

La Création monétaire

1 - Définition de la monnaie

A : Les trois fonctions de la monnaie

Depuis Aristote il est convenu d'attribuer à la monnaie trois fonctions. Ainsi la monnaie est-elle en même temps :

- une unité de compte
- un intermédiaire des échanges
- une réserve de valeur. À ce propos, l'opposition entre classiques et keynésiens est grande, les premiers ne reconnaissant pas à la monnaie cette dernière utilité. Pourtant la détention de monnaie présente deux avantages par rapport à la détention d'actifs réels et financiers. 1) la monnaie est immédiatement disponible, elle est parfaitement liquide et dispose d'un pouvoir libératoire absolu ; 2) la monnaie est selon Tobin un "actif sans risque".

B : Les formes de la monnaie

La monnaie peut revêtir trois formes :

- monnaie fiduciaire (billets et pièces)
- monnaie scripturale constituée par les jeux d'écriture des banques, comprend l'ensemble des dépôts à vue auprès des intermédiaires financiers et se définit comme une créance sur le système bancaire. (On parle aussi de monnaie banque \approx 80% de la masse monétaire)

C : Masse monétaire et agrégats

On nomme masse monétaire la quantité totale de monnaie en circulation. Ce concept est aujourd'hui difficile à appréhender eu égard aux "innovations financières", ces nouveaux produits financiers qui remettent en cause la partition entre la monnaie et les placements financiers dans la mesure où ceux-ci peuvent-être facilement liquidable (ex. Sicav monétaires). On distingue plusieurs agrégats monétaires en fonction du degré de liquidité :

- M1 : est constitué par les disponibilités monétaires (billets, monnaie et dépôt à vue)
- M2 : est constitué de M1 auquel on ajoute les placements à vue en francs (on parle à leur propos de quasi-monnaie)
- M3 : inclut M2 auquel sont ajoutés les placements à terme, les dépôts de devises...
- M4 : est composé de M3 et des bons du Trésor et des billets de trésorerie
- au delà de M4, il y a les agrégats de placement P1, P2, P3.

De ces agrégats on calcule le taux de liquidité qui permet d'évaluer la propension des gens à conserver des actifs liquides. Et la vitesse de circulation de la monnaie. Plusieurs facteurs influent sur la vitesse de circulation de la monnaie : V a tendance à augmenter en période d'expansion, tandis que la vitesse de circulation de M1 croît avec le taux d'intérêt.

2 - La création monétaire consiste à monétiser des actifs auprès d'agents non-financiers

A : la création de monnaie par les banques

La création monétaire consiste en la transformation de créances sur les agents non bancaires en moyens de paiement immédiatement utilisables pour effectuer des règlements.

B : la création monétaire est le fait de la Banque centrale et des banques de second rang

Le système bancaire est structuré en trois niveaux hiérarchiques :

- au premier rang se trouve la banque centrale
- au second rang se trouve les banques commerciales qui créent de la monnaie scripturale
- au troisième se trouvent les agents non-financiers.

Les banques de second rang créent de la monnaie scripturale à l'occasion de trois types d'opération : 1) lorsqu'elles octroient des crédits aux agents non-financiers, elles acquièrent en contre partie des titres de créance sur l'économie ; 2) lorsqu'elles accordent un crédit au Trésor public, elles acquièrent en contre partie des créances sur le Trésor en souscrivant des bons du Trésor ; 3) lorsqu'elles créditent le compte d'un agent en échange de devises, elles acquièrent une créance sur l'extérieur.

De même la Banque centrale crée de la monnaie, à l'occasion de trois types d'opérations : 1) lorsque le Trésor éprouve des difficultés de trésorerie elle lui vient en aide et acquière en contrepartie de quoi elle acquière une créance appelée concours au trésor public ; 2) lorsque les banques de second rang ont besoin de monnaie Banque centrale ; 3) lorsqu'elle acquière des devises, la Banque centrale procède également à de la création monétaire.

