la politique menée par les pouvoirs publics pour lutter contre l'inflation.)

Au Maroc, les comportements des agents économiques semble être affecté par d'autres facteurs notamment la méfiance à l'égard des statistiques officielles surtout celles relatives au calcul de l'indice du coût de la vie qui ne reflète pas à leurs yeux la hausse effective des prix.

B-Le recours à une réglementation excessive

Durant cette première phase, les autorités monétaires ont mis en place un ensemble mesures ayant pour objectifs la sécurisation de l'épargne et des banques (objectif prudentiel) et la fixation des règles déterminant la politique monétaire (objectif à caractère économique). Ces mesures sont pour l'essentiel: l'encadrement du crédit et les emplois obligatoires.

1-L'encadrement du crédit

Instauré au Maroc en 1969, l'encadrement du crédit va être levé en 1972 avant d'être repris en juillet 1976 en raison des fortes hausses des prix procédant de pressions exercées sur la création monétaire.

En vue de faire face à la forte dégradation des avoirs extérieurs en 1968 et d'adapter la progression de la masse monétaire à celle de la production intérieure,⁶⁸ les autorités monétaires ont eu recours à la technique de l'encadrement du crédit en février 1969. Cette mesure sera également utilisée en septembre 1970 dans le but d'éponger la vive augmentation des concours bancaires à court terme. Abandonnée en 1972, cette technique sera reprise en 1976 suite à la détérioration de la situation monétaire marocaine à la fois au niveau intérieur et au niveau extérieur (déficit de la balance commerciale, pressions sur le niveau des avoirs extérieurs).

Vu son efficacité dans la lutte contre les fortes tensions, le recours à l'encadrement du crédit se poursuivra.⁶⁹ Cependant, l'abandon de cette technique sera définitif depuis janvier 1991 en raison de ses limites consistant dans l'affaiblissement de la concurrence et la perturbation du processus normal de sélection des crédits.

2-Les emplois obligatoires

Les emplois obligatoires sont constitués à la fois de réserves obligatoires et de portefeuilles présentant un ensemble de caractéristiques et ont été institués pour réaliser deux principaux objectifs. Le premier est de limiter les liquidités bancaires et par conséquent leur capacité à transformer ces dernières en crédits. Le deuxième

⁶⁸ Voir les rapports annuels de Bank Al-Maghrib

⁶⁹ voir à ce sujet les rapports annuels de Bank Al-Maghrib.

est d'orienter ces liquidités vers certains secteurs jugés prioritaires (la sélectivité des crédits) ainsi que vers le Trésor.

*** La réserve monétaire obligatoire**

Instituée au Maroc le 11 février 1966, la réserve monétaire représente un instrument par lequel les autorités monétaires agissent directement sur les liquidités bancaires. Il s'agit d'obliger les banques à déposer dans un compte spécial bloqué non rémunéré auprès de la Banque Centrale un montant proportionnel à leurs dépôts. Le recours à cette réserve a fait l'objet de plusieurs réaménagements pour ce qui est de sa méthode de détermination et a été fait en fonction de l'évolution de la situation monétaire et du crédit.

***Les autres emplois obligatoires**

Il s'agit essentiellement :

-du plancher d'effets publics : c'est le portefeuille minimum que chacun des établissements bancaires doit détenir en bons du Trésor.

-des bons de caisse CNCA à un an : en contrepartie de la diminution de la réserve monétaire en 1980, les banques ont été amenées à souscrire d'abord des bons du Trésor à un an au taux de 2% puis à acquérir et à conserver des bons de caisse CNCA à un an et ce jusqu'à concurrence de 3.5% de leurs exigibilités telles qu'elles ressortent de leur dernière situation comptable mensuelle.

-le portefeuille minimum des effets représentatifs de crédits à moyen terme réescomptables : il a été instauré le premier juillet 1972 et s'élève à 5.5% des dépôts de chaque établissement bancaire. Ce taux a été ramené à 5% en 1991 puis à 2.5% en 1992 avant d'être supprimé en 1994.

-le coefficient d'emploi en crédits immobiliers : c'est le portefeuille d'effets représentatifs de crédits à moyen et long terme destinés au logement que les banques étaient tenues de constituer jusqu'à un plafond qui avait atteint 6% de leurs exigibilités en 1990 avant d'être ramené à 5%, 3.75% et 2.5% respectivement en 1991, 1992 et 1993 avant d'être supprimé en mars 1994.

-le coefficient de retenue pour la créance née en devises : Il a pour objectif d'inciter les établissements bancaires à détenir un portefeuille conséquent de créances nées sur l'étranger car seul l'excédent sur ce coefficient était mobilisable à un taux de faveur auprès de Bank Al-Maghrib. Il a été instauré le premier octobre 1989 pour atteindre un taux plafond de 5% en 1990 calculé sur l'ensemble des dépôts de chaque banque. Avant d'être supprimé en 1994, ce taux sera ramené à 3% en 1992.

-le portefeuille des bons du Trésor à un an : ce portefeuille a été introduit en décembre 1991 à raison de 1% des exigibilités des banques (à l'exception des bons et comptes à terme et des dépôts convertibles en dirhams à vue et à terme. Les bons

souscrits au profit du Trésor permettent de financer les programmes socio-économiques et en particulier l'habitat économique et la petite et moyenne entreprise.

3-Le réescompte auprès de Bank Al-Maghrib

A l'instar de plusieurs pays, la Banque Centrale marocaine assurait le refinancement des banques à travers des lignes de réescompte plafonnées pour chacune d'elles. Il s'agissait de permettre à chacune des banques de réescompter auprès de l'Institut d'Emission les crédits à court terme mobilisables qu'elles accordaient à sa clientèle dans la limite du plafond de réescompte autorisé.

Ainsi, par ses variations, le taux de réescompte influençait les conditions appliquées aux entreprises : toute hausse ou baisse de ce taux freine ou encourage les crédits de trésorerie.

La remise en cause de l'efficacité de la politique du réescompte au Maroc est la conséquence de l'introduction du "réescompte hors-plafond" à des conditions privilégiées pour certains secteurs prioritaires.

L'abandon de cette technique a été opéré en deux principales phases. La première phase lorsque la fiche de réescompte (réservée à la mobilisation des crédits à court terme) a été supprimée en janvier 1988. Le recours au réescompte ne concernait que les crédits relatifs aux secteurs jugés prioritaires notamment les crédits à l'investissement (Les crédits à moyen terme réescomptables pour les petites et moyennes entreprises et les jeunes promoteurs), les crédits à l'exportation et la "fiche spéciale céréales" jusqu'en 1990. La seconde phase a consacré la suppression officielle de la technique de réescompte avec l'annulation en juin 1995 des possibilités de refinancement automatiques et à taux privilégiés des effets représentatifs des crédits à moyen terme réescomptables pour les petites et moyennes entreprises et les jeunes promoteurs. Il est à noter que ces concours étaient les seuls à bénéficier de la pratique surannée du réescompte " qui représentait une entrave à la régulation de la liquidité bancaire et laissait peu de place aux interventions de l'Institut d'Emission sur le marché monétaire, dont le taux ne pouvait guère, de ce fait exercer une influence sur la formation des taux d'intérêt du marché interbancaire."⁷⁰ Les modalités de refinancement des banques ont totalement été révisées en 1995 et ce dans le cadre de la libéralisation.

4-La politique de sélectivité des crédits

Les autorités monétaires intervenaient activement pour privilégier certains secteurs économiques soit à travers des mesures incitatives ou par des mesures

⁷⁰ Rapport annuel de *Bank Al-Maghrib*, Exercice 1995, p.86.

contraignantes. Il arrivait que les autorités monétaires combinent les deux techniques pour plus d'efficacité.

