
ECONOMIE GENERALE

4^{ème} PARTIE : LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE

CHAPITRE 13

LA MONNAIE ET LE MARCHE MONETAIRE MOTS CLES

- Agrégats monétaires (M1, M2, M3)
- Anticipations
- Banque centrale, banques commerciales
- Banque Centrale Européenne (BCE)
- Banque de France
- Cours forcé, cours légal
- Créances
- Demande de monnaie keynésienne
- Demande de monnaie friedmanienne
- Demande de monnaie de Tobin
- Désintermédiation
- Equation de Cambridge
- FCP
- Fonctions de la monnaie
- Formes de la monnaie
- Intermédiation bancaire
- Loi bancaire de 1984
- Loi de Gresham
- Préférence pour la liquidité
- Principe du multiplicateur, principe du diviseur
- Marché monétaire
- Réserves obligatoires
- SEBC
- SICAV
- Taux d'intérêt
- Théorie quantitative de la monnaie
- Trésor public

PLAN

I. FONCTIONS, FORMES ET MESURE DE LA MONNAIE

A. Les fonctions de la monnaie

1. La monnaie, moyen d'échange
2. La monnaie, réserve des valeurs
3. La monnaie, unité de mesure des valeurs

B. Les formes de la monnaie

1. La monnaie métallique
2. La monnaie papier ou les billets
3. La monnaie scripturale
4. La monnaie électronique

C. Les mesures de la monnaie

1. La définition des agrégats monétaires
2. L'utilisation des agrégats monétaires

II. LE MARCHE DE LA MONNAIE

A. L'offre de monnaie

1. Les mécanismes de création monétaire
 - a. Les Banques commerciales
 - b. La Banque Centrale (Banque de France)

c. Le trésor Public

2. Les contreparties de la masse monétaire ou créances transformables

a. Les créances sur l'économie

b. Les créances sur l'extérieur

c. Les créances sur l'Etat

3. Les limites de la création monétaire

B. La demande de monnaie

1. Détention de monnaie dans une optique transactionnelle

a. La théorie quantitative de la monnaie (I. Fisher)

b. L'équation de Cambridge (A. Marshall, A.C Pigou)

2. Demande de monnaie comme demande d'encaisse (J-M Keynes)

a. Les motifs de transaction, de précaution et de spéculation

b. Le motif de financement

c. La préférence pour la liquidité

- La relation entre le prix d'un actif et le taux d'intérêt

- Les anticipations des agents

3. Demande de monnaie et diversification du patrimoine (Friedman)

4. Demande de monnaie, diversification du patrimoine et risque (Tobin)

C. Le taux d'intérêt, prix de la monnaie ?

D. L'organisation du marché de la monnaie

1. La loi bancaire de 1984

a. L'unicité du cadre juridique

b. Réglementation et contrôle de la profession bancaire

c. Les mécanismes et les procédures de sécurité

d. La banque universelle

2. Les acteurs du système bancaire

a. Les établissements de crédit

b. Les autres acteurs

3. Les différents compartiments du marché monétaire

L'approche la plus courante de la monnaie la définit comme un moyen de paiement accepté par tous, au sein d'un espace géographique donné, directement utilisable pour effectuer les règlements sur les marchés des biens et services ou pour régler définitivement toutes les dettes au sein d'un espace monétaire donné. L'étude de la monnaie nous oblige à délimiter le champ de nos investigations.

- Nous nous situons dans une économie monétaire, c'est-à-dire dans une économie où il y a circulation de la monnaie. La monnaie a ce que l'on appelle un **pouvoir libératoire immédiat et général**. La monnaie n'a pas d'utilité privée, mais une **utilité sociale**. Son utilisation est en effet uniquement collective.

- La monnaie est un bien indivisible (sa consommation par un individu quelconque ne diminue par la consommation des autres) qui s'échange sur un marché. Elle est donc offerte et demandée sur le marché monétaire.

- Le marché de la monnaie est organisé et structuré. On parle généralement de système bancaire, de loi bancaire, de banque centrale et de banques commerciales. L'existence de la monnaie repose **sur la confiance**. Celle-ci est liée à la garantie officielle qui est apposée sur toute monnaie sous forme d'une marque, image, emblème... La garantie donnée par une autorité représentant la collectivité, permet l'usage par le plus grand nombre.

- Le marché de la monnaie doit coexister avec d'autres marchés (marché des biens et services, marché financier et marché du travail). Ces 4 marchés sont interdépendants, ainsi le déséquilibre d'un marché entraîne souvent un déséquilibre sur les autres marchés. Le marché de la monnaie et le marché financier sont des marchés très volatiles, les ajustements en termes de prix sont très rapides. Le marché du travail et les marchés des biens et services sont plus rigides (les ajustements sont plus longs).

- La monnaie et le marché monétaire doivent être analysés en tenant compte du contexte historique, géographique et temporel. L'émergence de l'Union Economique et Monétaire (UEM), l'arrivée de l'Euro, la création d'une Banque Centrale Européenne ont modifié le paysage monétaire national, européen et international.
- L'utilisation et la circulation de la monnaie renvoient à la question du financement de l'économie, c'est à dire à la finance directe (marché financier) et indirecte (intermédiation bancaire).

I. FONCTIONS, FORMES ET MESURES DE LA MONNAIE

A. Les fonctions de la monnaie

On distingue habituellement trois fonctions de la monnaie :

1. La monnaie, intermédiaire des échanges

Dans les sociétés primitives, les échanges se réalisaient sous la forme d'un troc, un bien étant cédé contre un autre bien. Cette économie non monétaire présentait cependant une série d'inconvénients qui en limitaient son usage :

- Tout agent devait trouver non seulement quelqu'un qui soit prêt à lui vendre les biens qu'il recherche mais aussi qui accepte en échange les biens dont l'agent dispose. L'échange devenait particulièrement exceptionnel.
- Il était relativement difficile de déterminer la valeur d'une marchandise par rapport à toutes les autres. La difficulté de l'échange augmentait lorsque les marchés et les biens étaient nombreux.
- Enfin les coûts de transaction (recherche des lieux et termes de l'échange, recherche des clients, perte de temps, coûts de stockage, coûts de recherche d'information...) d'un tel échange pouvaient être très importants.

Le recours à **un moyen de paiement unique et accepté par tous**, la monnaie, est donc devenu une nécessité pour pallier les inconvénients du troc. L'intervention de la monnaie permet d'assurer les échanges et de séparer chaque transaction en deux parties : une vente et un achat. Ainsi dans une économie monétaire, celui qui détient un bien et souhaite le vendre, va pouvoir céder ce bien contre une certaine quantité de monnaie qui en constitue le prix. La monnaie élimine les coûts de transaction car elle permet d'éviter ceux afférents à la recherche d'un partenaire, à l'attente, au transport.

Plus généralement, avec la fonction d'intermédiaire des échanges, la monnaie peut être définie comme un moyen de règlement : **indéterminé** (c'est à dire qui permet d'acquérir n'importe quel bien ou service, et de régler n'importe quelle dette), **général** (elle est admise par tout le monde et en toutes circonstances, dans un espace déterminé, généralement national ou dans une communauté de paiement, exemple de l'EURO dans l'UEM), **immédiat** (le simple transfert de cet instrument de paiement entraîne l'extinction de la dette).

Pour assurer ce rôle, la monnaie a **cours légal**, c'est à dire qu'elle ne peut être refusée dans les paiements.

2. La monnaie, réserve des valeurs

Dès que la monnaie est un moyen d'échange, il est possible de la conserver pour réaliser un achat à une période ultérieure. La monnaie donne ainsi la possibilité de transférer du pouvoir d'achat d'une période à l'autre. Elle sert donc de **réserve de pouvoir d'achat**. On peut alors introduire la nécessité de détenir une encaisse monétaire et **donc une véritable demande de monnaie**, ce qui implique que les agents économiques ont un comportement spécifique par rapport à la monnaie qui pourtant n'a aucune utilité et n'est donc pas l'objet d'un besoin.

Les encaisses monétaires sont constituées par les agents pour diverses raisons :

- Pour faire face **au décalage** qui existe entre le moment où les agents effectuent leurs dépenses (étalées dans le mois pour le ménage) et le moment où ils perçoivent leurs revenus (en fois de mois pour les salariés).
- Pour constituer une réserve de monnaie pour **des dépenses imprévues** ou pour **saisir toute opportunité** (placements financiers, acquisition de biens....).

Cette fonction de réserves de valeur évolue en fonction de l'inflation, c'est à dire de l'augmentation du niveau général des prix. En période de hausse des prix, le pouvoir d'achat de la monnaie (la quantité de biens et services que l'on peut acquérir avec une unité monétaire) diminue, ce qui dégrade sa capacité à être une unité de réserve de valeur. En cas d'hyper-inflation, la monnaie n'assure plus la fonction de réserve de valeur car les agents économiques préfèrent s'en débarrasser et réaliser leurs transactions en monnaie étrangère (ou en troc). En revanche, lorsque les prix baissent, c'est l'inverse qui se produit, le pouvoir d'achat de l'agent économique augmente. La monnaie est recherchée et conservée par les agents économiques.

A travers la fonction de réserve de valeur, la monnaie est considérée comme un actif de patrimoine et devient une forme que peut prendre la richesse. Les agents économiques peuvent en effet détenir leur patrimoine sous forme **d'actifs réels** comme les biens de production (usines, immeubles, terrains...or), **d'actifs financiers** comme les obligations et actions dont le rendement est constitué de recettes en monnaie (l'intérêt pour les obligations,

412 les dividendes et plus-values pour les actions), **d'actifs liquides** comme la monnaie (billets et dépôts à vue) et quasi-monnaie (dépôts à terme, bons du Trésor).

La monnaie constitue en effet, par rapport à tous les autres biens, un actif parfaitement liquide permettant d'acquérir tout bien à n'importe quel moment. **Cette propriété de liquidité fait qu'elle est immédiatement disponible pour acquérir des biens** (le bon du trésor et les obligations sont moins liquides que la monnaie, car ils doivent être préalablement vendus sur un marché contre de la monnaie afin d'être utilisés comme moyens de paiement).

3. La monnaie, unité de mesure des valeurs (unité de compte)

Le Troc ne permettait de déterminer la valeur d'une marchandise que par rapport à celle avec laquelle elle avait été échangée. Avec la monnaie, qui constitue **un étalon de mesure** des valeurs, on ramène les multiples évaluations de chaque bien en termes de tous les autres à une seule évaluation, par rapport uniquement à l'unité de compte. La monnaie est ainsi une unité de mesure commune grâce à laquelle, les prix individuels des différents biens et les transactions sont évalués dans un langage chiffré commun à tous les membres de la communauté. Le nombre de prix à calculer a ainsi diminué.

B. Les formes de la monnaie

Si la nature de la monnaie dans tout système monétaire est unique, il existe plusieurs sortes d'instruments de circulation que l'on regroupe souvent dans la littérature économique sous le terme de « formes de la monnaie ». En réalité, l'étude de ces formes inclut celles des techniques d'émission des différents instruments monétaires, tout autant que la description des instruments de circulation eux-mêmes.

1. La monnaie métallique

Elle fait partie de la catégorie plus vaste de la **monnaie marchandise**. On appelle ainsi la monnaie dont la fonction d'unité de compte est rattachée à une quantité d'un étalon qui est un bien matériel et une marchandise ayant un coût de production et une valeur. L'instrument de paiement est ainsi un objet tangible. Ces objets ont été divers selon les sociétés (bétail, sel, coquillages, morue....) mais la monnaie marchandise la plus connue est la monnaie métallique. Si les métaux tels que le cuivre, le fer, le bronze ont constituées les premières monnaies, ce sont les métaux précieux (or et argent), en raison de leurs qualités particulières, qui se sont progressivement imposés comme instruments monétaires.

Quatre qualités essentielles de l'or et l'argent peuvent être présentées :

- **leur inaltérabilité** (l'or et l'argent peuvent être stockés sans inconvénients)
- **leur divisibilité** (il est possible d'obtenir des éléments de dimension voulue, la valeur de ceux-ci étant proportionnelle à leur poids).
- **leur malléabilité** (les métaux précieux peuvent recevoir l'empreinte d'un symbole

monétaire)

- **leur simplicité** (une valeur importante pour un faible volume)

Les métaux précieux ont subi de nombreuses modifications dans leur utilisation comme monnaie, ce qui a permis de favoriser considérablement les transactions.