Le processus de création de monnaie scripturale n'est cependant pas illimitée, c'est, notamment, la Banque centrale qui y pose des limites. Le coefficient de réserves obligatoires impose aux banques de second rang à chaque fois qu'elles accordent un crédit de constituer des réserves en monnaie Banque centrale auprès de celle-ci. En modulant ce taux de réserve obligatoire, la banque centrale peut contrôler ainsi indirectement la création monétaire.

II. Les Théories de la monnaie

La question monétaire anime toute la pensée économique, même si chaque auteur ne lui accorde pas la même importance : ainsi Stuart Mill d'affirmer, « il n'est dans une société quelque chose de plus insignifiant en elle-même que la monnaie ».

1 - La demande de monnaie

A : La demande de monnaie dans la pensée néoclassique

Pour les classiques, la demande de monnaie par les agents répond à la nécessité de faire des transactions. La monnaie ne constitue qu'un intermédiaire des échanges. « On achète des produits avec des produits et des services et le numéraire n'est que l'argent au moyen duquel l'échange s'effectue » (Ricardo).

L'approche transactionnelle de la monnaie est explicité au travers de la célèbre équation de Cambridge : $Md = k.PY$ (avec Md : demande de monnaie ; k : l'inverse de la vitesse de circulation de la monnaie ; P : le niveau général des prix ; Y : le revenu réel). Ainsi il apparaît que la demande de monnaie dépend de trois facteurs :

- elle est une fonction croissante du revenu réel
- elle est une fonction croissante du niveau général des prix
- elle est une fonction décroissante de la vitesse de circulation de la monnaie.

Dans l'optique néoclassique, la demande de monnaie ne dépend pas de variables tels les taux d'intérêt ; elle est supposée inélastique au taux d'intérêt, dans la mesure où les encaisses sont essentiellement affectées à la dépense. Il n'y a pas d'arbitrage entre détention de monnaie et placement financiers.

B : l'optique keynésienne

Pour les keynésiens, en revanche, les agents peuvent vouloir de l'argent pour elle-même. La demande de monnaie dépend tout d'abord du niveau de revenu courant. Comme les classiques, les keynésiens admettent que les agents détiennent de la monnaie pour effectuer leurs transactions. La demande de monnaie de transaction est une fonction croissante du revenu courant. Keynes distingue pour cela trois motifs de demande de monnaie de transaction :

- motif revenu
- motif d'entreprise
- motif de précaution.

Mais les keynésiens affirment que la demande de monnaie dépend également du taux d'intérêt, au travers d'un motif de spéculation : il existe en effet une relation inverse entre le cours d'un titre et le taux d'intérêt : lorsque les taux d'intérêt baissent, le cours du titre augmente, en revanche si les taux d'intérêt augmente, c'est le cours du titre qui baisse.

L'agent doit donc choisir entre détenir des encaisses de spéculation ou placer en achetant des obligations. Il apparaît que la fonction keynésienne de la monnaie présente plusieurs spécificités par rapport à l'approche classique :

- Keynes envisage, à l'inverse des classiques, la possibilité d'une thésaurisation.
- pour Keynes, le taux d'intérêt, défini comme le prix de la renonciation à la liquidité, détermine le partage de l'épargne entre placements financiers et thésaurisation et non le partage entre consommation et épargne tel que c'est le cas chez les classiques.
- tandis que pour les classiques il n'existe pas d'arbitrage entre monnaie et actifs financiers, Keynes introduit la théorie des choix : pour tout taux d'intérêt, l'agent a le choix entre détenir de la monnaie de spéculation ou effectuer des placements financiers.

L'analyse keynésienne de la demande de monnaie a été prolongée par les modèles de Baumol et de Tobin. Baumol introduit dans la théorie de la demande de monnaie les taux d'intérêt et l'arbitrage entre monnaie et titres. Parce que la détention d'encaisse présente un manque à gagner et que la détention de titres à un coût, Baumol s'attache à déterminer pour un taux d'intérêt donné le stock optimal d'encaisse. Celui-ci dépend de trois variables :

- le taux d'intérêt : si celui-ci croit, l'individu a tendance à diminuer son encaisse pour effectuer des placements financiers
- le montant des transactions
- les frais de courtage.