Les mesures incitatives concernant les financements privilégiés avaient pour but d'encourager les secteurs prioritaires en conjuguant plusieurs caractéristiques attrayantes pour les banques à savoir : les exemptions aux restrictions et limitations de crédits en période d'encadrement, des possibilité de réescompte lorsque cette technique était en vigueur et des taux de refinancement intéressant. Ces financements ont porté sur trois catégories de crédits à savoir : Les crédits à moyen terme réescomptables pour les petites et moyennes entreprises et les jeunes promoteurs, les crédits à l'exportation et les crédits de financement des céréales.

Dans le cadre de la nouvelle politique de marché, ces financements ont été abandonnés.

Les mesures contraignantes comprenaient certains crédits qui étaient imposés aux banques et qui concernaient certains secteurs prioritaires et que ces dernières négligeaient ainsi que certains financements spécifiques à certaines activités à travers les emplois obligatoires.⁷¹

II-La politique monétaire depuis 1991

Il s'agit de monter pourquoi les moyens mis en œuvre durant la période antérieure à 1991 et surtout entre 1976 et 1990 sont devenus caducs et de mettre en exergue les motivations qui ont présidé à l'adoption des nouvelles mesures relevant de la politique de marché.

Pour réaliser les objectifs de la politique monétaire, les autorités monétaires marocaines ont, durant la décennie soixante-dix et quatre-vingt, eu recours à des méthodes de contrôle direct et ce à l'instar de la grande majorité des Banques Centrales de l'ODE.⁷² En effet, la politique monétaire avait pour principaux instruments l'encadrement des crédits et les réserves obligatoires.

Ces instruments dont l'utilisation s'est avérée efficace au cours de leurs premières années d'application ont permis d'atténuer les pressions inflationnistes des deux chocs pétroliers des années soixante-dix par une action directe sur les liquidités et les coûts de financement bancaires ainsi que sur la distribution des crédits et la croissance des agrégats monétaires. Au Maroc et à la veille de la libéralisation des crédits, les réserves obligatoires représentaient plus de 50% des dépôts à vue bancaires et 25% de la masse monétaire globale.⁷³

71 Il s'agit notamment des concours accordés aux organismes coopératifs agricoles et des crédits au profit des Etablissements Régionaux d'Aménagement et de Construction. La politique monétaire actuelle vise à réduire les techniques d'administration du crédit, à développer le rôle des marchés et favoriser la liberté de comportement des intermédiaires financiers.

72 qui ont toutefois commencé à abandonner ces mesures dès le début des années quatre-vingt.

73 M.A.Berrada, *Les nouveaux marchés de capitaux*, Editions SECEA, 1998. Il est à noter que, dans une étude de l'OCDE, le volume des réserves obligatoires dans les pays industrialisés représentait, au cours des années soixante-dix, 10% à 15% de la masse monétaire prise au sens large.

Les instruments de contrôle direct vont faire l'objet d'un abandon progressif et ce depuis 1985, abandon dû à la conjugaison de trois facteurs essentiels. Le premier est le développement de l'intermédiation financière et de crédits au niveau des établissements non assujettis à l'encadrement et aux réserves obligatoires.⁷⁴ Le second est l'important accroissement des crédits non encadrés (crédits d'investissement et crédits à l'exportation). Le troisième et dernier facteur est le transfert d'une part importante de l'intermédiation financière hors du système bancaire avec la création de nouveaux instruments financiers non assujettis à l'encadrement du crédit et aux réserves obligatoires comme les billets de trésorerie.⁷⁵

Ces facteurs ont réduit l'efficacité des instruments de contrôle direct sans pour autant remédier aux inconvénients de l'encadrement qui portait atteinte au bon fonctionnement du système bancaire en limitant l'indépendance des établissements dans la conduite de leurs opérations et en faussant la concurrence aussi bien interbancaire qu'intersectorielle (vu que certains secteurs étaient plus privilégiés que d'autres).

Au Maroc, et dans le cadre du programme d'ajustement structurel, les autorités vont préférer les mécanismes de marché qui vont désormais devenir déterminants. Les mesures prises dans ce sens sont pour l'essentiel : la libéralisation de l'activité bancaire (A), l'assouplissement des emplois obligatoires et la régression de la sélectivité des crédits (B).

A-La libéralisation de l'activité bancaire

La libéralisation de l'activité bancaire a été réalisée à travers le désencadrement du crédit, la libéralisation des taux, l'action par le refinancement de la Banque Centrale et le renforcement des règles prudentielles.

1-Le désencadrement du crédit

Le désencadrement du crédit va être mis en application le premier janvier 1991. L'abandon de l'encadrement du crédit, dont l'utilisation s'est révélée nécessaire dans un contexte bien déterminé à savoir la détérioration des équilibres interne et externe et d'inflation va être abandonné a été motivé par de nombreux facteurs. Mais l'objectif principal a été de "doter le secteur monétaire et financier des moyens devant lui permettre de contribuer plus efficacement à la croissance en assurant aux opérateurs économiques les services financiers dont ils ont besoin et ce au coût du marché."⁷⁶ Donc, c'est en raison principalement du fait que cet instrument ne permettait pas aux mécanismes du marché d'influer sur le niveau des

⁷⁴ Il s'agit des organismes financiers spécialisés, des sociétés de crédit-bail, des sociétés de crédit à la consommation, etc.

⁷⁵ Les billets de trésorerie, qui matérialisent les crédits directs entre entreprises, ont représenté fin 1990 plus de 15% du montant des crédits distribués par les banques.

⁷⁶ Déclaration du gouverneur de *Bank Al-Maghrif* lors de la session du Comité du Crédit et du Marché Financier le 10 décembre 1990.

taux et d'optimiser ceux-ci par rapport aux besoins des entreprises que cet instrument de contrôle direct a été abandonné.

Notons, toutefois que la levée de l'encadrement n'écarte pas le maintien d'un objectif monétaire qui continuera à être fixé en relation avec l'évolution du PIB, du niveau général des prix, de la balance des paiements et de la situation du Trésor. Le respect de cet objectif est garanti par un certain nombre de garde-fous notamment : l'augmentation du taux de la réserve obligatoire sur les dépôts jusqu'à concurrence de 25%, la possibilité de prendre en compte dans le calcul de cette réserve des dépôts à terme et ce dans une proportion variant de 0 à 15%, et l'augmentation des taux des avances de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire dans le but de limiter le recours à l'Institut d'Emission.

Ainsi, la responsabilité des banques est engagée collectivement et les conséquences de tout dérapage sont supportées solidairement par celles-ci.

L'emballlement des crédits constaté en 1991,⁷⁷ s'est accompagné d'un accroissement de la réserve monétaire appliqué aux différents établissements sans distinction entre ceux qui modéré la distribution des crédits et les autres.

2-La libéralisation des taux

La libéralisation des taux a été opérée progressivement pour toucher d'abord les taux créditeurs (juillet 1990) avant d'être étendue aux taux débiteurs appliqués respectivement aux crédits à moyen et long terme (le premier octobre 1990) et aux crédits à court terme (le premier janvier 1991).

En fait, cette libéralisation n'a effectivement débuté qu'à partir du 15 février 1996 lorsque Bank Al-Maghrib a supprimé les critères de détermination des taux débiteurs et de leurs plafonds respectifs ainsi que les taux fixes qui profitaient encore à certains crédits privilégiés.

Cette libéralisation est passée par trois principales étapes :

Dans une première lorsque les autorités monétaires avaient plafonné les taux débiteurs en vue de prévenir une augmentation trop importante de leur niveau pouvant être préjudiciable aux entreprises. Ainsi, les taux débiteurs plafonds étaient fixés en relation avec un taux de référence, que Bank Al-Maghrib avait fixé, augmenté du tiers.

Lors de la seconde étape, les autorités monétaires avaient substitué le taux de base bancaire au taux de référence et ce afin de réduire davantage les taux débiteurs qui ont atteint des niveaux élevés en 1993.⁷⁸ Le taux de base bancaire étant défini comme étant "le rapport entre les charges et les ressources des banques augmenté d'une marge minimale d'un demi-point."