→ A Babylone et en Egypte, l'or et l'argent circulent sous forme de lingots sans poids ni forme déterminés : il faut donc mesurer le poids du métal et sa pureté lors de chaque paiement. **On parle de monnaie pesée.**

→ Vers 800 A.V J.C, les lingots prennent un poids et une forme déterminés donnant naissance aux pièces métalliques. **On parle de monnaie comptée.**

→ Durant l'Antiquité, les pièces sont frappées par les autorités religieuses qui garantissent ainsi la valeur des pièces, c'est à dire le titre et le poids du métal qu'elles contiennent. **On parle de monnaie frappée.**

→ Au moyen âge, les souverains tentent à leur tour de prendre le monopole de la frappe de la monnaie. Le métal est transformé en instruments monétaires, des pièces frappées dans des organismes spécialisés (Hôtels des Monnaies), représentant un pouvoir politique (le Prince), qui achètent le métal à prix fixe et arbitrairement déterminé, dit **prix légal**. A cette occasion, la quantité de métal contenue dans la pièce est pesée et certifiée par l'apposition d'une marque officielle.

→ L'instauration de systèmes monétaires métalliques, reposant sur le bimétallisme, or et argent, date du XVII et XVIII^{ème} siècles. Ils cherchent à organiser le moyen de garantir la stabilité des monnaies métalliques face à l'arbitraire politique en imposant une règle concernant la définition et l'usage de la monnaie nationale, notamment par une relation fixe entre l'unité monétaire et une quantité de métal précieux ainsi que la mise en oeuvre de la frappe par un organisme spécialisé.

Ce système est apparu en France avec le franc germinal, en mars 1803. Les francs sont des pièces d'argent et d'or qui circulent pour les paiements et qui **auront un pouvoir libérateur illimité** (tout débiteur peut s'acquitter d'une dette au moyen de pièces d'or et d'argent, ce qui lui confère cours légal).

Le système s'inspire des principes libéraux **comme la libre frappe des monnaies** (quiconque possède le métal peut l'apporter à l'Hôtel des Monnaies pour le faire diviser, possibilité d'échanger des pièces contre des lingots) **toutefois seule la loi peut modifier le rapport officiel entre les deux métaux** (le franc était alors défini selon un rapport légal entre l'or et l'argent soit 1g d'or égal 15,5 g d'argent).

→ Le système du bimétallisme évoluera vers la seconde moitié du XIX siècle vers le **monométallisme** du fait des rapports entre le métal monnaie et le métal marchandise. En effet, les pièces du métal le plus apprécié sur le marché furent l'objet de spéculation (le cours des métaux précieux fût largement influencé par la découverte des mines d'or et d'argent) et de thésaurisation grâce aux possibilités de transformation. Ainsi si l'argent se déprécie par rapport à l'or sur le marché, ce dernier sera thésaurisé.

On assiste alors à une rivalité entre les deux métaux marqué par **le triomphe du monométallisme-or**. Il est instauré en Grande Bretagne dès le début du 19^{ème} siècle, puis en Allemagne et aux Etats Unis, et en France en 1876.

Ce phénomène est plus connu sous le nom de **Loi de Gresham** : «Lorsque deux monnaies circulent dans un pays, la mauvaise a tendance à chasser la bonne ». Comment expliquer ce phénomène ? Considérons un agent qui reçoit deux pièces d'or sensées avoir la même valeur monétaire. La première est composée d'or pur alors que la seconde est composée de 50% d'or pur et de 50% d'argent. Chaque pièce possède officiellement le même pouvoir d'achat. Cependant, la seconde a moins de valeur que la première et cela est parfaitement connu. Si ces deux monnaies circulent en même temps, les agents économiques vont garder la monnaie composée entièrement d'or pur et utiliser l'autre pour le règlement de

leurs transactions.

A la veille de la première guerre mondiale, règne **le système monétaire international dit de l'étalon-or sous l'égide de l'Angleterre**, c'est à dire réglementé par la politique monétaire et les interventions de la Banque d'Angleterre. Toutes les monnaies sont alors définies en un poids d'or et les taux de change entre elles sont donc des rapports de quantités physiques d'or.

414

Malgré quelques expériences, **la première guerre mondiale est marquée par l'abandon des mécanismes de l'étalon-or**. Cette suspension s'explique principalement par le développement d'autres formes de monnaie et de crédit lié aux nécessités des dépenses de guerre et de l'impossibilité de satisfaire aux exigences de convertibilité en métal de ces instruments. Certains pays comme la Grande-Bretagne (1925), la France, ont tenté de rétablir l'ancien système. On instaure en France, dès 1928, l'étalon lingot d'or. Le franc est convertible à nouveau en or, mais seulement en lingots d'un poids minimum de douze kilogrammes et non plus en pièces, afin d'économiser l'or. La crise de 1929 et ses suites contraindront l'ensemble des pays à abandonner toute convertibilité en or même en lingots. L'or ne jouera plus aucun rôle dans les paiements et toute référence à lui aura définitivement disparu au niveau international lorsque le dollar, seule monnaie encore définie en or, en sera détaché en 1971 avec la fin des **Accords de Bretton Woods**.

2. La monnaie de papier ou les billets

La monnaie papier est acceptée en vertu de la confiance de son émetteur (d'où sa dénomination de **monnaie fiduciaire**). On dit également que c'est un instrument monétaire qui a une faible **valeur intrinsèque** en comparaison de **sa valeur faciale**.

La mise au point de cet instrument monétaire s'est révélée relativement longue. Trois grandes étapes ont marqué l'évolution du billet de banque :

→ Dans l'Antiquité, puis au Moyen Age, les particuliers déposent de l'or et de l'argent auprès de banquiers et reçoivent en contrepartie des billets représentatifs de ces dépôts. **Le Billet est alors un certificat représentatif d'un dépôt de métal précieux**. Utilisé pour effectuer des règlements, le billet ne constitue pas pour autant une véritable monnaie.

→ Il faut attendre le XVII^{ème} siècle pour que le banquier suédois Palmstruck procède à une réelle création du billet de banque. En émettant un nombre de billets supérieur au nombre de dépôts de métal précieux, Palmstruck fait des billets **une véritable monnaie** s'ajoutant à la monnaie métallique. La circulation de cette nouvelle forme de monnaie repose avant tout sur la certitude de pouvoir convertir à tout moment les billets en métal. On parle alors de **billet de banque convertible**.

Cette convertibilité du billet de banque fût favorisée par l'Etat (la loi), qui lui conféra **cours légal** (le billet ne pouvait être refusé en paiement par tous). C'est alors sur la loi que repose la confiance dans cette forme de monnaie.

A la suite d'événements tels que les guerres et les demandes massives de conversion des billets en métal précieux, l'Etat fût amené à prononcer le **cours forcé** des billets (il devenait impossible d'en obtenir le remboursement en pièces). Cette mesure mise en place temporairement par de nombreux pays, devint définitive après la crise économique de 1929 et les nombreux chocs monétaires de cette fin de siècle. On parle alors de **billet de banque inconvertible**.

3. La monnaie scripturale ou la monnaie de banque

On appelle ainsi la forme de la monnaie consistant **en une écriture dans les livres d'une banque sous la forme de l'ouverture d'un compte à un client donnant naissance à un dépôt qui est une reconnaissance de dette de la banque envers son titulaire**, et qui circule, sert à payer ses créanciers, est transférée sur le compte d'un autre agent par l'intermédiaire d'instruments tels que les chèques, les ordres de virement et les cartes bancaires.

Il s'agit de pratiques très anciennes. Ainsi les Grecs et les Romains connaissaient les virements de même que les arabes qui les utilisaient au IXe et Xe siècles. Cependant leur véritable développement date du XIIe siècle grâce aux marchands italiens et flamands. Les premières techniques dites « bancaires » apparaissent sous la forme de **virements** effectués à partir des comptes courants de marchands tenus par des banquiers changeurs. Les transferts pouvaient s'opérer entre banques. Les règlements se faisaient par débits et crédits de comptes et des avances en comptes courants (découverts ou prêts gagés) étaient possibles. Les comptes étaient ouverts sans dépôts d'espèces préalables.

Viendront ensuite les **procédés de paiements à distance et lettres de change**. Ces techniques présentent l'avantage de permettre de payer sur une autre place un exportateur étranger par exemple. Pour cela, on utilisait les reconnaissances de dettes écrites à échéance fixée. Au moment des Foires ou Places, on concentrait en un lieu et une date, un grand nombre de ses créances pour lesquelles on procédait à la compensation générale. Les soldes étaient rarement payés en espèces (car dangereux et coûteux) et plus généralement par report à la Foire suivante.

La lettre de change fût le type de reconnaissance de dette le plus répandu. Elle apparaît au XIVe siècle et va devenir un outil indispensable du commerce et plus particulièrement du commerce international. Ce mécanisme permet le paiement à distance et met en relation plusieurs agents.

Ces pratiques en se généralisant, notamment dans le cadre de Foires, vont donner lieu à de vastes systèmes de compensation multilatérale dans lesquels les intermédiaires spécialisés vont s'interposer pour centraliser les lettres de change, évaluer leur qualité (juger la liquidité des débiteurs) et effectuer le change de celles-ci puisqu'elles sont libellées dans des unités de compte différentes. Ainsi apparaissent des marchands de dettes spécialisés : **les banquiers**. Le rôle de ces intermédiaires spécialisés va progressivement s'accroître. Ils vont tout d'abord permettre au système des paiements de s'améliorer en accélérant la circulation des dettes par la technique de l'endossement de lettres de change qui cependant peut être opéré par n'importe quel agent. Le transfert de créance s'effectuant alors par signature du nouveau créancier, les banquiers vont accepter de se substituer aux créanciers, ce qui permet de régler plus vite les créanciers initiaux. Ils vont ensuite faciliter le tirage de lettres de change en les émettant spontanément sur eux-mêmes pour permettre à leur client de régler et améliorer la compensation.

A partir du XVIIIe siècle, apparaît **l'escompte**. A cette occasion, ils ajoutent à leur fonction de participation aux mécanismes de paiements celle de faire des crédits. La Banque achète alors la traite à son client et lui remet en échange des espèces ou des billets. Cette opération l'oblige à détenir des réserves. Ce sera un facteur de développement d'une autre activité caractéristique des banques; celle de recevoir des dépôts du public.

La monnaie scripturale représente de nos jours, une part très importante des moyens de règlement. La lettre de change et le billet à ordre sont cependant de moins en moins utilisés au profit d'autres instruments :

- **Le chèque** est un ordre de paiement écrit adressé à sa banque (le tiré) que le payeur (le tireur) remet au bénéficiaire. Celui-ci peut se faire payer auprès de la banque du tiré directement ou le remettre à sa propre banque pour créditer son compte. Ainsi un dépôt bancaire (une dette du tiré) sera transféré du compte du payeur vers le compte du bénéficiaire.
- **Le virement** est un ordre du payeur adressé directement à sa banque afin que celle-ci effectue un transfert de fonds sur le compte d'un bénéficiaire par débit ou crédit. Celui-ci peut être un ordre automatique (permanent) donné à la banque afin que cette dernière vire à date fixe un montant déterminé à un tiers désigné à l'avance par le payeur. Le virement et le chèque sont rédigés sur du papier mais sont traités par l'informatique.

- **L'avis de prélèvement automatique** est à l'initiative du créancier qui opère un prélèvement dans le cadre d'une autorisation donnée par le titulaire du compte. Cet instrument est généralement utilisé pour le paiement des impôts et des factures (téléphone, électricité...). La somme est automatiquement et régulièrement prélevée sur le compte du débiteur.

- **Le titre interbancaire de paiement** ; le débiteur donne son accord pour le paiement de chaque opération, mais le titre fait ultérieurement l'objet d'un traitement informatique.