Tobin va montrer que lorsque le rendement des titres est incertain, l'agent peut détenir à la fois des titres et des encaisses c'est-à-dire adopter un comportement de diversification de portefeuille.

C : la théorie de Friedman

Selon Friedman, la demande de monnaie dépend de trois variables :

- le revenu permanent : la demande de monnaie est une fonction croissante du revenu permanent.

- le rendement des actifs financiers, mesuré par les taux d'intérêts : si le taux d'intérêt est élevé, les agents préfèrent détenir des titres plutôt que de la monnaie (spéculation)
- le niveau général des prix : plus les prix augmentent plus les agents ont tendance à se départir de leurs encaisses monétaires pour acheter des biens et des services.

2 - Monnaie et activité économique

A : la théorie de l'inflation monétaire

Bodin déjà avait donné une explication monétaire au phénomène inflationniste, mais c'est aux classiques que revient la paternité de la théorie quantitative de la monnaie. Ricardo commence par poser la valeur réelle d'un bien qui est fonction de la quantité de travail nécessaire à sa production : c'est le coût relatif. Si la quantité de monnaie en circulation détermine le niveau général des prix, le prix relatif ne se trouve pas modifié.

La théorie quantitative de la monnaie est reprise par Fisher et Pigou et s'énonce sous la forme :

$MV = PT$ (avec M : masse monétaire, V : vitesse de circulation de la monnaie, P : niveau général de prix et T : volume global des transactions)

Comme V est fixe et que T ne dépend pas de facteur monétaire, il apparaît que le niveau général des prix est fonction de la quantité de monnaie en circulation.

Aujourd'hui, les néoclassiques confirment cette théorie : que se soit à court ou à long terme, la monnaie n'influe que sur le niveau général des prix. Cette théorie s'appuie sur la théorie des anticipations rationnelles.

B : Pour les keynésiens la croissance de la masse monétaire influe tout à la fois sur les prix et les quantités

Keynes pense que l'inflation ne peut surgir qu'en période de sous-emploi. Dans ces conditions toute croissance de la masse monétaire se traduit inévitablement par un accroissement des quantités. Samuelson et Solow ont synthétisé la théorie keynésienne au moyen de la courbe de Phillips. En effet, selon cette courbe, une relance monétaire se partage entre un effet prix (inflation) et un effet quantité (hausse de la production). L'importance de l'effet prix par rapport à l'effet quantité dépend du taux de chômage de départ : si le taux de chômage est élevé, la relance monétaire se traduit essentiellement par une augmentation des quantités ; à l'inverse, si le taux de chômage de départ est faible, la relance monétaire part pour l'essentiel en inflation.

C : Friedman occupe en matière d'inflation une position particulière

À court terme, il existe une relation entre la variation de la masse monétaire et la variation de l'activité économique : c'est l'illusion monétaire qui permet un arbitrage à court terme entre inflation et chômage.

À long terme, tout accroissement de la masse monétaire non-justifiée par un accroissement de la production se traduit par une hausse du niveau général des prix.

Arrow et d'autres néolibéraux iront jusqu'à nier l'existence de l'illusion monétaire.

III. La Politique monétaire

1 - Les objectifs de la politique monétaire

A : Les objectifs du carré magique

La politique monétaire poursuit quatre objectifs finaux qui sont la croissance économique, le plein-emploi, la stabilité des prix et l'équilibre de la balance des paiements.

La politique monétaire conjoncturelle a longtemps été utilisée pour opérer un arbitrage entre inflation et emploi : en période de crise, une politique monétaire expansive permettait une reprise de l'activité au risque de voir augmenter l'inflation, tandis qu'en période de surchauffe, une politique monétaire restrictive permettait de réduire les tensions inflationnistes au risque d'inhiber quelque peu la croissance. Depuis le milieu des années 1970, les pays de l'OCDE ont opté pour la lutte contre l'inflation. C'est le cas de la France en particulier.