⁷⁷ Les crédits ont connu une hausse de 34.7% en 1991.

⁷⁸ Les taux débiteurs maximums sont passés de 14.5% en moyenne durant le second semestre 1991 à 15.80% en moyenne le premier semestre 1993.

Dans la troisième étape, les taux plafonds de même que les taux assortissant les crédits favorisés ont été supprimés. Ces mesures avaient pour objectif de privilégier les mécanismes de marché et "d'instaurer en février 1996 une véritable liberté dans la détermination et la négociation des taux entre les établissements bancaires et leur clientèle."⁷⁹

3-Les refinancements de Bank Al-Maghrib et les nouvelles règles prudentielles

Dans le cadre de la politique monétaire et en harmonie avec l'évolution des crédits, le refinancement des banques est assuré par la Banque Centrale. Cette dernière a introduit en janvier 1988 puis en juin 1995 des changements importants quant aux opérations de refinancement et ce parallèlement au renforcement du rôle du marché monétaire. Ces modifications ont été la suppression de la fiche de réescompte (réservée à la mobilisation des crédits à court terme) et des possibilités de recours automatique et à taux privilégiés permises pour le réescompte des crédits à l'exportation et des crédits à moyen terme réescomptables au profit des petites et moyennes entreprises et des jeunes promoteurs.

Désormais, en matière de refinancement, les banques peuvent obtenir des avances directes entre elles et des avances de Bank Al-Maghrib dans le cadre de la procédure des appels d'offres ou des pensions à cinq jours. Lorsque ces possibilités sont dépassées, les établissements bancaires peuvent recourir aux avances spéciales de vingt quatre heures de la Banque Centrale, avances qui sont à taux élevé et donc pénalisant.

Ainsi, la Banque Centrale peut agir sur les crédit dans le cadre de la procédure d'appels d'offres à travers l'augmentation ou la diminution du taux de ses avances et de leur volume.

Ces modifications des conditions de refinancement ont été accompagnées de réaménagements de règles prudentielles, modification visant à prévenir des engagements excessifs et plus risqués des banques.⁸⁰

B-L'assouplissement des emplois obligatoires et la régression de la sélectivité du crédit

L'adoption de pratiques de marché a amené les autorités monétaires à abandonner les emplois obligatoires en leur ménageant une période transitoire.

En effet, à part la réserve monétaire qui a été conservé comme garde-fou contre d'éventuels dérapages du crédit,⁸¹ plusieurs emplois obligatoires ont été supprimés. C'est le cas notamment du portefeuille minimum des effets

⁷⁹ M.A.Berrada, *Les nouveaux marchés de capitaux*, op.cit., p.61.

⁸⁰ Sur les nouvelles règles prudentielles, voir en particulier : M.A.Berrada, *Les nouveaux marchés de capitaux*, op.cit.

⁸¹ La réserve monétaire a été utilisée à son niveau maximum en octobre 1992 (25%) suite à l'augmentation des crédits enregistrée en 1991 et 1992.

représentatifs de crédits à moyen terme réescomptables pour les petites et moyennes entreprises et crédits jeunes promoteurs, du coefficient d'emplois en crédits immobiliers et du coefficient de retenue pour la créance née sur l'étranger. D'autres emplois ont été appelés à diminuer progressivement avant de disparaître tels que le plancher d'effets publics⁸², les portefeuilles des bons CNCA à un an et de bons du Trésor à un an.

Par ailleurs et dans le cadre de la nouvelle politique monétaire visant à développer le rôle du marché, à favoriser la liberté de comportement des intermédiaires financiers, la sélectivité du crédit a été appelée à régresser. Ainsi, les techniques d'administration du crédit, en particulier les financements privilégiés et les concours obligatoires, ont été abandonnées.

Le renforcement de l'efficacité de la politique monétaire requiert, entre autres, l'acquisition par Bank Al-Maghrib d'un statut d'indépendance. Il s'agit de voir si cette dernière est clairement reconnue comme étant en charge de la stabilité monétaire et ne reçoit pas des directives des pouvoirs publics.

A la lumière des travaux relatifs à l'autonomie de la Banque Centrale, on peut émettre trois remarques principales sur la question de l'indépendance de Bank Al-Maghrib :

La première concerne l'indépendance financière. En effet, en vertu de l'article premier du Dahir portant création de Bank Al-Maghrib, celle-ci "est un établissement public doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière."⁸³

La seconde est relative à l'autonomie organique. Il s'agit de voir s'il existe des liens institutionnels entre Bank Al-Maghrib et l'Etat autrement dit la durée effective du mandat des dirigeants et sa synchronisation avec la durée moyenne du cycle électoral. Au Maroc, la durée du mandat du gouverneur de Bank Al-Maghrib est assez longue et dépasse largement la durée moyenne du cycle électoral.⁸⁴ La troisième concerne l'autonomie fonctionnelle. Il s'agit d'examiner les pouvoirs de Bank Al-maghrib aussi bien concernant la définition des objectifs que la mise en œuvre des instruments. A ce propos, Bank Al-Maghrib, qui joue le rôle de banquier

82 Il a été supprimé en juin 1998.

83 Dahir n° 1.59.233 portant création de *Bank Al-Maghrib*.

84 Selon l'article 44 du Dahir portant création de Bank Al-Maghrib, le gouverneur est nommé par dahir. Il est investi des pouvoirs nécessaires à la direction de la Banque et veille au respect des règlements de la Banque et à l'exécution des décisions du Conseil qu'il préside lui-même. Il représente la Banque à l'égard des tiers et signe seul les actes qui l'engagent. Ses pouvoirs couvrent à la fois les missions dévolues à la Banque, son organisation ainsi que sa gestion administrative et financière. En vertu de la loi bancaire du 6 juillet 1993, le Gouverneur exerce des pouvoirs assez larges tant sur le plan de la réglementation bancaire que sur celui du contrôle des établissements de crédit. S'ajoutant à ses pouvoirs à caractère monétaire, ces attributions lui ont valu d'assurer les fonctions de vice-président du Conseil National de la Monnaie et de l'Épargne et de président du Comité des Etablissements de Crédit.

Le gouverneur est assisté dans l'exercice de ses fonctions soit d'un vice-Gouverneur, soit d'un Directeur Général comme c'est le cas actuellement.

et d'agent financier du Trésor, a "pour mission de contribuer à la réalisation des objectifs économiques et sociaux arrêtés par le gouvernement"⁸⁵ et "donne son avis sur les instruments de la politique monétaire préalablement à leur mise en œuvre."⁸⁶

Par ailleurs, et en vue de permettre au Trésor d'assurer l'équilibre entre les recettes et les dépenses publiques, aussi bien dans l'espace et dans le temps, Bank Al-Maghrib lui rend un certain nombre de services dont notamment la tenue du compte courant du Trésor qui abrite toutes les opérations traitées avec celui-ci, la gestion des emprunts du Trésor et surtout l'octroi de certaines facilités au Trésor.⁸⁷

Il en découle que, si sur le plan financier, Bank Al-Maghrib dispose d'une certaine autonomie, l'absence de limite juridique aux avances au Trésor est un facteur de défaut d'indépendance fonctionnelle de la Banque Centrale.

On estime, cependant, que la réforme des instruments de la politique monétaire dans un sens plus libéral, réforme entamée au Maroc surtout après la suppression de l'encadrement du crédit en 1991, est un préalable à l'indépendance de Bank Al-Maghrib.

85 Article 5 du Dahir portant création de Bank Al-Maghrib.

86 Ibid., article 6.

87 Article 35 du Dahir portant création de Bank Al-Maghrib.

Chapitre IV :

La demande de monnaie

L'étude de la demande de monnaie revient à examiner les raisons pour lesquelles les agents économiques non financiers détiennent de la monnaie.