- **La carte bancaire** est l'instrument le plus dématérialisé. Lors du paiement, les coordonnées bancaires du payeur sont saisies par lecture d'une piste magnétique de sa carte. Elles permettront de pouvoir automatiquement débiter son compte et créditer le bénéficiaire de façon immédiate ou différée selon le type de contrat qui lie la banque et le détenteur de la carte. Il existe des formes élaborées qui permettent des opérations encore plus rapides, plus sûres et plus anonymes. Ainsi un code secret peut être joint à la carte qui est composé par le payeur rendant le débit immédiat. Les cartes à puces sont des cartes bancaires possédant un ordinateur miniaturisé permettant de stocker des informations sur un compte bancaire et de le débiter très rapidement. On parle également de **monnaie électronique**.

Si l'évolution des formes de la monnaie a été peu marquée durant les siècles précédents, la France (comme beaucoup de pays européens) connaît depuis les années 50 trois mutations importantes en matière d'utilisation des formes de monnaie et des moyens de paiement.

- La première concerne le *fort développement de la monnaie scripturale* face à la monnaie fiduciaire. Entre 1950 et 2000, la part des billets et des pièces de monnaie est passée de 51% à 16% (celle des dépôts à vue de 48,9 à 84%). Cette évolution est liée à la croissance économique enregistrée durant les Trente glorieuses (développement de la consommation de masse, besoins croissants de financement, essor du secteur bancaire...). Ce phénomène marque un déplacement du pouvoir de création monétaire de la Banque Centrale aux Banques commerciales.

- La seconde ne concerne que la *monnaie scripturale*. Elle est relative aux moyens de paiements qui bénéficient des progrès de la technologie et s'effectue au détriment des modes de paiements traditionnels.

Evolution des principaux moyens de paiements scripturaux

- **La monnaie électronique ou monétique** constitue la troisième mutation en matière de modes de paiement. Elle correspond à l'ensemble des techniques informatiques, magnétiques et télématiques assurant le transfert de sommes d'un compte vers un autre sans recourir à un support papier. L'essor des NTIC (Internet) autorise le développement de ce que l'on appelle le **porte-monnaie électronique**. Ce système repose sur un chargement, par un émetteur, d'unités électroniques sur le microprocesseur d'une carte contre le débit du compte du porteur.

C. Les mesures de la monnaie

Les mesures de la monnaie reposent sur la constitution d'agrégats qui tiennent une place importante tant pour la connaissance du comportement financier de agents économiques que pour la définition et la conduite de la politique monétaire.

1. La définition des agrégats monétaires

Les agrégats monétaires sont définis comme : « *des indicateurs statistiques reflétant la capacité de dépense des agents non financiers résidents. Ils regroupent les moyens de paiement de ces agents, et parmi les placements financiers, ceux qui peuvent être utilisés en règlement des transactions après conversion rapide et facile en moyens de paiement sans risques de perte de capital* ».

Cette définition générale appelle certains commentaires :

- **Un agrégat monétaire** est une mesure comptable de la monnaie en circulation (encore appelée **masse monétaire**). La monnaie utilisée pour des opérations entre agents financiers

n'en fait donc pas partie.

- Le contenu de la masse monétaire variera en fonction des actifs financiers choisis pour comptabiliser la monnaie en circulation (pièces, billets, monnaie scripturale ?)
- Une telle définition conduit à exclure des agrégats, les actions et les obligations (dont la conversion en moyen de paiement fait courir un risque de moins-value), les formes de placement exigeant une durée minimale de détention (c'est le cas des plans d'épargne logement, mais aussi des contrats collectifs d'assurance-vie pour lesquels une immobilisation minimale de 4 ans et 8 ans est nécessaire).
- Les dépôts en devises ou en euros dans une banque française d'un non-résident correspondent à une opération internationale de portefeuille qui n'affecte pas l'activité économique interne. On peut donc les exclure de la masse monétaire.

Jusqu'en décembre 1998, la France comptabilisait 4 agrégats monétaires (M1, M2, M3, M4) Au delà de M4, on entrait dans l'épargne financière, classée en trois sous-ensembles cohérents et non emboîtés. Il s'agissait ici de ressources longues correspondant à un financement non monétaire de l'économie.

- **P1** : Formes d'épargne contractuelle (PEL, PEP, Bons de Capitalisation). Rassemble des placements stables par vocation et non négociables sur un marché.

- **P2** : Obligations et parts de SICAV obligataires détenues par les agents non financiers.

- **P3** : Obligations et parts de SICAV actions détenues par les agents non financiers.

Depuis le 1^{er} janvier 1999, les agrégats monétaires sont établis par la Banque Centrale Européenne et diffusées sur des bases mensuelles, trimestrielles et semestrielles. La présentation par la BCE des agrégats monétaires de la zone Euro repose sur des définitions harmonisées des secteurs émetteur et détenteur de monnaie. *Le secteur émetteur* de monnaie regroupe les institutions financières et monétaires (IFM) résidentes de la zone Euro dont les exibilités vis à vis des non IFM situées dans la même zone présentent un caractère fortement monétaire. En France la notion d'IFM englobe la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires, le Trésor public et la Poste en tant que collecteur de dépôts. *Le secteur détenteur* de monnaie recouvre l'ensemble des non-IFM résidents dans la zone Euro, soit : les ménages, les sociétés non financières, les gouvernements d'Etats fédérés, les collectivités locales, les administrations de sécurité sociale et les institutions financière autres que les IFM (Caisse nationale d'autoroutes...).

La BCE retient trois agrégats monétaires :

- **Un agrégat monétaire étroit M1** : Billets et pièces en circulation, + Dépôts à vue
- **Un agrégat monétaire intermédiaire M2**, comprenant M1 + Dépôts remboursables avec préavis < 3 mois (comptes sur livret) + Dépôts à terme non négociables d'une durée < 2 ans
- **Un agrégat monétaire au sens large M3** ajoutant à M2 des instruments négociables émis par les IFM (les titres de créances d'une durée < 2 ans, les titres d'OPCVM monétaires dont SICAV ET FCP).

Source : Banque de France (décembre 2007)

Si nous comparons les anciens agrégats utilisés par la Banque de France en 1998 et ceux adoptés par le SEBC depuis 1999, on peut noter les points suivants :

- une parfaite correspondance entre l'ancien et le nouvel agrégat M1
- le nouvel agrégat M2 est supérieur à l'ancien. Les dépôts avec préavis inférieur ou égal à 3 mois recouvrent les placements à vue ayant un caractère de transférabilité incomplet. Dans le cas de la France, il s'agit des livrets A et bleu, CODEVI, CEL, livrets d'épargne populaire, 419

livrets jeunes, livrets soumis à l'impôt). Sont aussi comptabilisés dans M2, les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans.

- les composantes M3-M2 sont estimées comme le solde des encours émis et détenus par les IFM. Au niveau français, elles peuvent être négatives lorsque les IFM résidant en France

détiennent plus de titres émis par les IFM de la zone Euro qu'elles n'en émettent elles-mêmes. Nous retrouvons dans M3-M2 :

- * les titres des OPCVM monétaires
 - * les titres de créances émis d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans
 - * les instruments du marché monétaire (titres émis à court terme, inférieur à 1 an et négociables sur le marché monétaire)
 - * les pensions (espèces perçues en contrepartie des titres vendus aux IFM à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres à un prix et à une date déterminée).
- Les parts françaises dans la zone euro sont respectivement de 19,9% pour M1, 16,6% pour M2 et 20,4% pour M3.

Malgré l'Union Monétaire et Economique, et le nouveau statut de la BCE, la Banque de France continue à avoir une batterie d'indicateurs nationaux :

- décomposition des comptes sur livrets (livret A : 44%, livret bleu : 18%)
- décomposition des dépôts à terme d'une durée > à 2 ans (PEL : 200 Milliards d'€ ; PEP : 70 milliards d'€).

Le plus important des indicateurs de la Banque de France reste cependant l'EIT (endettement intérieur total). Il s'agit de l'endettement de l'Etat et des agents non financiers sous la forme de crédits et de financements sur le marché monétaire et obligataire.

DECOMPOSITION DE L'ENDETTEMENT INTERIEUR TOTAL (milliards d'€)

Endettement intérieur total

Le suivi de l'EIT renseigne sur les ressources d'emprunt dont disposent les agents non financiers résidents et permet d'apprécier un risque d'augmentation excessive de la demande interne (une hausse de l'inflation).

2. L'utilisation des agrégats monétaires

Sachant que les agrégats ont pour objet de préciser les comportements monétaires et financiers des agents économiques, l'important est de connaître leurs évolutions. Un des objectifs prioritaires de la politique économique, et plus particulièrement de la politique monétaire est la lutte contre l'inflation.

Certains théoriciens (classiques) ont avancé qu'il existait une relation positive entre la croissance de la masse monétaire et la hausse des prix (de nombreux constats empiriques sont venus confirmer cette thèse). C'est pourquoi la BCE surveille l'évolution de l'agrégat M3 et s'en sert comme indicateur avancé du taux d'inflation. L'évolution de la structure de la masse monétaire reflète les changements de comportement des agents face aux actifs financiers. L'étude des agrégats indique les mouvements de substitution entre les divers éléments de la masse monétaire.

On peut également chercher à analyser les évolutions des agrégats monétaires par rapport au PIB. Pour préciser celles-ci, on emploie un ratio : **la vitesse de circulation de la monnaie**.

En la matière, il convient de distinguer la **vitesse-transaction** de la monnaie qui donne le nombre de fois que l'unité monétaire moyenne est échangée pendant l'unité de temps (l'année) et la **vitesse-revenu** de la monnaie qui est le nombre de fois que l'unité monétaire moyenne est la contrepartie de transactions génératrices de revenus pendant l'unité de temps, soit $V = Y / M$ (Y est le revenu national identique au PIB).

La vitesse-revenu de la monnaie sera différente de sa vitesse-transaction dans la mesure où le PIB ne reprend pas l'ensemble des transactions effectuées au cours d'une année, mais seulement celles ayant engendré une création de biens et services. Les ratios présentés ici sont donc représentatifs de la vitesse-revenu.

La vitesse de circulation de la monnaie V estimée par rapport entre le PIB et l'encours de l'agrégat pris en compte. En 1999, $VM1 = PIB/M1 = 4,36$; $VM2 = PIB/M2 = 2,30$; $VM3 = PIB/M3 = 1,57$. Au cours des deux décennies, la vitesse-revenu de M3 a affiché une tendance assez régulièrement orientée à la baisse puisque durant cette période, la progression de M3 a

été supérieure de quelque 1% à celle du PIB.

L'évaluation de la vitesse de circulation de la monnaie peut fournir de précieuses indications aussi bien conjoncturelles (la hausse de V est associée à une période de croissance économique) que structurelle (modifications des habitudes de paiement).

II. LE MARCHE MONETAIRE

Avec le développement de l'activité et des échanges économiques, les agents ont besoin d'une quantité croissante de moyens de paiement. L'offre de monnaie est le plus souvent la conséquence d'une offre de crédits par les banques ou d'une monétisation par celles-ci de titres de créances sur les agents non financiers (ménages et entreprises), sur l'Etat ou sur l'extérieur. Déterminée par les comportements respectifs des banques, de la Banque Centrale et du secteur non bancaire, l'offre de monnaie repose sur un processus de création monétaire, plus connue sous la maxime : « Les crédits font les dépôts ». Après avoir présenté les mécanismes de la création monétaire, nous en préciserons les limites.

A. L'offre de monnaie

« *Un acte de création monétaire consiste à transformer des créances en moyens de paiement* » (Banque de France, 1986). Cette simple définition appelle trois questions : qui a pouvoir de transformation ? Quelles créances sont transformables ? Quel intérêt tirent les agents économiques de ces opérations ?

1. Les mécanismes de création monétaire

Le pouvoir de transformation des créances en moyens de paiement est exclusivement détenu par les institutions financières, principalement les banques. La création monétaire met toujours en relation deux catégories d'acteurs : les agents non financiers et les agents financiers qui seuls ont pouvoir de création monétaire. Cette création monétaire est assurée par trois types d'agents : les banques commerciales, la Banque Centrale (BCE et Banque de France) et le Trésor Public.