B : pour atteindre ces objectifs finaux, les autorités cherchent à atteindre des objectifs intermédiaires.

Il faut retenir quelques uns de ces objectifs intermédiaires en matière de politique monétaire :

- La maîtrise de la croissance de la masse monétaire constitue l'un des objectifs privilégiés des monétaristes. Il faut que la croissance de la masse monétaire soit égale au taux de croissance de l'économie réelle pour éviter toute tension inflationniste. C'est l'objectif poursuivi par la Banque centrale française dès 1976.

- Le niveau des taux d'intérêt nominaux est l'instrument privilégiés des keynésiens : l'idée est qu'une baisse des taux d'intérêt doit conduire à une reprise de l'activité économique. Même si les banques centrales ne poursuivent pas prioritairement cet objectif de croissance économique, elles prennent néanmoins en considération le niveau des taux d'intérêt qui a une incidence sur le niveau des investissements des entreprises et sur le volume des mouvements de capitaux à court terme.

- Dans des économies ouvertes comme aujourd'hui, la stabilité des taux de change est devenu un objectif intermédiaire fondamental. Il s'agit de trouver le taux de change d'équilibre, ce qui n'est jamais aisé : 1) un taux de change faible favorise les exportations mais est source de tensions inflationnistes et n'incite pas à l'amélioration des gains de productivité des entreprises nationales, protégées de la concurrence internationale. 2) un taux de change trop élevé, renchérit les exportations et risque de conduire les entreprises le moins concurrentielles à la faillite. Mais une relative surévaluation de la monnaie ralentit les risques inflationnistes.

En France l'objectif intermédiaire interne privilégié reste, depuis 1976 et le rapport Marjolin-Sadrin-Wormser, le contrôle de la croissance de la masse monétaire. L'objectif externe est le maintien de la stabilité du franc au sein du SME. Il faut maintenir les taux de change suffisamment élevés pour limiter l'inflation importée et inciter les entrepreneurs à des gains important de productivité : c'est la politique du franc fort.

2 - Les instruments de la politique monétaire

A : les banques de second rang peuvent se refinancer directement auprès de la Banque centrale par le biais du réescompte.

La Banque centrale fournit des liquidités aux banques de second rang en échange de quoi elle acquière des titres (effets de commerce, bons du Trésor). En modulant le taux et le niveau d'escompte, la Banque centrale influence sur la création monétaire. Le problème est que ce système est coûteux et relativement passif : la Banque centrale fixe unilatéralement le taux et fournit à ce taux toute la liquidité demandée.

B : la Banque centrale intervient sur le marché monétaire où les banques de second rang s'approvisionnent en liquidités.

En France le marché monétaire se compose de deux compartiments : le marché interbancaire, réservé aux professionnels de la banque et le marché des titres négociables à court terme, sur lesquels tous les agents peuvent échanger des titres.

Sur le marché interbancaire, la Banque centrale intervient par des opérations de prises en pension : un établissement financier cède à la Banque centrale un titre en s'engageant à le racheter dans un délai très court. Ces opérations peuvent avoir plusieurs formes :

- les opérations de pension sur appel d'offre : périodiquement la Banque centrale annonce les catégories de titre qu'elle est prête à prendre en pension ; les acteurs du marché indiquent alors le montant et les taux qu'ils sont prêt à payer, tandis que la Banque centrale, en fonction de ces réponses, fixe le montant et les taux.

- les opérations de pension à taux préfixés. Les interventions de la Banque centrale sur le marché déterminent deux taux directeurs : le taux d'appel sur offre constitue un plancher du marché interbancaire. Le taux du marché au jour le jour oscille entre ces deux taux directeurs. Ainsi en modifiant ses taux directeurs, la Banque centrale influe sur le taux d'intérêt du marché.