Les développements théoriques relatifs à cette question ne font pas l'unanimité des économistes. Ces divergences auront nécessairement un effet sur la conduite de la politique monétaire.

Dans le cadre de cette section nous allons présenter la demande de monnaie selon la théorie classique, la théorie Keynésienne et une approche Néo-Keynésienne basée sur la gestion des transactions.

Section I- La demande de monnaie chez les classiques

les classiques considèrent que la monnaie est un bien comme les autres dont l'utilité est d'être l'intermédiaire des échanges. Irving Fisher (1907) a établi l'équation quantitative de la monnaie qui se présente comme suit :

$$MV = PT$$

Où

M désigne la masse monétaire

V la vitesse de la circulation de la monnaie (elle mesure le nombre de fois par unité de temps qu'une unité monétaire est utilisée dans les transactions), P le niveau général des prix et T le volume global des transactions.

Pour comprendre cette équation prenons un exemple : supposons une économie qui produit un seul bien, le pain. Au cours d'une année 100 pains sont vendus ($T = 100$) au prix de 2 dirhams l'unité ($P = 0,2$ dirhams). La valeur totale des transactions (PT) est égale à $(2 \text{ dirhams/pain}) \times (100 \text{ pains/année})$.

Donc $PT = 20$ dirhams/année.

Si la masse monétaire est égale à 10 dirhams ($M = 10$), on peut calculer la vitesse de circulation de la monnaie. $V = (PT/M) = (20 \text{ dirhams/année})/10 \text{ dirhams} = 2 \text{ fois/an}$. Pour qu'une valeur annuelle de transactions de 20 dirhamss puisse se réaliser chaque année, il faut que chaque dinar change (en moyenne) 2 fois de propriétaire par an.

L'équation quantitative de la monnaie telle que nous venons de la présenter est toujours vérifiée, c'est une identité, elle exprime une tautologie.

En pratique il est difficile de mesurer le volume des transactions (T). Pour résoudre ce problème, les économistes ont approximé le volume des transactions par le revenu (Y) étant donné que ces deux variables sont intimement liées. Plus le revenu est élevé, plus le volume des transactions est élevé et vice versa. L'équation quantitative de la monnaie devient alors : $MV = PY$ où Y est mesuré par le PIB

réel. A partir de cette équation, la vitesse de circulation de la monnaie (V) s'exprime comme étant le rapport entre le PIB

nominal et la masse monétaire ($V = PY/M$). dans ce cas la vitesse de circulation de la monnaie exprime le nombre de fois, par période de temps, une unité monétaire entre dans le revenu de quelqu'un.

Eriger l'équation quantitative en théorie nécessite la prise en compte de certaines hypothèses :

- l'offre de monnaie est exogène, elle est déterminée par les autorités monétaires (la banque centrale).
- La vitesse de circulation de la monnaie est constante (elle dépend des goûts des agents économiques et des techniques de paiement en usage).

Ainsi on aura $(M/P)^d = (1/V)Y = kY$ où $(M/P)^d$ exprime la demande d'encaisses réelles et $k > 0$.

D'après cette relation on voit que la demande d'encaisses réelles est une fonction croissante du revenu. Plus le revenu est élevé, plus importante est la demande de monnaie. Cette dernière est détenue uniquement pour motif de transactions.

Section II : La demande de monnaie chez Keynes

Keynes considère que la fonction de demande de la monnaie en terme réel chez les classiques reste incomplète. Le taux d'intérêt nominal est un autre déterminant de la demande de monnaie en terme réel.

Keynes considère que les agents économiques détiennent la monnaie pour trois motifs :

1- le motif de transaction

ce motif résulte du fait que les recettes et les dépenses des agents économiques ne sont pas synchronisées. Si c'était le contraire, les agents économiques n'auraient pas besoin de détenir de la monnaie afin de financer les transactions. Le volume des transactions à effectuer dépend du revenu.

Plus le revenu est élevé, plus le volume des transactions à effectuer est élevé, plus la demande d'encaisses monétaires pour assurer ce volume de transaction est élevé. Donc la demande de monnaie pour motif de transaction est une fonction croissante du revenu.

2. Le motif de précaution

Outre le motif de transaction, la monnaie peut être détenue en vue de faire face à des dépenses futures imprévisibles. Ce motif n'aurait pas existé si les flux des dépenses futures étaient prévus de manière certaine. Il s'en suit que la demande de monnaie pour motif de précaution sera d'autant plus importante que les dépenses futures sont incertaines.

3-Le motif de spéculation

Outre le motif de transaction et de précaution, les agents économiques détiennent de la monnaie comme une alternative à la détention d'actifs financiers. Or la détention de la monnaie a un coût : la renonciation aux intérêts puisque le rendement nominal de la monnaie est nul.

On peut définir la demande de monnaie pour motif de spéculation (lorsque les agents économiques font un arbitrage entre la détention de la monnaie et d'actifs financiers) comme étant les encaisses monétaires que les agents économiques choisissent de détenir plutôt que d'acquérir des titres financiers dans l'attente de variations favorables du taux d'intérêt ou des cours des titres. Lorsque le taux d'intérêt diminue, la rémunération des titres diminue (le coût d'opportunité de la détention de la monnaie diminue), ceci va inciter les agents économiques à détenir plus de monnaie et moins de titres financiers.

Ainsi la demande de monnaie pour motif de spéculation se présente comme une fonction décroissante du taux d'intérêt. mais de quel taux d'intérêt s'agit il, réel ou nominal ?

Soit i : le taux d'intérêt nominal, π_e : le taux d'inflation anticipé et r : le taux d'intérêt réel.

$$r = i - \pi_e$$

lorsqu'on détient de la monnaie son rendement nominal est nul, son rendement réel est égal à $(- \pi_e)$. Lorsqu'on détient des titres financiers (obligations) leur rendement réel est égal à $i - \pi_e$ qui n'est autre que le taux d'intérêt réel. Dans les deux cas de figure l'inflation affecte négativement l'option choisie. L'élément qui permet de faire l'arbitrage entre les deux alternatives (détenir de la monnaie ou des titres) est le taux d'intérêt nominal.

Ainsi on peut exprimer la demande de monnaie en terme réel pour motif de spéculation comme étant une fonction décroissante du taux d'intérêt nominal.

$$\left(\frac{M}{P}\right)_s^d = f(i) \quad \text{avec} \quad \frac{\partial \left(\frac{M}{P}\right)_s^d}{\partial i} < 0$$

Maintenant nous pouvons exprimer la fonction de demande globale qui est fonction croissante du revenu et décroissante

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = \left(\frac{M}{P}\right)_T^d + \left(\frac{M}{P}\right)_s^d = f(y, i)$$

$$\text{avec} \quad \frac{\partial \left(\frac{M}{P}\right)^d}{\partial y} > 0 \quad \text{et} \quad \frac{\partial \left(\frac{M}{P}\right)^d}{\partial i} < 0$$

Prix et taux d'intérêt

Considérons un titre de créance (obligation) qui rapporte indéfiniment un dinar par an. Quel est le prix de cette obligation ? la réponse est la valeur présente des paiements d'intérêts futurs. Soit P_b le prix de l'obligation et i le taux d'intérêt nominal.

$$P_b = \frac{1}{1+i} + \frac{1}{(1+i)^2} + \frac{1}{(1+i)^3} + \dots$$

$$= \frac{1}{1+i} \left[1 + \frac{1}{1+i} + \frac{1}{(1+i)^2} + \dots \right]$$

Il s'agit d'une suite géométrique de premier terme 1 et de raison $(1/1+i)$. lorsque le nombre d'observation est infini, la somme de cette suite va tendre vers $1/i$, donc Ainsi on voit bien que le prix de l'obligation est inversement proportionnel au taux d'intérêt.