421

a. Les Banques commerciales

A l'origine, les banques ne prêtaient qu'à hauteur du montant de monnaie métallique détenue à leur actif. Ainsi lorsqu'un dépôt d'or était effectué pour une durée d'un an par exemple, la banque pouvait prêter cette somme pour une durée inférieure. Les banques s'aperçurent toutefois que leurs stocks de monnaies métalliques (or, argent) ne descendaient jamais en dessous d'un certain seuil puisqu'une partie des sommes prêtées revenaient toujours dans leurs caisses sous forme de dépôts. Les banques décidèrent alors de prêter une nouvelle fois ces encaisses, donc d'accorder de nouveaux crédits, sans prendre trop de risques, puisque les dépôts se reconstituaient dans les comptes des nouveaux emprunteurs. Ainsi les banques prêtaient plusieurs fois les mêmes sommes. Chaque déposant considérait ses dépôts comme disponibles alors qu'ils étaient à l'origine de nouveaux crédits. Il y avait **une création monétaire** puisque les moyens de paiement dont pouvaient disposer les individus étaient bien supérieurs aux encaisses métalliques et billets en circulation dans l'économie.

Aujourd'hui les banques ne sont plus de simples intermédiaires qui prêtent des fonds à partir des dépôts reçus. Elles créent de la monnaie lorsqu'elles accordent des crédits. Ce sont ainsi *les crédits qui font les dépôts et non plus l'inverse*. Les opérations de crédit réalisées par les banques représentent donc une source majeure de création monétaire. Il s'agit des crédits accordés aux particuliers, aux entreprises mais également à l'Etat.

La création monétaire peut être analysée simplement en prenant le cas d'une économie comprenant une seule banque, puis le cas d'une économie à plusieurs banques.

✂ Cas 1 : économie comprenant qu'une seule banque

Supposons qu'un agent économique non financier, une entreprise X , n'ait plus de ressources monétaires pour payer son fournisseur Y , cette dernière va demander à sa banque A de lui

octroyer un crédit de 100 €. Lorsque l'opération est réalisée, la banque A acquiert une créance de 100 € sur l'entreprise X. Les bilans de l'entreprise X et de la banque A peuvent être représentés de la manière suivante :

BILAN de la banque A Bilan de l'entreprise X

Actif Passif Actif Passif

Créance sur X Dépôt de X **Dépôt en A Dette envers A**

+ 100 € + 100 € + 100 € + 100 €

L'entreprise X va utiliser l'encaisse de 100 € pour payer son fournisseur (lui-même client de la banque A). Au terme de cette opération, les bilans de l'entreprise X, du fournisseur Y et de la banque A se présentent ainsi :

BILAN de la banque A Bilan de l'entreprise X Bilan du fournisseur Y

Actif Passif Actif Passif Actif Passif

Créance sur X Dépôt de Y Mat 1^{ère} Dette envers A Mat 1^{ère} -100 €

+ 100 € + 100 € + 100 € + 100 € Dépôt en B + 100€

Lorsque le Trésor Public, banquier de l'Etat, veut financer le déficit budgétaire, il peut émettre des bons du Trésor qui seront achetés par les banques. Ces dernières acquièrent donc une créance sur le Trésor Public en créant de la monnaie.

Ainsi dès l'opération de crédit, le passif de la banque s'est accru de 100 €. Un point important concerne cependant la relation entre dépôts et crédits. On peut croire que la banque accorde le crédit à l'entreprise X sur la base des dépôts qu'elle collecte préalablement. En fait, il n'en est rien et c'est même le contraire qui se produit. Ce sont **bien les crédits qui font les dépôts** et non l'inverse dans la mesure où cette opération conduit à créditer le compte courant de l'entreprise X. Plus généralement, au titre des **crédits de l'économie**, les agents non financiers peuvent obtenir de la monnaie en émettant des titres financiers (c'est à dire des valeurs mobilières : actions et obligations), en vendant des actifs réels (immeubles, terrains), en vendant des devises, des créances (billets à ordre, lettre de change, créance sur l'Etat). Notons cependant, que lorsque des crédits à l'Etat ou à l'économie sont remboursés, les titres financiers ou les actifs réels sont repris par le secteur non bancaire, enfin lorsque les agents non financiers demandent des devises dans le but de régler des transactions économiques, il y a **destruction monétaire**. Ainsi lorsque l'entreprise X utilise les fonds dont elle dispose sur son compte courant pour rembourser la banque A, son compte est débité d'un montant de 100 €. En contrepartie, la dette contractée par l'entreprise X disparaît. Le remboursement du crédit met un terme à l'existence de l'effet représentatif de crédit.

En conclusion, l'octroi d'un crédit par une banque à un agent non financier se traduit par une création de monnaie et le remboursement du crédit entraîne une destruction de monnaie.

BILAN de la banque A Bilan de l'entreprise X

Actif Passif Actif Passif

Créance sur X Cpte courant de X Cpte courant en A Dette envers A

- 100 € - 100 € - 100 € - 100 €

✂ **Cas 2 : économie comprenant plusieurs banques**

Considérons maintenant les transactions économiques de deux agents non financiers X et Y, dans une économie à deux banques, A et B, qui leur ont accordé des crédits.

BILAN de la banque A BILAN de la banque B

Actif Passif Actif Passif

Créance sur X Dépôt de X Créance sur Y Dépôt de Y

+ 100 € + 100 € + 200 € + 200 €

Supposons que Y tire un chèque de 30 € à l'ordre de X, et qu'à la suite d'une autre transaction, X tire un chèque de 20 € à l'ordre de Y. Des opérations de règlement vont devoir être effectuées entre les deux banques. Après compensation (c'est à dire annulation des créances et des dettes), la banque B doit 10 € à la banque A. Au terme des transactions,

l'agent X possède un dépôt de 110 € à la banque A et l'agent Y dispose d'un dépôt de 190 € à la banque B. Les bilans des deux banques apparaissent de la manière suivante :

Disparition de l'effet représentatif du crédit Remboursement du crédit et destruction monétaire

BILAN de la banque A BILAN de la banque B

Actif Passif Actif Passif

Créance sur X Dépôt de X Créance sur Y Dépôt de Y

100 € + 110 € + 200 € + 190 €

Créance sur B Dette envers A

10 € 10 €

Dans le cas d'un système à banques multiples, on constatera généralement une certaine inégalité des parts de marché dans la distribution des crédits comme la collecte des dépôts. Dans notre exemple, le marché de la banque B en matière de crédits est de 66% (200 / 300) alors sa part dans la collecte des dépôts n'est que de 63% (190 / 300). Il y a donc **une fuite** de 10 € dans le retour des dépôts de la banque B, le respect de la contrainte de l'équilibre du bilan obligera la banque B à se refinancer, c'est à dire à l'emprunt auprès de la banque A des 10 € de ressources financières nécessaires à l'équilibre de son bilan.

En généralisant, un système à banques multiples peut être composé par trois sortes de banques : (i) Des banques qui équilibrent leurs opérations de crédits et de dépôts. Une banque C distribuerait 1000 € de crédits et capterait 1000 € de dépôt. (ii) Des banques qui distribuent beaucoup plus de crédits que de dépôts. L'équilibre du bilan leur impose un endettement (donc une obligation de se refinancer). (iii) Des banques qui captent plus de dépôts qu'elles n'accordent de crédits. Elles peuvent assurer le bouclage financier du système en permettant aux autres banques de se refinancer. Elles procéderont à l'acquisition de créances sur celles-ci. De cet exemple, nous pouvons tirer deux enseignements. D'une part, chaque banque commerciale crée sa propre monnaie scripturale en accordant des crédits aux titulaires de comptes. D'autre part, les banques sont tenues d'assurer la circulation de la monnaie scripturale entre les comptes de leur client. **Dès lors toute banque qui crée et fait circuler de la monnaie scripturale, se trouve confronter à des fuites hors de son circuit monétaire.**

* Si les fuites du réseau bancaire A vers le réseau bancaire B sont juste compensées par les fuites du réseau bancaire B vers le réseau bancaire A. Il y a parfaite compensation des dettes que les banques ont l'une envers l'autre et **nulle opération de refinancement n'est nécessaire**. Ce résultat est mis en évidence par le principe de croissance équilibrée du système bancaire.

BILAN de la banque A BILAN de la banque B

Actif Passif Actif Passif

Crédits 6000 € Dépôts 6000 € Crédits 4000€ Dépôts 4000€

Les parts de marché sur les crédits (ou dépôts²) des deux banques sont égales à :

Banque A : $6000 : (6000 + 4000) = 60\%$

Banque B : $4000 : (4000 + 6000) = 40\%$

Ce calcul des parts de marché est important car il souligne que 60% des agents non financiers sont clients de la banque A et que les 40% restant sont les clients de B.

² Nous considérerons ici qu'il existe une égalité entre dépôts et crédits.

Si la banque A octroie de nouveaux crédits à sa clientèle (montant : 1200 €), il se produit des fuites interbancaires de A vers B. Les clients de A vont en effet les dépenser auprès de l'ensemble des agents non bancaires de l'économie dont on connaît la répartition. Ainsi, il reste 720€ (soit 60% des 1200€) dans le réseau de la banque A et 480€ (soit 40% de 1200€) se retrouvent dans le réseau de la banque B. Cette fuite donne naissance à une dette de 480€ de la banque A envers la banque B (on peut encore dire que la banque B a une créance de 480€ sur la banque A). Si la banque B ne réagit pas, la banque A va de la distancer sur le marché du

crédit et elle risque de perdre une partie de sa clientèle (au profit de la banque A). C'est pourquoi la banque B réagira en octroyant elle aussi des crédits à sa clientèle. Il en résultera des fuites interbancaires de la banque B vers la banque A.

Pour assurer une croissance équilibrée du secteur bancaire, c'est à dire que les parts de marché sur les dépôts et les crédits restent inchangées, il est nécessaire que le montant des crédits accordé par B à sa clientèle vienne compenser les fuites que A enregistre lorsqu'elle a distribué ses propres crédits.

En d'autres termes, il convient de respecter l'égalité suivante :

Fuites bancaires de A vers B = Fuites bancaires de B vers A

$$FA = FB \quad (1)$$

Le montant des fuites pour chacune des banques s'écrit :

$$FA = CA (1 - dA) \quad (2)$$

$$FB = CB (1 - dB) \quad (3)$$

$$\text{avec } dB + dA = 1$$

FA , FB représentent les fuites des banques A et B,

CA , CB les crédits ; dA et dB les parts de marchés.

Compte tenu des équations (1), (2) et (3), on peut calculer le montant des crédits que la banque B devra accorder à ses clients :

$$\text{Soit } FA = CB (1 - dB) \Rightarrow CB = FA : (1 - dB)$$

$$CB = 480 : (1 - 40\%) = 800 \text{ €}$$

Sur ces 800€, une proportion égale à 40%, soit 320€ restera dans le réseau bancaire de B, le reste (soit 480€) se retrouvera dans le réseau bancaire de A, compensant exactement les fuites qui ont eu lieu lors de l'octroi des 1200€ de crédits par A.

A terme, aucune banque n'est créancière ou débitrice de l'autre. La masse monétaire est passée de 10 000 € à 12 000 € (la hausse de 2000€ correspondant aux crédits accordés par les banques A et B). Les parts de marché sur les crédits (et les dépôts) n'ont pas changé.