Depuis 1989, la Banque centrale peut aussi intervenir sur le marché des titres négociables à court terme au travers de la politique d'open Market Il s'agit pour la Banque centrale d'acheter ou de vendre des titres (bons du Trésor), afin d'influer sur la liquidité du marché. En achetant des titres, la banque centrale fournit des liquidités et fait augmenter le cours des titres, provoquant une baisse des taux d'intérêt. À l'inverse, en vendant des titres, la Banque centrale réduit le volume des liquidités, fait augmenter les taux d'intérêt, ce qui accroît le prix du refinancement pour les banques de second degré.

C : Le système des réserves obligatoires

Le système des réserves obligatoires consiste à obliger les banques de second rang à déposer à la Banque centrale des réserves en monnaie banque centrale, non rémunérées, en fonction des dépôts. Il s'agit de créer artificiellement une fuite en monnaie Banque centrale pour limiter les possibilités de création monétaire. En jouant sur le coefficient de réserves obligatoires ou l'assiette sur laquelle porte ces réserves, la Banque centrale peut encadrer le crédit.

D : l'encadrement du crédit

L'encadrement du crédit consiste à fixer par voie réglementaire et pour une période donnée, des normes de progression en matière de crédits. Tout dépassement de la norme est sanctionné, par l'obligation de constituer des réserves supplémentaires.

Les différents instruments de la politique monétaire peuvent être considérés à la fois comme substituables et complémentaires.

IV. Les Politiques monétaires en question.

1 - L'efficacité des politiques monétaires conjoncturelles chez les keynésiens.

A : pour les keynésiens, la politique monétaire est un instrument de politique conjoncturelle

La politique monétaire keynésienne se fixe comme objectif final l'arbitrage entre inflation et chômage et retient comme objectif intermédiaire les taux d'intérêt : lorsque l'économie est en surchauffe, une

politique monétaire restrictive, en augmentant le taux d'intérêt, permet de combattre les tensions inflationnistes. À l'inverse, en période de hausse du chômage, une politique monétaire expansive avec une diminution des taux d'intérêt doit permettre de relancer l'activité et l'investissement.

Il apparaît que la politique monétaire à la différence de la politique budgétaire est un instrument qui n'agit pas directement sur l'activité. L'efficacité d'une politique monétaire dépend de la réalisation de deux conditions :

- l'accroissement de l'offre de monnaie doit conduire à une baisse du taux d'intérêt ; or cette condition n'est pas toujours vérifiée en particulier dans les situations de trappe à liquidité.
- en second lieu, la baisse des taux d'intérêt doit se traduire par une reprise de l'investissement.

Comme l'efficacité de la politique monétaire est soumise à condition, les keynésiens appréhendent la politique monétaire comme un instrument d'accompagnement de la politique budgétaire : on parle à ce propos de Policy mix. Dans l'optique keynésienne, la politique monétaire relève d'interventions discrétionnaires. Il s'agit en fonction des situations de pouvoir discrétionnairement augmenter ou diminuer les taux d'intérêt de façon contra-cyclique. Ces politiques de "stop and go" ont été utilisées en France de 1967 à 1975.

2 - L'efficacité des politiques monétaires est contestée par les monétaristes et les nouveaux classiques.

A : Trois critiques à l'égard des politiques monétaires conjoncturelles

- La politique monétaire expansive se traduit par une accélération de l'inflation. Cela se produit à long terme selon Friedman du fait de l'illusion monétaire
- La politique monétaire conjoncturelle se heurte selon Friedman au problème des délais : si les cycles d'activité sont courts et que les délais d'efficacité de la politique monétaire sont longs alors une politique monétaire contra-cyclique risque de se retrouver pro-cyclique.
- Les monétaristes critiquent le choix du taux d'intérêt nominal comme objectif intermédiaire de la politique monétaire, dans la mesure où le taux d'intérêt nominal se compose de deux éléments : la rémunération d'un placement et l'inflation anticipée. Or lorsque le taux d'intérêt nominal varie, il est impossible de savoir si c'est la rémunération ou l'inflation anticipée qui sera modifiée.

B : Pour les classiques la politique monétaire doit s'appliquer sur un principe réglementaire et non discrétionnaire.