Section III : La demande de monnaie basée sur la gestion des transactions : le modèle Baumol-Tobin

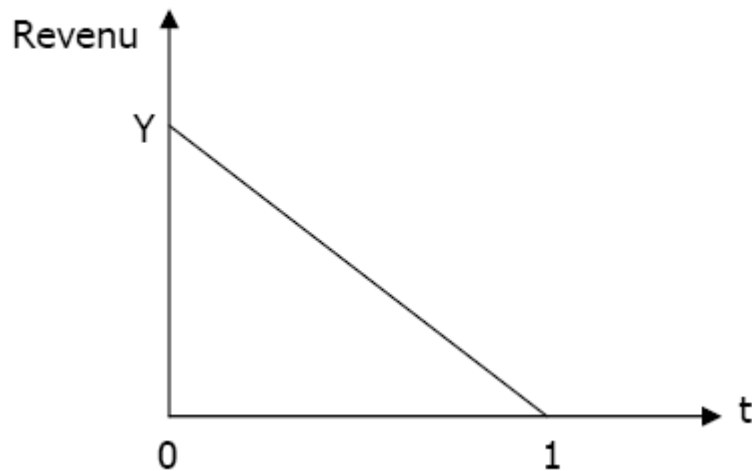
Contrairement aux théories classique et Keynésienne qui considèrent que la demande de monnaie pour motif de transaction est fonction uniquement du revenu. Au début des années 1950 William J. Baumol et James Tobin ont démontré que la demande de monnaie à des fins de transactions dépend aussi du taux d'intérêt. ce modèle analyse les coûts et les avantages de la détention de la monnaie. L'idée fondamentale est que les fonds que les agents détiennent à des fins de transactions peuvent être détenus sous forme de billets de banque qui ne rapportent pas d'intérêt (on peut envisager le cas où les agents placent leurs fonds dans des dépôts à vue puisque ces derniers ne rapportent pas d'intérêts) ou sous forme de dépôt d'épargne (dépôts à terme, dépôt d'épargne sur livret). Le choix de la deuxième alternative a aussi un coût, celui relatif à chaque visite effectuée à la banque.

Pour mieux expliquer ce modèle, considérons le cas d'un individu qui a un revenu annuel qu'on notera Y qu'il dépensera uniformément pendant l'année.

on suppose aussi que les prix ne varient pas et que la monnaie est détenue uniquement pour motif de transaction.

Nous allons envisager les cas suivants :

1er cas : si l'individu effectue une seule visite à la banque au début de l'année il va retiré tout son revenu qu'il va dépensé de manière uniforme. L'encaisse moyenne détenue pendant l'année est $Y/2$.

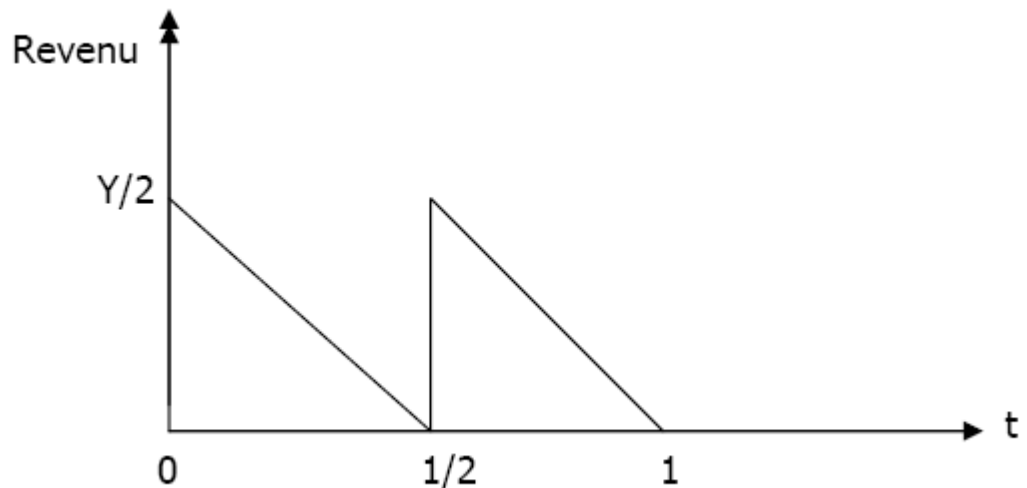


L'année commence avec Y dirhams et se termine avec des encaisses nulles. L'encaisse moyenne annuelle est de $Y/2$ dirhams.

L'encaisse moyenne annuelle est la surface du triangle (01,0Y) qui est égale à

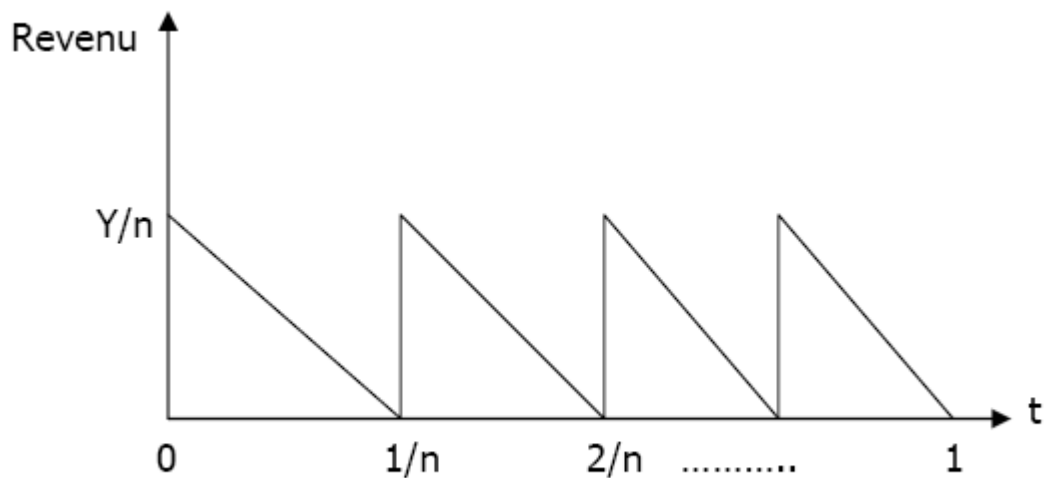
$$1/2(1 \times Y) = Y/2$$

2ème cas : si l'individu effectue deux visites à la banque au début de l'année l'individu retire la moitié de son revenu ($Y/2$) qu'il va dépensé uniformément au cours du premier semestre avant de se rendre une deuxième fois pour retirer l'autre moitié ($Y/2$) qui sera dépensée au cours du second semestre. L'encaisse moyenne annuelle est de $Y/4$. Dans ce cas on détient moins de monnaie, donc on perd moins d'intérêts mais avec l'inconvénient de se rendre deux fois plutôt qu'une à la banque.



L'encaisse annuelle moyenne = la surface des deux triangles = $\frac{1}{2}(\frac{1}{2} + \frac{1}{2})Y/2 = Y/4$.

cas général : si l'individu effectue n visites à la banque. A chaque visite l'individu retire Y/n dirhams, l'encaisse annuelle moyenne est égal à $Y/2n$.



La question qui se pose maintenant est de savoir le nombre de visites optimal (n^*).

Soient i le taux d'intérêt et b le coût d'une visite à la banque (qu'on appelle aussi le coût de conversion). Pour n donné, la quantité moyenne de monnaie détenue est égale à $Y/2n$. l'intérêt perdu est égal à $i(Y/2n)$ et le coût total des visites est égal à bn . Le coût total est égal à la somme des intérêts perdus et du coût total des visites.

$$CT = i \frac{Y}{2n} + bn$$

Plus n est élevé, plus faible sont les intérêts perdus mais un coût total de visites élevé.