BILAN de la banque A BILAN de la banque B

Actif Passif Actif Passif

Crédits 7200 € Dépôts 7200 € Crédits 4800€ Dépôts 4800€

$$dA = 7200 : (7200 + 4800) = 60\% \quad dB = 4800 : (4800 + 7200) = 40\%$$

En généralisant, on peut déduire des équations (1) (2) et (3), une règle simple qui exprime les conditions de croissance équilibrée du secteur bancaire.

$$\mathbf{CA / CB = dA / dB}$$

La création monétaire des deux banques doit être proportionnelle à leur part de marché respective. Dans le cas d'un système bancaire généralisé, cette règle rappelle que la croissance de ce dernier sera équilibrée si chaque banque crée de la monnaie proportionnellement à sa part de marché. Ajoutons que les banques ont intérêt à respecter cette règle. Une banque ne cherchera pas à limiter sa création monétaire en deçà de sa part de marché (raréfaction du crédit), elle se priverait en effet de la rémunération des opérations de crédits (intérêt) et risquerait de perdre des clients (qui iraient obtenir des crédits chez les concurrents). De la même façon, une banque ne cherchera pas à accorder davantage de crédits (stratégie agressive pour déstabiliser les autres banques) que sa part de marché ne lui permet, ses concurrents réagiraient aussitôt en accordant à leur tour des crédits (or les stratégies de course aux clients détériorent le bilan des banques et accroissent les risques vis à vis des emprunteurs. N'en concluons pas pour autant que la règle de croissance équilibrée limite la concurrence entre les banques. Ces dernières ont d'autres armes à leur actif (différenciation des produits, tarification des services, stratégies de régionalisation, de diversification, ...).

* Si les fuites du réseau bancaire A vers le réseau bancaire B ne sont pas compensées par les fuites du réseau bancaire B vers le réseau bancaire, alors **une opération de refinancement sera nécessaire**. Elles peuvent se refinancer essentiellement de deux manières : sur le marché

financier par émission d'obligations ou sur le marché monétaire. Ce dernier se décompose lui-même en trois compartiments : *le marché interbancaire* (né sous l'impulsion des banques désireuses de compenser entre elles leurs excédents et leurs déficits de trésorerie, c'est aussi le lieu privilégié des interventions de la Banque Centrale) ; *le marché des titres négociables* (ouvert à tous les agents économiques, les banques y émettent des certificats de dépôts et des bons à moyen termes négociables) ; *la titrisation des titres* (par cette technique apparue en France en 1988, les banques vont regrouper les crédits en ensembles homogènes, puis les céder par paquets à des organismes tels que les Fonds communs de créances, les OPCVM, qui vont se financer en émettant auprès du public des parts représentatives de leur capital).

REFINANCEMENT DES BANQUES

Marché monétaire Marché financier

Marché interbancaire Marché des titres
négociables

FUITES INTERBANCAIRES

PAS DE REFINANCEMENT CAR CROISSANCE

EQUILIBREE DU SYSTEME

Titrisation des titres

426

b. La Banque Centrale

Notre système bancaire se complexifie puisqu'il se trouve maintenant composé d'une multitude de banques commerciales et d'une Banque Centrale. La Banque Centrale est au cœur de l'enchevêtrement du système bancaire. On peut apprécier la place et le rôle de la Banque Centrale dans la création monétaire en faisant référence à son bilan. Ce dernier se présente généralement de la manière suivante :

Bilan de BC

ACTIF PASSIF

Fonds propres

Or et devises Billets et pièces

Concours au Trésor Compte courant du Trésor

Effets et titres Compte courant des banques

(refinancement des (réserves obligatoires)

banques commerciales)

- *Les stocks d'or* sont généralement gérés par l'Institut d'émission. *Les devises étrangères* (dollar, yen, franc suisse...) sont utilisées lors des interventions sur le marché des changes pour assurer la stabilité de l'Euro.

- *Les concours au Trésor* représentent les bons du Trésor que la Banque Centrale a acheté aux intermédiaires financiers. Il s'agit donc d'une créance de la Banque Centrale sur le Trésor.

- *Les effets et titres* regroupe l'ensemble des prêts que la Banque Centrale a consenti aux banques commerciales par ses interventions sur le marché monétaire. La Banque Centrale refinance les banques commerciales lorsque ces dernières sont incapables de faire face aux opérations de financement des agents non financiers (compensation interbancaire).

- *Les billets et pièces* constituent la monnaie Banque Centrale (précisons que les pièces sont en fait produites par le Trésor Public). Il s'agit d'une créance qu'ont les banques commerciales et les agents non financiers sur la Banque Centrale.

- *Le compte courant du Trésor* rappelle qu'en consentant à ce dernier des concours, la Banque Centrale se voit dans l'obligation de lui créer un compte.

- *Les comptes courants des banques commerciales* sont également appelés **réserves obligatoires**. Ils répondent à des dispositions légales et facilitent le mécanisme de compensation interbancaire.

→ *La Banque Centrale et la création monétaire*

La Banque Centrale peut créer deux sortes de monnaie :

- Il s'agit d'abord de *la monnaie fiduciaire* (monopole d'émission des billets). La Banque

Centrale crée de la monnaie fiduciaire lorsque les agents économiques non financiers souhaitent détenir une partie de leurs avoirs sous formes de billets : on parle de *préférence pour la liquidité*. Comme la création de monnaie scripturale par les banques commerciales s'accompagne toujours d'une demande de billets (fuite bancaire), elles sont obligées de s'en procurer auprès de la Banque Centrale. Exemple : Lorsqu'un étudiant retire au distributeur de sa banque 40 €, il oblige cette dernière à se procurer de la monnaie Banque Centrale (une monnaie que les banques commerciales ne peuvent pas émettre).

- Il s'agit ensuite de *la monnaie scripturale* qu'elle peut créer selon les mêmes mécanismes que la création monétaire des banques, c'est à dire lorsqu'elle transforme une créance (sur les particuliers, sur l'extérieur ou sur le trésor public) en moyens de paiement. Il convient cependant de discerner deux formes de monnaie.

* Lorsque la Banque Centrale consent à acheter des actifs réels, financiers, des devises (ou encore à accorder des crédits à l'Etat), elle crée ce que l'on appelle de la *monnaie externe ou libre* (la création de la monnaie est définitive). Cette monnaie a pour principale caractéristique de ne pas augmenter l'actif global du système non bancaire. En effet, ces opérations ne concernent que la banque centrale, les banques commerciales et le Trésor Public. Si une banque commerciale cède des devises à la Banque Centrale pour un montant de 1 000\$ (nous considérerons une parité 1 \$ = 1 €), la Banque Centrale va créer de la Monnaie Banque Centrale en créditant le compte courant de la banque commerciale de 1000€. Le stock de devises de la Banque Centrale va s'accroître de 1000 \$. On s'aperçoit ici que *la monnaie créée est de type scriptural* (elle n'est pas convertie en billets). En outre, cette monnaie est dite *externe ou libre* dans la mesure où elle est créée définitivement par la Banque Centrale.

La base monétaire (Monnaie Banque Centrale) se sera accrue de 1000€.

BILAN BANQUE COMMERCIALE A BILAN BANQUE CENTRALE

Devises : - 1000\$ Devises : + 1000\$ CC de A : +1000€

CC à la BC : + 1000€

* Lorsque la Banque Centrale crée de la monnaie scripturale au titre du refinancement des banques commerciales (octroi de crédit, opérations de réescompte d'un effet de commerce), la monnaie créée est dite *interne* dans la mesure où sa création n'est pas définitive. Si la Banque Centrale refinance les banques commerciales et le Trésor Public, elle crée de la monnaie scripturale qui circule entre les différents comptes. Cette monnaie est appelée **Monnaie Banque Centrale** (MBC) ou également **base monétaire**. Elle apparaît au passif du bilan et ses contreparties à l'actif. La Monnaie Banque Centrale assure ainsi une forme de communication entre les diverses banques (et le Trésor). Nous avons vu précédemment qu'une compensation interbancaire quotidienne était réalisée sur le marché monétaire entre les créances et les dettes de chaque banque. De cette compensation, se dégage pour chaque banque un solde excédentaire ou déficitaire, inscrit au crédit ou au débit de son compte dans les livres de la Banque Centrale. Ceci se traduit par une hausse ou une baisse de ses avoirs en monnaie Banque Centrale.

Dans le cas où le montant de Monnaie Banque Centrale détenu par une banque commerciale devient insuffisant, cette banque doit immédiatement acheter de la monnaie Banque Centrale en cédant par exemple des effets représentatifs de crédits, soit à d'autres banques commerciales, soit à la Banque Centrale (opération de refinancement).

Cession des devises

Le compte courant de A est crédité

BILAN Banque commerciale A BILAN BANQUE CENTRALE

CC à la BC Refinancement Refinancement de A CC de A

+ 1000€ auprès de BC +1000€ + 1000€ + 1000€

Par contre, si le montant de monnaie Banque centrale détenu par une banque commerciale est supérieur à ce qui lui est nécessaire pour satisfaire la demande de ses clients et pour

constituer d'éventuelles réserves obligatoires, elle a la possibilité d'accroître le volume de crédits qu'elle accorde.

L'opération de réescompte d'un effet de commerce peut être introduite de la manière suivante : la société X doit une somme d'argent à une société Y, X signe donc une reconnaissance de dettes, si Y a besoin de cette somme avant l'échéance, elle peut porter ce papier (traite, effet de commerce) à sa banque qui lui échangera contre des moyens de paiement disponibles immédiatement, moyennant un coût qui est *le taux d'escompte*. La banque peut à son tour escompter ce papier auprès de la Banque de France; par le réescompte, la Banque de France crée de la monnaie au profit de la banque. La dette de la société X est ainsi transférée à l'actif de la Banque de France.

Nous voyons ici que *la création monétaire de la Banque Centrale n'est que transitoire* dans la mesure où le remboursement du refinancement (effet de commerce) donne lieu à une destruction de monnaie identique.

La question est maintenant de savoir qui, des banques commerciales ou de la Banque Centrale détient le pouvoir de création monétaire ? Et quels sont les déterminants majeurs de l'offre de monnaie ?

→ *Le rôle de la Banque Centrale : le mécanisme du multiplicateur*

Une première réponse dite du multiplicateur, insiste sur le rôle moteur de la Banque Centrale, qui en alimentant le système bancaire en liquidités, permet à ce dernier de développer sa propre activité de création monétaire.

La relation entre la monnaie Banque Centrale (somme des billets, B ; et des réserves, R) et la monnaie en circulation (somme des billets, B ; et des dépôts, D) s'appuie sur les comportements des agents non financiers en matière de détention de billets et de pièces (b) et ceux des banques commerciales en matière de réserves obligatoires (r).

- Les agents non financiers contraignent les banques commerciales à échanger une partie de leurs avoirs monétaires en comptes courants auprès de la Banque Centrale (plus précisément elles doivent échanger leur monnaie banque commerciale contre de la monnaie Banque Centrale) lorsqu'ils souhaitent détenir une partie de leurs encaisses en billets ($B = bM$),

- Les banques commerciales sont contraintes de mettre en réserves (de déposer dans leur compte courant à la Banque Centrale) une partie de leurs dépôts : $R = rD$

La monnaie Banque Centrale (MBC) peut s'écrire de la manière suivante :

$$MBC = B + R = bM + rD = bM + r(1-b)M$$

$$MBC = M[b + r(1-b)]$$

Financement de A auprès de BC

Le compte de A est crédité

La relation entre la monnaie Banque Centrale (MBC) et la monnaie en circulation (M) introduit le **Multiplicateur de Crédit**. Ce dernier souligne la limite théorique de la création monétaire des banques commerciales, compte tenu d'un excédent de monnaie Banque Centrale. Le volume de monnaie créée ΔM_+ sera alors défini par la formule suivante :
Ainsi avec un taux de préférence des agents économiques pour la détention de billets de 17% et un taux de réserves obligatoires de 10%, un excédent de monnaie Banque Centrale de 200 permet à la banque commerciale d'accorder pour 790 de crédits supplémentaires. L'optique du multiplicateur insiste sur le rôle de la Banque Centrale, qui en alimentant le système bancaire en liquidité, permet à ce dernier de développer sa propre création monétaire. *La masse monétaire (M) est un multiple de la monnaie Banque Centrale*. On dira également que la Banque Centrale est capable de contrôler la masse monétaire en circulation et que **l'offre de monnaie est exogène** (La Banque centrale peut imposer la masse monétaire de son choix). Le multiplicateur de crédit repose cependant sur plusieurs conditions :

- l'existence d'un besoin de financement de la part du secteur non bancaire (rien ne permet d'affirmer que les banques commerciales trouveront à prêter l'intégralité de leur Monnaie Banque Centrale).
 - l'utilisation de la Monnaie Banque Centrale excédentaire se traduit par un accroissement du stock de monnaie en circulation. Si cette monnaie excédentaire sert à acquérir des bons du trésor, la création monétaire peut ne pas être totale.
 - la stabilité des coefficients b et r . Si le coefficient des réserves obligatoires est contrôlé par la Banque Centrale (et donc stable), il n'en va pas de même pour le taux de préférence pour les billets (très variable). En modifiant leur préférence pour les billets, les agents non financiers peuvent entraîner une variabilité du multiplicateur.
 - le sens de causalité. Le multiplicateur considère que la détention de réserves obligatoires et la préférence pour les billets, sont des préalables à la distribution de crédit. En d'autres termes, on va de la Banque Centrale vers les banques commerciales (on explique la création de monnaie par la détention de Monnaie Banque Centrale)
- peut inverser la causalité en considérant que la création de monnaie entraîne une création de Monnaie Banque Centrale. Sous cette hypothèse c'est la banque commerciale qui a l'initiative de la création monétaire. Elle octroie d'abord des crédits et recherche ensuite la Monnaie Banque Centrale dont elle a besoin. La Banque Centrale devient suiveuse et la création monétaire s'impose à elle-même. Cette situation correspond à une pratique généralisée et quasi-automatique du refinancement des banques commerciales par la Banque Centrale. La relation devient : $\Delta MBC = \Delta M \cdot (r + b - rb)$

On parle non plus d'un multiplicateur de crédit mais bien d'un *diviseur de crédit*.