On retrouve ici le débat sur la crédibilité inauguré par Kydland et Prescott. Pour que les agents croient à la désinflation et modifient leurs anticipations il faut que la décision gouvernementale soit irréversible. À défaut la révision de la politique monétaire dans le but de combattre le chômage aura deux conséquences :

- le chômage ne baissera que momentanément, du fait de l'effet de surprise dont sont victimes les agents.
- perte de crédibilité pour l'avenir.

Une politique monétaire n'est crédible que si elle respecte la condition de cohérence intemporelle des choix. Cette crédibilité peut s'acquérir :

- Une première solution consiste à rendre la Banque centrale indépendante, ce qui évite de voir apparaître des cycles politico-économiques. L'inflation est d'autant plus faible que la Banque centrale est indépendante. Ce modèle d'indépendance des Banques centrales connaît une grande audience. La Banque de France est indépendante depuis la Loi du 4 août 1993, tandis que la Banque centrale européenne l'est depuis sa création.

Cependant cette indépendance est souvent critiquée : ainsi Nordhaus (1998) montre que l'indépendance peut conduire à un "jeu destructeur" entre la Banque centrale et les autorités budgétaires, si celles-ci mènent des politiques contradictoires.

- Une seconde solution consiste à fonder la crédibilité de la Banque centrale non sur son indépendance, mais sur des règles de comportement. Selon Rogoff (1985), il convient de nommer à la tête d'une Banque centrale une personnalité conservatrice, ayant une forte aversion pour l'inflation. Par ailleurs en adoptant un système à changes fixes, un pays peut importer la crédibilité de ses partenaires en matière de lutte contre l'inflation. C'est le cas du SME à l'égard du Mark.

C : La critique keynésienne de la pensée monétariste

Selon Kaldor, la politique d'inspiration monétariste se heurte à la difficulté de définition de la masse monétaire et selon Stanley Fisher l'analyse monétariste raisonne dans le cadre de prix parfaitement flexibles.

3 - L'ouverture sur l'extérieur rend aujourd'hui plus complexe le débat sur l'efficacité de la politique monétaire.

A : En situation de change fixe, la politique monétaire de relance ne permet pas d'atteindre l'équilibre interne.

Il n'existe pas en change fixe de marge de manœuvre pour une politique monétaire discrétionnaire : les mouvements de la masse monétaire induit par les variations de réserve de change compensent automatiquement les mouvements induits par les fluctuations du crédit interne. On peut considérer qu'en changes fixes l'offre de monnaie échappe au contrôle des autorités monétaires. Tel est bien le cas aujourd'hui au sein du SME, où les capitaux sont mobiles et relativement substituables entre les pays. On comprend pourquoi la politique monétaire française ne dispose pas véritablement de marges de manœuvre, si ce n'est en alignant ses taux sur ceux de la Bundesbank.

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

B : En situation de changes (quasi) fixes, la politique monétaire peut toujours s'affranchir de la contrainte de stabilité du change, par la dévaluation.

La dévaluation a deux effets : 1) une détérioration des termes de l'échange ; 2) un effet volume, on espère une augmentation des exportations et une baisse des importations. Mais l'enchaînement vertueux de la dévaluation sur les exportations et les importations est soumis à de nombreuses conditions qui rendent son efficacité douteuse. Une dévaluation ne se traduit pas forcément par une baisse du prix des exportations en devise, les exportateurs peuvent adopter un comportement à la marge. Cela s'observe notamment en France dans les années 1980.

C : En changes fixes, dès lors que le recours à la dévaluation est exclu, les autorités monétaires privilégient une politique monétaire restrictive ou coordonnée.

Selon certains, la politique monétaire restrictive constituerait la seule voie actuelle de rétablissement de l'équilibre externe et interne.

D'autres auteurs préconisent plutôt une politique de détente des taux d'intérêt, par la coordination des politiques monétaires. Une baisse coordonnée des taux d'intérêt permet d'éviter les situations d'asymétrie.