Pour déterminer le nombre de visites optimal (n^*), il faut minimiser la fonction de coût total.

$$\min CT \Leftrightarrow \frac{dCT}{dn} = 0$$

$$\frac{dCT}{dn} = -\frac{iY}{2} \left(\frac{1}{n^2} \right) + b = 0 \Rightarrow \frac{1}{n^2} = \frac{2b}{iY} \Rightarrow n^2 = \cdot$$

$$\text{Donc } n^* = \sqrt{\frac{iY}{2b}}$$

Soit M^* l'encaisse moyenne optimale.

$$M^* = \frac{Y}{2n^*} = \sqrt{\frac{bY}{2i}}$$

D'après cette relation on remarque que la demande de monnaie pour motif de transactions est une fonction croissante du revenu (Y) et fonction décroissante du taux d'intérêt (i).

CHAPITRE V :
Le modèle IS-LM
Version Hicks Hansen du modèle keynésien

Dès la publication du livre de **Keynes**, Théorie générale de la monnaie et de l'intérêt (1936), plusieurs économistes comme **Roy Harrod** [[1](#)], **James Meade** [[2](#)]

et **Oskar Lange** [3] se sont efforcés de mettre les relations décrites par Keynes sous forme mathématique en particulier pour traiter les problèmes posés par l'interdépendance entre la théorie de la demande effective et celle de la préférence pour la liquidité. Au même moment **John Richard Hicks**, publia "Mr Keynes and the Classics : A suggested interpretation" dans la revue *Econometrica* (1937). Dans cet article il trace deux courbes, "SI" et "LL" pour illustrer ces relations d'interdépendance. Ces courbes sont à l'origine du **modèle IS-LM** popularisé par **Alvin Hansen** dans deux textes célèbres (1949, 1953) [4].

Ce modèle permet de présenter dans un seul diagramme les relations entre le taux d'intérêt et le niveau de production sous deux formes : une liaison traduisant l'équilibre offre demande de biens et une relation traduisant l'équilibre offre et demande de monnaie. La confrontation de l'offre et de la demande de titres n'est pas nécessaire puisqu'en vertu de la loi de Walras, si deux marchés sur trois sont en équilibre le troisième est forcément équilibré. Il n'y a pas de marché du travail car l'économie est supposée être en situation de capacités de production excédentaires : les entreprises peuvent répondre sans délai à une augmentation de la demande, ce qui implique que le revenu et la production sont entièrement déterminés par la demande globale. Le modèle IS-LM est un modèle à prix fixes puisqu'il n'y a pas de contrainte pesant sur la production. [5]

Dans la perspective keynésienne, les équations décrivant les liaisons entre les variables ne sont pas des fonctions de comportement (il n'est pas nécessaire d'invoquer des fondements microéconomiques, il suffit de montrer que ces équations se vérifient empiriquement), ce sont des fonctions macroéconomiques décrivant le comportement des agrégats des comptes nationaux.

Section I : Les fonctions macroéconomiques du modèle

La consommation est une fonction croissante du revenu.

$$C = C(Y) \quad 1 > dC/dY > 0$$

avec Y pour le revenu national ou la production ; la propension marginale à consommer est comprise entre 0 et 1 parce que plus de revenu permet de consommer davantage mais une partie du revenu supplémentaire est épargnée donc $dY > dC$.

L'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt r :

$$I = I(r) \quad dI/dr < 0$$

Les dépenses publiques G sont exogènes : les pouvoirs publics décident du montant des dépenses et des recettes budgétaires.

La demande de monnaie est constituée de deux composantes : _ - une demande de monnaie pour les transactions et le motif de précaution, $L_T(Y)$, fonction croissante du revenu Y
- et une demande de monnaie de spéculation, $L_S(r)$, fonction décroissante du taux d'intérêt r :

$$L = L(Y, r)$$

on écrit souvent

$$L = L_T(Y) + L_S(r)$$

La liaison positive avec le revenu traduit le fait que pour échanger des produits (faire des transactions) il faut de la monnaie. Quand le revenu augmente il faut plus de monnaie pour financer les transactions. De la même manière les ménages conservent de la monnaie par prudence (précaution) et cela d'autant plus qu'ils ont un revenu plus élevé.

La liaison négative avec le taux d'intérêt traduit un motif de spéculation. On retient ici la présentation keynésienne du taux d'intérêt : il n'a pas pour fonction l'arbitrage entre consommer et épargner (taux d'intérêt contre préférence pour le présent) mais entre deux usages de l'épargne : conserver de la monnaie et faire des placements. Le taux d'intérêt comparé à la préférence pour la liquidité détermine s'il est plus intéressant de détenir de la monnaie ou des titres (dans l'esprit du modèle, les titres sont des obligations).

L'offre de monnaie M^* est exogène : les autorités monétaires décident de la quantité de monnaie qui circulera dans l'économie.

Section II : Le marché des biens, la courbe IS

L'équilibre sur le marché des biens est réalisé si la demande est égale à l'offre :

$$Y = C + I + G \quad Y = C + S$$

$$\text{avec } S = Y - C = I + G$$

La demande se décompose entre consommation, investissement et dépenses publiques.

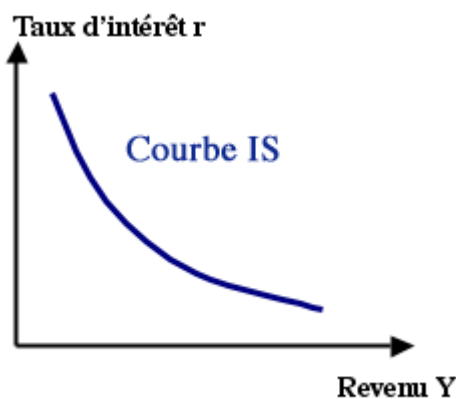
$$Y = C(Y) + I(r) + G \quad (1)$$

Ce qui permet d'écrire une relation entre r et Y

$$r = D(Y) + G$$

Cette équation définit la **courbe IS** (pour Investement-Saving), qui est l'ensemble des couples (Y, r) tel que le marché des biens est en équilibre.

Dans les hypothèses retenues pour les équations de consommation et d'investissement, **la fonction IS est décroissante.**



En différenciant l'équation (1) on a :

$$dY = dY \cdot (\delta C / \delta Y) + dr \cdot (\delta I / \delta r)$$

$$dY \cdot [1 - (\delta C / \delta Y)] = dr \cdot (\delta I / \delta r)$$

soit

$$dY / dr = (\delta I / \delta r) / [1 - (\delta C / \delta Y)] < 0$$

puisque $(\delta I / \delta r) < 0$ et $0 < (\delta C / \delta Y) < 1$

1

La courbe IS est décroissante ce qui signifie que quand le taux d'intérêt augmente, l'investissement diminue, réduisant la demande et le revenu (via le mécanisme du multiplicateur keynésien).

Section III : Le marché de la monnaie, la courbe LM

À l'équilibre du marché de la monnaie, l'offre de monnaie est égale à la demande de monnaie :

$$L(Y,r) = M^* \quad (2)$$

Cette expression peut être transformée de manière à faire apparaître une liaison entre Y et r :

$$r = f(Y, M^*)$$

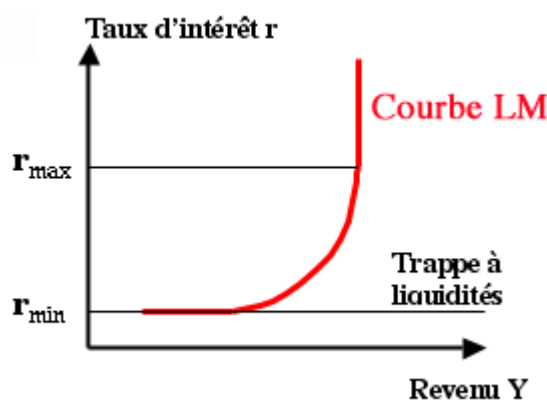
Cette équation définit la **courbe LM** (Liquidity Money), qui est l'ensemble des couples (Y,r) tels que le marché de la monnaie est en équilibre.