→ *Le rôle des banques commerciales : le principe du diviseur*

Le principe du diviseur repose sur l'hypothèse que c'est la monnaie créée par les banques commerciales qui déclenche le recours à la Monnaie Banque Centrale, et pas l'inverse.

$$\Delta MBC = \Delta M \cdot (r + b - rb)$$

ΔMBC : Excédent en monnaie Banque Centrale

b : taux de préférence des agents pour les billets

r : taux de réserves obligatoires

Le crédit accordé par les banques commerciales aux agents non financiers se traduit par une création de monnaie banque commerciale qui figure au crédit des agents non financiers. Ces derniers chercheront à convertir une partie de cette monnaie en billets ($B = b M$) et conserveront l'autre partie sous forme de dépôts [$D = (1 - b)M$] sur lesquels les banques constitueront des réserves ($R = r D$). Les banques devront assurer un volume de refinancement égal à $RF [bM + r(1-b)M]$. A la suite de la création monétaire des banques, M , les besoins de refinancement conduisent à une création de monnaie Banque Centrale égale à :

$$\Delta MBC = b \Delta M + r(1-b) \Delta M = (r + b - rb) \Delta M$$

La Banque Centrale entérinerait par un refinancement quasi-automatique l'offre de crédit des banques à leur clientèle. Le principe du diviseur met en évidence trois résultats :

- Il souligne que la quantité de Monnaie Banque Centrale que pourrait obtenir les banques commerciales, serait une fraction du crédit qu'elles ont pris l'initiative d'offrir à leurs clients. Cette hypothèse conduit ainsi à une conception de *la monnaie endogène*. La Banque Centrale aurait juste la qualité de prêteur en dernier ressort (elle assure la cohérence du système bancaire et reste la banque des banques).
- La prise en compte du comportement des banques en matière de crédits et la distinction entre le refinancement à leur initiative et celui impulsé par la Banque Centrale *permettent la réintroduction des taux d'intérêt dans la fonction d'offre de monnaie*. Les agents économiques sont en effet rarement altruistes, et en matière monétaire encore moins qu'ailleurs. Créer de l'argent immédiatement disponible est une production de services qui a un prix, le *taux d'intérêt*, payé par celui qui en bénéficie. A l'opposé, si les banques ne

souhaitent pas offrir d'avantages de crédits, il leur suffit d'augmenter les taux d'intérêt. Il est important de comprendre ici que ce mécanisme ne s'applique pas seulement entre agents non financiers et agents financiers, mais également entre les agents financiers eux-mêmes. La Banque Centrale peut choisir de faire payer « plus ou moins cher » le refinancement fourni aux banques (ces dernières seront alors dans l'obligation de répercuter cette hausse des coûts sur leur clientèle par la hausse de leur taux d'intérêt).

- Le principe du diviseur rompt enfin avec l'aspect mécanique et macroéconomique du multiplicateur, il renvoie en effet au rapport de force entre les différentes banques (approche microéconomique). Les idées de *concurrence* et de *comportement de la firme bancaire* (maximisateur de profit, minimisateur de coûts) sont alors introduites. La concurrence entre banques rappelle que chaque firme bancaire recherche le maximum de profit ou tout du moins le résultat qui lui permet de maintenir ou de développer ses parts de marché (en matière de crédits mais également de dépôts³).

Pour cela, elle développera plusieurs activités : *une activité de crédit* (la demande de crédit de la clientèle sera une fonction décroissante des taux d'intérêt appliqués sur les crédits accordés), *une activité de collecte des dépôts* (en développant le nombre des guichets et en offrant des services diversifiés), *une activité de trésorerie* (garantir un équilibre entre les rentrées et les sorties de fonds en matière de dépôts et de liquidité bancaire), une activité de gestion portefeuille (acquérir et émettre des titres). Par ses activités, la banque obtiendra des recettes (intérêts perçus sur les crédits accordés et les titres détenus) et supportera des charges (intérêts versés sur les dépôts, les titres émis...). La notion de charges renvoie plus précisément à l'idée de *coûts fixes* (la banque doit engager des dépenses indépendantes du volume d'activité), de *coûts variables d'exploitation* (frais de personnels, frais de tenue de compte, frais de traitement des moyens de paiement, coûts fixes) et de *coûts variables financiers* (elle verse des intérêts aux titulaires de comptes rémunérés, elle doit par ailleurs se

³ Le multiplicateur prenait en compte l'offre de monnaie sous l'aspect des crédits.

refinancer et payer un intérêt sur le volume de refinancement à la Banque Centrale). La stratégie de maximisation du profit impliquera que le profit sera maximal au point où la recette marginale est égale au coût marginal.

c. Le Trésor Public

Le Trésor Public est la dernière institution qui crée de la monnaie. Le Trésor est l'agent financier de l'Etat puisqu'il perçoit les recettes publiques (sous forme d'impôts) et exécute les dépenses. C'est aussi le banquier de l'Etat. Le Trésor crée de la monnaie divisionnaire (il a le monopole de fabrication des pièces) et peut créer aussi de la monnaie scripturale. Exemple : lorsque le Compte Chèque Postal (CCP) d'un fournisseur de l'Etat ou d'un fonctionnaire à qui l'Etat doit verser un salaire est crédité, le Trésor crée sa propre monnaie scripturale.

Lorsque l'Etat souhaite financer la croissance économique par un déficit budgétaire, le Trésor public fait appel au concours de la Banque Centrale en s'endettant auprès de celle-ci (1000€)

BILAN Trésor public BILAN BANQUE CENTRALE

CC à la BC Endettement Concours du trésor CC du Trésor

+ 1000€ auprès de BC +1000€ + 1000€ + 1000€

2. Les contreparties de la masse monétaire : les créances transformables

Nous avons souligné précédemment que la création monétaire revenait à transformer des créances en moyens de paiements. Il n'est donc pas indifférent pour une économie de savoir si l'accroissement de la masse monétaire est dû à un afflux de devises étrangères, à un endettement de l'Etat à court terme ou à une vigoureuse demande de crédits de la part des entreprises et des ménages (c'est l'étude de **la contrepartie de la monnaie**). On distingue généralement trois sources potentielles de création monétaire ou de destruction monétaire : les créances sur l'économie, les créances sur l'extérieur et les créances sur le Trésor.

a. Les créances sur l'économie

Les Créances sur l'Economie constituent l'essentiel des contreparties de la masse monétaire. Elles représentent en général l'ensemble des crédits accordés aux entreprises, que ce soit pour leur besoin de trésorerie ou pour financer des investissements, et l'ensemble des prêts accordés aux ménages pour le logement, la consommation... Comme précédemment, on les classe sous deux rubriques, crédits et titres, selon l'origine du financement. Les entreprises sont à l'origine de plus de la moitié des créances sur l'économie, et environ un tiers résulte de prêts immobiliers accordés aux ménages.

Dans le cas d'une créance commerciale, un industriel reçoit une lettre de change d'un client avec promesse de lui payer une certaine somme dans trois mois. S'il a besoin immédiatement d'argent, il porte cette lettre à son banquier qui crédite le compte de l'industriel moyennant un taux d'escompte, et qui percevra à sa place la lettre de change à l'échéance convenue. Il y a bien création monétaire : les moyens de paiement disponibles dans trois mois sont utilisables immédiatement grâce à l'intermédiaire du banquier. Notons ici qu'il y a un processus continu de création et de destruction monétaire. En effet, à l'échéance, le client qui avait signé la lettre de change auprès de l'industriel, rembourse le banquier. Des moyens de paiements sont ainsi rendus à l'agent financier et retirés de la masse monétaire utilisée par les agents non financiers.

Financement du Trésor auprès de BC

Le compte courant du Trésor est

Le crédit bancaire fonctionne selon le même mécanisme, la tierce personne en moins. Il s'agit toujours de disposer immédiatement de moyens de paiement contre une promesse de remboursement, mais l'accord qui fixe les échéances est conclu bilatéralement entre le banquier et son client. Les opérations de crédit prennent la forme d'une émission de billets de banque ou de création de monnaie scripturale (par une inscription au crédit d'un compte à vue).

Exemple : une banque accorde à un particulier un crédit de 200 000 € directement versé sur son compte.

Bilan de la Banque

Actif Passif

b. Les créances sur l'extérieur

Lorsqu'un industriel français vend des marchandises à l'étranger et reçoit en règlement de la monnaie étrangère (c'est à dire des devises), il peut l'échanger auprès de sa banque contre de la monnaie nationale. Cette opération souligne le fait que la banque achète les devises étrangères en créant de la monnaie nationale. En termes de comptabilité, cette opération se traduit, au passif du bilan de la banque, par une émission de billets et à l'actif par un accroissement des devises détenues. Cette dernière rubrique est généralement présentée sous l'appellation « **Créances sur l'Extérieur** ».

Exemple : Un touriste français, revenant de voyage, revend à sa banque des devises américaines (des dollars) pour une valeur de 500 €. La création monétaire qui s'en suivra, dans le cas d'une émission de billets, prendra la forme suivante :

Bilan de la banque

Actif Passif

Les créances sur l'extérieur mesure l'incidence du solde des transactions courantes (importations et exportations de biens et services) de la balance des paiements et du solde des mouvements de capitaux à court et long terme des agents non financiers sur les avoirs monétaires des résidents. On lit d'abord sur cette ligne les répercussions de la balance des paiements : un déficit des transactions courantes (Importations > Exportations) entraîne une demande accrue de devises contre des euros sur le marché des changes afin de payer les importations. En système de change fixe, il y a une diminution des réserves de change et contraction de la masse monétaire (la Banque Centrale reçoit en effet des euros, ce qui

correspond à une destruction de monnaie). Inversement, un pays en excédent commercial connaît une expansion commerciale.

c. Les créances sur l'Etat

L'Etat peut être considéré comme un agent non financier qui a des besoins de financement. S'il les satisfait par une émission d'obligations à long terme, il n'y a pas création monétaire, des particuliers placent simplement leur épargne en emprunts d'Etat comme ils auraient pu la placer en emprunts de grandes entreprises. Par contre s'il fait appel au système bancaire, il bénéficiera d'une création monétaire à son profit.

Créances sur l'économie 200 000 € Compte à vue 200 000 €

Extérieur 500 € Emission de Billets 500 €

433

La Banque Centrale va ainsi créer de la monnaie (une forme d'avances) par une inscription au crédit d'un compte qu'elle ouvre dans ses livres au nom du Trésor Public. Cette monnaie créée aura bien entendu une contrepartie intitulée «**Créances sur l'Etat**» portée au bilan de la banque. Les créances sur l'Etat sont présentées depuis 1987 sous deux grandes rubriques. La ligne **Crédits**, qui regroupe les liquidités, principalement celles recueillies par le circuit du Trésor, et les avances de la Banque de France (en deux tranches plafonnées à 10 milliards de francs chacune, la première gratuite, la seconde avec un taux d'intérêt égal à celui du marché monétaire). La ligne **Titres**, qui correspond à l'acquisition de titres publics par les établissements de crédit. L'évolution de la contrepartie «Créances sur l'Etat» dépend non seulement du montant du déficit budgétaire mais aussi de la répartition des titres publics entre établissement de crédit et agents non financiers, et en définitive des choix de portefeuille de ces derniers. Si des titres publics souscrits par des banques sont achetés sur le marché par des agents non financiers, la création monétaire initiale est annulée. Inversement, l'achat par les banques des titres d'Etat à des agents non financiers correspond à de la création monétaire (les banques créent en effet de la monnaie qu'elles offrent aux agents non financiers en échange des titres publics).

Cette présentation des contreparties de la masse monétaire montre que l'expansion monétaire dépend principalement des financements accordés par le système bancaire aux agents privés.

3. Les limites de la création monétaire

Si un banquier n'a besoin que de son stylo pour créer de la monnaie, on peut se demander ce qui empêche une création infinie de monnaie. En fait, la création monétaire est limitée par la demande de monnaie, par les besoins des banques en billets et par les interventions de la Banque Centrale.

a. La contrainte de la demande de monnaie

Les banques ne créent pas de la monnaie pour le plaisir, mais en réponse à une demande de monnaie. La création monétaire est donc bornée par les besoins de liquidités des agents non financiers, et ces besoins eux-mêmes sont élevés durant les périodes de forte activité, mais réduits dans les périodes de ralentissement de l'activité. La contrepartie «*créances sur l'économie*» est source de création monétaire si la consommation des ménages, l'investissement des entreprises et des ménages jouent un rôle moteur dans l'économie (demande de crédit pour la consommation, pour l'investissement). La contrepartie «*créances sur l'extérieur*» pèse sur la liquidité des banques commerciales, elle l'améliore en cas d'excédent commercial et donc entrée de devises (apports de celles-ci à la Banque Centrale), elle la détériore dans le cas inverse. La contrepartie «*créance sur le Trésor Public*» détériore la liquidité bancaire lorsque le budget de l'Etat est excédentaire (notamment au moment du recouvrement de l'impôt), le compte des banques à la Banque Centrale est en effet débité du montant des impôts prélevés, au profit du compte du Trésor public.

b. Les besoins des banques en billets

Les clients des banques font circuler une partie de la monnaie créée par les banques, non sous

sa forme initiale de monnaie scripturale, mais sous forme de monnaie. Or les banques ordinaires ne peuvent pas émettre de billets, elles doivent se les procurer en effectuant des retraits sur leur compte à la Banque Centrale. Si la banque n'est pas assurée de disposer de ces billets en cas de besoins, elle ne peut créer davantage de monnaie. Les avoirs en monnaie Banque Centrale constituent **ainsi la base monétaire** indispensable à toute création de monnaie en circulation. Quand une banque ne dispose pas d'un crédit suffisant à la Banque Centrale, nous avons vu qu'elle pouvait emprunter sur le marché monétaire auprès des banques qui disposent d'un compte créditeur à la Banque Centrale (il s'agit d'un

434

refinancement sur le marché monétaire). Une banque particulière peut donc créer de la monnaie sans disposer momentanément de la monnaie Banque Centrale nécessaire pour faire face aux retraits en billets en l'empruntant à une autre banque, mais cette autre banque diminue alors de façon équivalente sa propre base monétaire et donc sa capacité à créer de la monnaie scripturale.

Le système bancaire pris dans son ensemble ne peut donc pas créer de monnaie s'il ne dispose pas des avoirs en compte à la Banque Centrale lui permettant de retirer les billets qui lui seront demandés ensuite par la clientèle. Or, cela ne dépend pas simplement du bon vouloir des banques, mais aussi de la demande de billets de la clientèle (b) et de la volonté qu'à la Banque Centrale de refinancer le système bancaire (_MBC) sur le marché monétaire en lui procurant la monnaie Banque Centrale dont il a besoin pour fonctionner.

Ceci est vrai quel que soit le principe (multiplicateur ou diviseur) évoqué :

$$_M = _MBC / (r + b - rb)$$

$$_MBC = _M.(r + b - rb)$$

c. Le contrôle de la création monétaire par la Banque Centrale

La Banque Centrale contrôle indirectement la création monétaire des banques commerciales en contrôlant la mesure dans laquelle elles pourront satisfaire les besoins en monnaie Banque Centrale engendrés par cette création monétaire (refinancement des banques commerciales en situation de déséquilibre). Toutefois, on ne doit jamais perdre de vue les principaux objectifs assignés à la Banque Centrale, à savoir la lutte contre l'inflation au travers de la stabilité interne et externe de la monnaie. *La stabilité interne* a trait à la surveillance et au contrôle de la masse monétaire. Il s'agit de suivre l'évolution des agrégats monétaires. Si l'augmentation de la masse monétaire est liée à celle de l'activité économique, les risques d'inflation peuvent être raisonnablement contenus (l'accroissement de la monnaie en circulation fait suite aux besoins des agents économiques). Si par contre, la hausse de la quantité de monnaie n'est pas justifiée par la croissance économique, elle peut générer de l'inflation. *La stabilité externe* est liée à la surveillance des taux de change, c'est à dire de la valeur de la monnaie (ici l'euro) par rapport aux autres devises. Ainsi le renchérissement de certaines importations, comme les matières premières et énergétiques, libellées en dollars, accroît les coûts de production des entreprises européennes et peut conduire à une hausse des prix. A travers la politique monétaire, la Banque Centrale a généralement recours à trois types d'intervention : la politique d'encadrement du crédit, la politique d'intervention sur le marché monétaire, la politique de réserves obligatoires.

*** la politique d'encadrement du crédit**

Elle désigne la sélectivité sur le crédit par un contingentement de celui-ci. La Banque Centrale va favoriser le financement d'opérations qu'elle jugera prioritaires (les secteurs d'activité privilégiés – agriculture, industries, commerce- recevront un financement avantageux sous la forme de prêts bonifiés). Dans les faits, la Banque Centrale impose aux banques commerciales une norme de croissance du volume de leurs crédits. Cette norme est mensuelle et fixée par rapport au même mois de l'année précédente. Si une banque dépasse cette norme, elle se trouve sanctionnée par l'obligation de déposer des réserves supplémentaires à la Banque

Centrale. La politique d'encadrement du crédit a été mise en place par le gouvernement français dans un contexte inflationniste (1958, 1963-1965, 1968-1970, 1973-1984). Accusée de figer les structures bancaires et les parts de marché de chaque banque (empêchant la concurrence), elle a été supprimée en 1987 mais fait toujours partie des instruments de la politique monétaire.

435

*** la politique d'intervention sur le marché monétaire**

La Banque Centrale intervient sur le marché monétaire pour prêter de la monnaie Banque Centrale aux banques, moyennant paiement d'un intérêt et presque toujours en contrepartie d'une créance détenue par les banques (bons du Trésor, effets de commerce...). Elle peut déjà moduler ses concours en définissant la liste des créances qu'elle accepte de refinancer sur le marché monétaire, elle étend la liste si elle veut faciliter la création monétaire, elle restreint cette liste dans le cas contraire. Elle détermine ensuite le taux d'intérêt auquel elle prête la monnaie Banque Centrale, et ce faisant elle joue un rôle directeur pour les taux d'intérêt pratiqués entre banques. La Banque Centrale peut faciliter le refinancement des banques et donc la création monétaire en offrant beaucoup de liquidités et en faisant baisser les taux d'intérêt, ou au contraire freiner la création monétaire en réduisant son offre de monnaie et en relevant les taux. Plus généralement, ces interventions prennent deux modalités : la politique de réescompte et la politique de l'open market.

- Nous avons vu précédemment que l'opération de réescompte (effet de commerce, lettre de change) prenait généralement la forme suivante : la société X doit une somme d'argent (100 €) à une société Y, X signe donc une reconnaissance de dettes, si Y a besoin de cette somme avant l'échéance, elle peut porter ce papier (traite, effet de commerce) à sa banque qui lui échangera contre des moyens de paiement disponibles immédiatement, moyennant un coût qui est *le taux d'escompte* (si taux égal à 5%, la banque donnera à Y seulement 95 €). La banque peut à son tour escompter ce papier auprès de la Banque Centrale; moyennant un taux de réescompte. La Banque Centrale décide ainsi à quel taux elle fournit la liquidité bancaire. Elle a la maîtrise du prix mais pas de la quantité, car le montant global de la liquidité à réescompter appartient aux banques commerciales. Notons enfin que c'est le taux de réescompte de la Banque Centrale qui fixera le taux d'escompte des banques commerciales (ce service que la banque commerciale offre à sa clientèle doit en effet lui garantir une rémunération quelconque). A partir de 1986, les autorités monétaires françaises ont décidé de supprimer cette procédure au profit d'une autre : celle de l'open market.

- Dans la politique de l'open market, la Banque Centrale cherche à freiner la progression de la masse monétaire en rendant plus difficile le refinancement des banques sur le marché monétaire. Cette politique consiste en l'achat ou la vente de titres par la Banque Centrale aux banques commerciales aux conditions en vigueur sur le marché monétaire. Sur le marché monétaire, on échange de la Monnaie Banque Centrale (MBC) contre des titres (privés ou publics) qui sont escomptés au taux d'intérêt *i*. La demande de Monnaie Banque Centrale (DMBC) émane des banques commerciales qui ont besoin de se refinancer. L'offre de Monnaie Banque Centrale (OMBC) résulte principalement de la Banque Centrale, mais également des banques commerciales ayant de la Monnaie Banque Centrale à négocier (les banques qui ont tout simplement des créances > dettes).

i

MBC

OMBC

DMBC (1)

DMBC (2)

*i** (2)

$i^*(1)$

MBC $^*(1)$ MBC $^*(2)$

436

La confrontation entre la demande et l'offre détermine la quantité de Monnaie Banque Centrale échangée à un moment donnée et le taux d'intérêt d'équilibre (i^*). Si la DMBC augmente (DMBC 1 à DMBC 2), le taux d'intérêt, c'est à dire le coût de refinancement des banques commerciales augmente (i^*1 à i^*2). L'action de la Banque Centrale consiste à agir sur le marché monétaire en se portant vendeuse ou acheteuse de titres contre de la Monnaie Banque Centrale.

Si la Banque Centrale souhaite augmenter la quantité de monnaie en circulation, elle achètera des titres publics en échange de Monnaie Banque Centrale. Les agents financiers (banques commerciales) et non financiers (ménages, entreprises) vont participer à cette opération en vendant leurs titres contre de la Monnaie Banque Centrale. L'offre de Monnaie Banque Centrale (OMBC) augmente, ce qui fait baisser le taux d'intérêt. Non seulement la quantité de Monnaie Banque Centrale s'accroît (effet quantitatif positif) mais le coût de refinancement diminue (effet prix positif).

* la politique des réserves obligatoires

La Banque Centrale a également le pouvoir d'imposer aux banques commerciales la détention de réserves obligatoires dans une proportion fixée par rapport aux dépôts des agents du secteur non bancaire. Ces réserves gelées ne donnent pas lieu à une création monétaire par l'intermédiaire de crédits. Une banque commerciale a 100 000€ en dépôts et le taux de réserves obligatoires est de 6%, il faut que son compte courant à la Banque Centrale soit crédité de 12 000€. Si tel n'est pas le cas, elle devra céder des titres privés (créances sur l'économie, c'est à dire des crédits ou de la monnaie banque commerciale) ou des titres publics (qu'elle pourrait détenir sur le Trésor Public).

- Si la Banque Centrale décide d'augmenter le taux de réserves obligatoires, elle réduit la liquidité des banques et les conduit à se refinancer sur le marché monétaire. Comme la demande de Monnaie Banque Centrale augmente, le taux d'intérêt a tendance à s'élever et à restreindre la distribution de crédits.