Compte tenu de la forme de $L(Y,r)$:

$$dr/dY > 0$$

La courbe LM est croissante.

Le résultat est intuitif puisque lorsque le revenu augmente, à masse monétaire inchangée, la demande de monnaie pour un motif de transaction augmente. Pour rétablir l'égalité entre offre et demande, le taux d'intérêt augmente (la monnaie ne peut pas être utilisée à la fois pour les transactions et pour constituer des liquidités de précaution ou de spéculation. Cette part doit être réduite ce qui implique une hausse du taux d'intérêt.



Deux cas particuliers sont généralement envisagés :

► Celui où la demande de monnaie pour réaliser les échanges est tellement importante (du fait de l'importance de Y) qu'elle absorbe toute la masse monétaire.

En supposant que $L(Y,r)$ s'écrit $L(Y,r) = L_T(Y) + L_S(r)$, ce cas signifie que $L_T(Y) = M^*$. Alors, LM est verticale (augmenter le taux d'intérêt n'a pas d'effet sur la demande de monnaie).

► Celui de la trappe à liquidité. Cas où les anticipations sont telles que la demande de monnaie est infinie, quel que soit le niveau du taux d'intérêt.

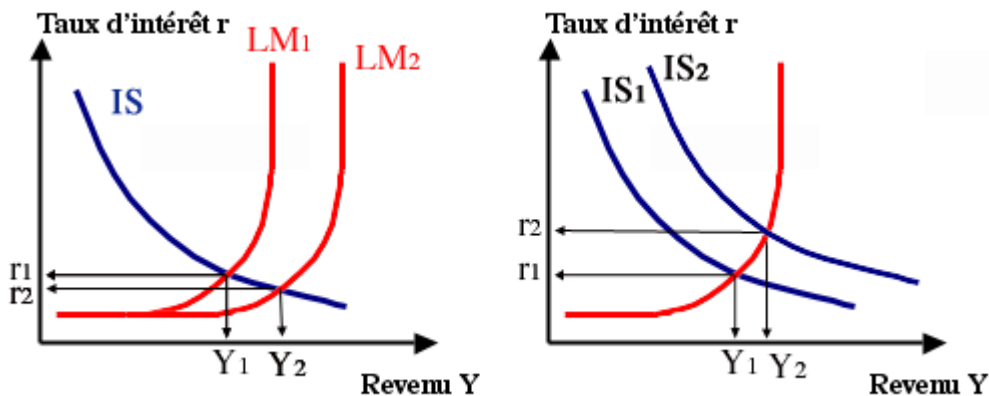
Un taux d'intérêt plus bas n'a pas d'influence sur la demande de monnaie. LM est horizontale.

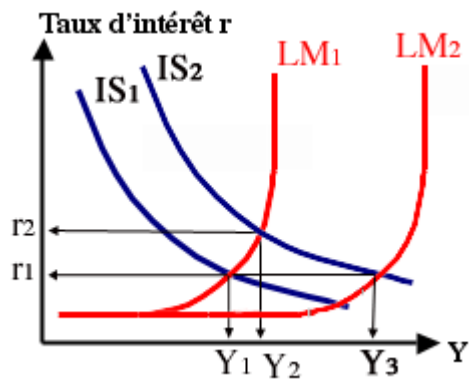
Cela revient à poser que la courbe LM est divisée en trois parties : la partie normale et les deux cas particuliers.

Section IV : Équilibre IS-LM et politique économique

La confrontation des deux courbes permet de déterminer le couple taux d'intérêt et revenu total compatible avec les deux équilibres : celui des biens et celui de la monnaie.

On voit immédiatement que la position d'équilibre dépend de celle des courbes IS et LM ce qui permet de mettre graphiquement en évidence les deux grandes formes de politiques conjoncturelles : la politique budgétaire se traduisant par un déplacement de IS et la politique monétaire correspondant à un déplacement de LM.





En particulier le modèle montre qu'une politique budgétaire augmentant la demande de produits voit ses effets réduits par l'élévation du taux d'intérêt qu'elle induit pour respecter l'équilibre entre offre et demande de monnaie. C'est l'**effet de retour financier** : une demande plus importante. Plus de produits demandés, c'est une plus grande demande de monnaie de transaction et si l'offre de monnaie est constante cela implique une hausse du taux d'intérêt. Cette dernière pénalise l'investissement et affaiblit l'effet multiplicateur : la production augmente moins fortement qu'elle ne l'aurait fait en l'absence de "retour financier".

On en vient naturellement à l'idée d'une politique mixte, **policy-mix**, associant une politique budgétaire et une politique monétaire (destinée à réduire la hausse du taux d'intérêt).

Il est possible de construire un modèle IS-LM en économie ouverte. Ce prolongement date du début des années 1960 et est rattachée à l'économiste canadien **Robert Mundell** [6] et à **John Marcus Fleming** [7] qui l'ont développé séparément.

Section V : Appréciation du modèle IS-LM

Lorsque **John Richard Hicks** a soumis son article fondateur à la critique de **Keynes**, celui-ci indiqua qu'il « *n'y voyait rien à redire* », pourtant le projet de **Hicks** s'annonçait dévastateur pour la *Théorie générale* : « *puisque notre propos est d'effectuer des comparaisons, j'essayerai d'établir ma théorie classique typique dans une forme semblable à celle dans laquelle M. Keynes a établi la sienne* ». **Hicks** construit donc un modèle mathématique, destiné à montrer que la *Théorie générale* représente un cas particulier de ce modèle. C'est exactement l'inverse de la volonté exprimée par **Keynes** : faire de la théorie classique (néoclassique) un cas particulier de sa *Théorie générale*. Selon **Keynes** la théorie classique retrouve ses droits seulement au voisinage du plein-emploi.

Selon **Hicks** la Théorie générale décrit la situation économique dans le cas où les prix sont parfaitement rigides.

Le modèle IS-LM permet d'envisager les deux cas et de ce point de vue il ne condamne ni l'un ni l'autre. Pourtant, la fidélité du modèle IS-LM à la pensée de **Keynes** a été et reste un sujet de débat, mais en revanche, il est certain que ce modèle constitue le socle sur lequel la macroéconomie a été bâtie dans les années cinquante.

L'équilibre du modèle IS-LM présente un certain nombre de caractéristiques qui le distinguent des équilibres tels qu'ils apparaissent dans l'analyse microéconomique habituelle (et qui tiennent, du moins en partie, à son caractère " directement macroéconomique "). En effet, il s'agit bien d'un équilibre (au sens habituel), car il est concerné par la compatibilité des décisions des agents, qu'il ne considère que globalement (d'un point de vue macroéconomique) ; mais, les seules décisions dont il tient compte sont celles qui ont trait à l'utilisation de l'épargne des ménages (leur comportement à l'égard de la monnaie) et à l'investissement des entreprises, sans que le taux d'intérêt deviennent pour autant un prix du marché des fonds prêtables.

En revanche, l'équilibre du modèle IS-LM ne fournit aucune précision sur une question aussi essentielle que l'emploi. Il est vrai que la production d'équilibre Y^* au taux d'intérêt d'équilibre r^* suppose un certain niveau d'embauche, mais il n'y a aucune raison pour que les emplois offerts suffisent pour satisfaire tous ceux qui sont disposés à travailler aux salaires prévalants. C'est même cela qui fait du modèle une représentation des idées de **Keynes**. Non seulement l'équilibre IS-LM n'exclut donc pas le **chômage involontaire** mais il en fait plutôt une règle, le plein emploi étant l'exception, ce qui est une conclusion proche de celle à laquelle **Keynes** aboutit en appliquant le principe de la demande effective.

Cependant, comme il est très insatisfaisant d'être en présence d'un modèle qui ne traite pas de la question essentielle de l'emploi, la tentation est grande de lui adjoindre un "marché du travail", et donc de donner un certain rôle aux niveaux des prix et des salaires.

Tentation à laquelle n'échappent pas la plupart des macroéconomistes, qui ont pris l'habitude de raisonner sur un modèle IS-LM élargi au cas du travail, modèle dit de la **synthèse néoclassique**, et qui est encore plus éloignée de la pensée de **Keynes** que le modèle IS-LM dans sa version initiale [8].

En fait en introduisant un "marché du travail" associant l'emploi et la formation des salaires et des prix, il devient possible de construire une courbe d'offre agrégée qu'il est en revanche difficile de qualifier comme "keynésienne". La démarche peut passer par la prise en compte de relations macroéconomiques

(courbe de Phillips et loi d'Okun) ou microéconomiques (écriture d'équations de prix et de salaires), elle aboutit au même résultat : le niveau de l'emploi est en partie déterminé par l'offre de produits. L'effort de Keynes pour se débarrasser de cette détermination par l'offre est ainsi en grande partie abandonné. [9]

Du point de vue d'enseignement de l'analyse économique, c'est autour de IS-LM que s'est constitué le keynésianisme longtemps hégémonique en macroéconomie.

Cela ne signifie pas qu'il n'avait pas d'adversaires.

Les plus acharnés à dénoncer IS-LM appartiennent à des courants radicalement opposés :

- les "keynésiens fondamentalistes", dont les économistes "post keynésiens" de *l'école de Cambridge*, au premier rang desquels les membres de l'équipe qui entourait Keynes, **Joan Robinson**, **Nicholas Kaldor** entre autres [10], et en France et au Canada francophone, ceux qui vont se revendiquer d'une *approche circuitiste*, dans laquelle il n'y a pas de place pour les marchés

- les économistes libéraux, *monétaristes* autour de **Milton Friedman**, *autrichiens* autour de **Friedrich von Hayek**, *nouveaux classiques* autour de **Robert Lucas**. Ici ce n'est pas seulement le modèle IS-LM qui est critiqué c'est l'intégralité de la pensée keynésienne sans qu'il soit spécialement utile de s'attarder sur la version particulière de **Hicks**. [11]

Ceux qui sont désignés aujourd'hui comme néokeynésiens ont pris leurs distances par rapport à IS-LM, auquel ils reprochent de ne pas avoir de fondements microéconomiques explicites et de ne pas intégrer les anticipations.

Si dans de nombreux manuels de premier cycle en France le modèle est encore exposé ce n'est généralement pas le cas pour le second et le troisième cycle (et pas seulement parce qu'il serait censé avoir été vu) et ce n'est plus le cas dans les manuels de premier cycle anglo-saxons. Au mieux IS-LM est utilisé comme outil pour en venir rapidement au **modèle offre demande agrégée (AD - AS)**.

Pourtant certains auteurs continuent de présenter le modèle de manière assez développé tout en insistant sur ses limites : « La macroéconomie a fait des progrès substantiels depuis le début des années quarante, mais pour de nombreux économistes, le modèle IS/LM est encore un modèle essentiel qui, malgré sa simplicité, saisit une grande partie de ce qui se passe à court terme dans l'économie. » [12]

De même les grands modèles macro économétriques utilisés par les Etats pour faire des prévisions et pour étudier les conséquences des politiques économiques qu'ils envisagent de mettre en oeuvre sont encore très largement construits autour du modèle IS-LM. Faute de mieux peut-être mais aussi probablement parce qu'il n'est pas entièrement inadapté à cet objectif (court ou très court terme).

Notes

[1] "Mr. Keynes and Traditional Theory", 1937, *Econometrica*. Pour certains le modèle IS-Lm est déjà dans cet article.

[2] "A Simplified Model of Mr Keynes' System", 1937, *RES*

[3] "The Rate of Interest and the Optimum Propensity to Consume", 1938, *Economica*

[4] **Alvin Hansen**, *Monetary Theory and Fiscal Policy*, 1949 et *A Guide to Keynes*, 1953. Ce dernier livre a été traduit en français, *Introduction à la pensée keynésienne*, Dunod, 1967.

[5] C'est un modèle que l'on doit à **John Richard Hicks** (1937), « *Keynes and the classics ; a suggested interpretation* », *Econometrica*. Il est supposé représenter les mécanismes keynésiens élémentaires mais il s'agit aussi pour Hicks de réintégrer les analyses de Keynes dans la théorie économique "classique". **Alvin Hansen** reprendra et diffusera l'idée en 1952, dans son livre *Théorie Monétaire et Politique Fiscale*

[6] *The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates*, Quarterly Journal of Economics, mai 1960) ; et *A Theory of Optimum Currency Areas*, novembre 1961, American Economic Review.

[7] Fleming, J. Marcus, *Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates*, Staff Papers, International Monetary Fund, novembre 1962

[8] *La désignation est spécifique aux présentations de langue française, il est très rare de trouver une référence à cette idée d'une synthèse néoclassique dans la littérature de langue anglaise. Cela traduit une différence importante dans l'enseignement de l'économie. En France les théories sont souvent présentées en référence à un auteur et la question du respect de la pensée initiale de l'auteur par ceux qui s'en inspirent est posée régulièrement. Dans l'enseignement américain ou anglais, les théories sont prises comme des briques qui permettent de construire une "maison commune", le choix des briques retenues ou abandonnées étant le plus souvent indépendant de leur producteur initial. Le critère retenu est celui de la pertinence. Cela ne veut pas dire qu'il n'y a pas dans cette démarche un arrière plan idéologique et que la pertinence est facile à apprécier. La formule magique est la suivante : « aujourd'hui, la plupart des économistes considèrent que... ».*

[9] *La construction d'une fonction de demande agrégée est en revanche compatible avec les idées keynésiennes. Il faut évoquer ici l'effet Keynes. Une baisse des salaires pour un comportement de marge donné des entreprises peut se traduire par une baisse des prix. Celle-ci provoque, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation de la masse monétaire réelle disponible pour les transactions. Cela entraîne une baisse du taux d'intérêt puisque la quantité de monnaie disponible pour l'arbitrage spéculation-thésaurisation est plus importante. Ainsi la baisse des salaires influence l'investissement en le stimulant puisque les taux d'intérêt sont plus faibles. On peut ajouter que les prix influencent les comportements des ménages puisque la baisse du taux d'intérêt provoque une hausse du prix des obligations et augmente la richesse des agents détenant des obligations. Ce qui stimule leur consommation. La consommation est ici, comme chez Fisher, une fonction décroissante du taux d'intérêt, mais, l'effet est marginal selon Keynes et il n'est pas du à un effet de substitution, mais à un effet de richesse.*

[10] *Les post-keynésiens s'en tiennent à la pensée de Keynes lui-même et pensent que Hicks et ses successeurs l'ont gravement déformée en voulant la réduire à quelques équations*

[11] **Gregory Mankiw** dans un article intitulé "The Reincarnation of Keynesian Economics" Revue d'économie européenne, 1992, rapporte les propos de **Robert Lucas** « les gens se sentaient offensés quand ils étaient qualifiés de

*keynésiens. Dans les séminaires de recherche, la théorisation keynésienne n'était plus prise au sérieux, l'assistance se mettait à bavarder et à rire » publiés dans "The Death of Keynesian Economics : Issues and Ideas", University of Chicago (1980). Dans la suite de l'article Mankiw s'efforce de montrer que comme le disait **Robert Solow**, « **Keynes** est mort comme **Einstein** ou **Newton** sont morts... » et qu'il faut peut-être parler d'une réincarnation plutôt que d'une résurrection.*

[12] Olivier Blanchard et Daniel Cohen, *Macroéconomie*, Pearson education, (3ème édition), 2004, page 129.)