- Si la Banque Centrale décide de réduire le taux de réserves obligatoires. La baisse de r va entraîner l'apparition de réserves excédentaires que les banques pourront employer pour accorder de nouveaux crédits ($\Delta R = \Delta C$).

$\downarrow r \Rightarrow \uparrow R$ (apparition de réserves excédentaires) $\Rightarrow \uparrow C$ (hausse des crédits)

↘ hausse des fuites en billets (ΔR)

↘ réserves obligatoires supplémentaires [$r(1-b)$] ΔR

MBC

DMBC (1) OMBC1

$i^*(2)$

$i^*(1)$

MBC $^*(1)$ MBC $^*(2)$

OMBC2

437

A la suite de la baisse du taux de réserve obligatoire, les banques disposent d'un excédent de réserves égal à la différence entre l'excédent initial (ΔR) et les fuites provoquées par les nouveaux crédits [$b + r(1-b)$] ΔR , soit $[(1-b)(1-r)]$. Si l'on répète ce mécanisme plusieurs fois, on s'aperçoit que le montant des crédits nouveaux (ΔC) suit une progression géométrique de raison $[(1-b)(1-r)]$.

$\Sigma \Delta C = \Delta R + [(1-b)(1-r)] \Delta R + [(1-b)(1-r)]^2 \Delta R + \dots$

B. La demande de monnaie

Les premières théories de la demande de monnaie ont mis l'accent sur le caractère transactionnel de la monnaie. La monnaie n'est pas détenue pour elle-même mais parce qu'elle est utile pour effectuer des transactions (théorie quantitative de la monnaie, Ecole de Cambridge). L'une des composantes essentielles de la « révolution keynésienne » aura été de montrer que toute l'épargne n'est pas nécessairement placée sous une forme rémunérée et de faire émerger l'importance de la demande de monnaie. Les analyses postérieures qu'elles soient monétaristes avec Milton Friedman ou keynésiennes avec Tobin mettent l'accent sur l'intégration de la monnaie comme demande d'encaisse, au comportement de diversification de la demande d'actifs financiers, composante d'une diversification du patrimoine.

1. Détention de monnaie dans une optique transactionnelle

Il faut attendre le XIX^e siècle pour que la monnaie soit considérée comme un bien économique, faisant l'objet d'une offre et d'une demande en raison de son caractère intrinsèquement utile. Toute l'analyse classique (Ricardo, J-S Mill...) est articulée autour d'une demande de monnaie destinée aux paiements (demande de monnaie de transaction). Il n'y a pas de demande de détention de monnaie pour elle-même : la monnaie n'est détenue que parce qu'elle facilite les échanges. La monnaie dépensée est strictement égale aux marchandises qu'elle permet d'acheter. L'une des théories les plus complètes (et ayant eu le plus de portée) se fonde non sur la notion de demande de monnaie mais sur le concept de vitesse de circulation de la monnaie. Irvin Fisher est l'économiste le plus étroitement associé à ce point de vue découlant sur l'équation quantitative de la monnaie. Cette théorie quantitative de la monnaie (TQM) a été ensuite exprimée sous la forme d'une équation de demande : l'équation de Cambridge.

a. La théorie quantitative de la monnaie (I. Fisher)

La théorie quantitative de la monnaie formulée par I. Fisher, repose sur une identité comptable. Toute transaction mettant en relation un acheteur et un vendeur, à chaque vente correspond un achat et le montant des ventes est égal au montant des achats pour l'ensemble de l'économie. Sachant que le montant des ventes est égal au nombre des transactions réalisées (T) multiplié par le prix moyen de celles-ci (P), et que le montant des achats est égal à la quantité de monnaie en circulation (M) multipliée par le nombre de fois que celle-ci change de main au cours d'une même période, l'identité comptable prend la forme suivante :

$$M V_t = P T \quad (1)$$

Où si l'on appelle M, la monnaie fiduciaire (billets) et M', la monnaie scripturale, V et V', représentant leur vitesse de circulation respective :

$$M V_t + M' V_t' = P T \quad (2)$$

Cette équation des échanges n'est pas une véritable fonction de demande. Elle ne traduit pas une encaisse monétaire désirée, mais une encaisse nécessaire pour effectuer les transactions. Dans une économie, la monnaie qui circule (MV + M'V') est nécessairement égale à la monnaie que réclament les agents économiques en contrepartie de la valeur de leurs transactions économiques (PT).

438

Par un exposé méthodique et une série d'hypothèses, Fisher va tenter d'expliquer pourquoi une hausse de la quantité de monnaie ne peut se traduire, à long terme, que par une hausse proportionnelle des prix.

Trois hypothèses sont généralement émises :

- La vitesse de circulation est constante à court terme (elle dépend en fait de la technologie des transactions : cartes de crédit, virements, prélèvements...).
- Le produit réel (Y) rattachés au nombre de transactions (T) est constant à court terme (le niveau de transaction est exogène car fixé dans la sphère réelle).
- Les autorités monétaires maîtrisant parfaitement la masse monétaire par le contrôle de la

base monétaire, *l'offre de monnaie est totalement exogène dans la stricte application du principe du multiplicateur*. En vertu de cette dernière hypothèse, l'équation comptable devient une relation de causalité. Pour V et $T(Y)$ donnés, et sachant que M est entièrement contrôlée par les autorités monétaires, la causalité va bien de la variation de la masse monétaire (M) vers celle des prix (P), et non vers Y (ou T).

En s'intéressant surtout à l'aspect institutionnel de la vitesse de circulation de la monnaie, l'analyse de Fisher est essentiellement macroéconomique. Elle cherche à déterminer la quantité de monnaie nécessaire à l'économie pour effectuer un volume donné de transactions (et non la quantité de monnaie désirée par les agents). L'accent est mis sur la nécessité et non la volonté de détenir de la monnaie. Telle est la différence fondamentale entre la TQM de Fisher et l'équation monétaire de Cambridge.

b. L'équation de Cambridge (A. Marshall, A.C Pigou)

C'est avec l'Ecole de Cambridge (A. Marshall, A.C Pigou) qu'apparaît pour la première fois la notion de demande de monnaie. Selon les tenants de cette école, les agents expriment une demande de monnaie (M) proportionnelle au total des ressources (Y : revenu national réel). Avec P le niveau des prix, et en appelant k cette proportion, l'équation de Fisher est reformulée de la manière suivante : $M = k P Y$

La partie droite de l'équation (kPY) représente la demande d'encaisses monétaires dans laquelle k traduit un véritable désir d'encaisses. L'accent est mis sur la volonté de détenir de la monnaie en vue d'une transaction. Contrairement à l'équation de Fisher (de nature macroéconomique), la relation de Cambridge se place davantage dans une optique individualiste (comportements individuels) en s'interrogeant sur les raisons qui incitent les agents à détenir des encaisses. Il est possible de justifier la détention d'encaisses par l'absence de synchronisation entre les recettes et les dépenses, et l'incertitude concernant certaines dépenses futures imprévues et certaines recettes futures dont la valeur n'est pas garantie. Lorsque les agents perçoivent une modification de leurs encaisses réelles (M/P), celle-ci pouvant provenir d'une hausse de M ou une baisse de P , ils cherchent à en retrouver le niveau requis (paramètre k) en modifiant leur demande de biens. Ainsi en écrivant $M/P = k Y$, les tenants de l'Ecole de Cambridge font de la demande réelle de monnaie une fonction à élasticité prix uniforme égale à 1 (ceci revient à considérer que la demande de monnaie varie proportionnellement aux prix). La fixité de k et de Y permet d'écrire, $(M/P) = kY$, quelle que soit la valeur de M .

⁴ Fisher reconnaît l'existence, *à court terme*, d'effets transitoires (constituant les cycles de prospérité et de dépression, et pouvant durer 8 ans environ) de M (et M') sur les variables V (V') et T . Cependant, tôt ou tard, Fisher considère que le seul effet définitif d'une variation de M (et M') est une variation strictement proportionnelle des prix P .

⁵ On introduit la vitesse-revenu, c'est à dire le nombre de fois que l'unité monétaire moyenne est la contrepartie de transactions commerciales génératrices de revenus pendant l'unité de temps.

439

Sur le graphique le passage de A à B ne modifie pas le niveau de l'encaisse réelle (M/P) = $(3M / 3P)$. Dans les faits, on constate cependant que la stricte proportionnalité entre monnaie et prix n'existe pas. La demande d'encaisse réelle diminue en effet avec la hausse des prix (ce qui implique une courbe de demande d'encaisse réelle ayant une pente plus accentuée que celle présentée ci-dessus). En d'autres termes, la hausse de P (P à $3P$) se solde généralement par une augmentation de M (M a une valeur moindre que $3M$) au total M/P diminue avec la hausse de P .

2. Demande de monnaie comme demande d'encaisse (J-M Keynes)

a. Les motifs de transaction, de précaution et de spéculation

Keynes distingue trois motifs de détention de la monnaie :

- **Le motif de transaction** fait référence aux disponibilités nécessaires aux agents pour effectuer leurs transactions. Appliqué aux ménages, ce motif est appelé *motif de revenu*. Il

correspond à la détention de monnaie rendue nécessaire par l'existence d'un intervalle de temps entre le moment où les manges perçoivent leurs revenus et celui où ils les dépensent. Appliqué aux entreprises, ce motif est appelé *motif professionnel*. Les entreprises doivent en effet posséder de la monnaie afin de combler l'intervalle de temps qui sépare les dépenses engagées dans le processus productif et les recettes (on parle également de *motif professionnel*). On retrouve ici l'essentiel des fondements de la demande de monnaie de l'Ecole de Cambridge. Pour des habitudes de paiement données, l'encaisse de transaction est fonction du produit (revenu) national Y .

$E_t = L_1(Y)$ avec $L_1'(Y) > 0$

- **Le motif de précaution** répond au besoin des agents de se prémunir contre l'imprévu, de saisir des opportunités d'achat à prix favorable (qu'il s'agisse de biens réels ou de titres) ou de garder un avoir en valeur nominale immuable pour faire face à une obligation future stipulée en monnaie. La variable revenu national est également la variable déterminante de cette demande d'encaisse (E_p) pour motif de précaution.

$E_p = L_1(Y)$ avec $L_1'(Y) > 0$

- **Le motif de spéculation** incite les agents économiques à opérer des arbitrages entre monnaie et titres, avec l'objectif de réaliser des plus-values en capital sur les marchés financiers. L'individu peut en effet préférer garder son épargne sous forme monétaire (la monnaie est un actif non rémunéré mais sans risque) que placer cet argent en titres avec un risque de perte en capital. L'encaisse de spéculation (E_s) correspond donc à une épargne conservée sous forme monétaire, compte tenu du niveau du taux d'intérêt.

$E_s = L_2(i)$ avec $L_2'(i) < 0$

$M = M' + M$

M

M/P

A

B

$1/P$

$1/3P$

$1/P$

440

A ces trois motifs, J-M Keynes ajoute un facteur supplémentaire : *le degré de préférence pour la liquidité*, fonction de l'état de confiance qu'ont les agents dans l'avenir du système.

A ce titre, la détention de monnaie est un moyen d'apaiser l'inquiétude des agents face à un avenir incertain et non probabilisable. La préférence pour la liquidité (la monnaie) est donc un baromètre mesurant le degré de confiance des agents dans l'évolution de l'économie. La fonction de demande de monnaie prend alors la forme suivante :

$L = L(Y, i)$ avec $L'(Y) > 0$ et $L'(i) < 0$

Dans un article paraissant après la publication de la Théorie Générale de la monnaie, de l'intérêt et de l'emploi, J-M Keynes ajoutera **un quatrième motif** de détention de la monnaie, **le motif de financement**, selon lequel toute augmentation des commandes d'investissement n'est pas possible sans l'apport d'encaisses monétaires supplémentaires. Associé à l'activité anticipée (c'est à dire au revenu national anticipé Y^*), ce motif permet de comprendre les variations du taux d'intérêt indépendamment du volume courant de la production : si les institutions financières refusent d'accorder de la monnaie nécessaire au financement des investissements additionnels, la seule issue est une hausse des taux d'intérêt.

b. Le motif de financement

J-M Keynes reconnaît qu'il n'aurait pas dû négliger cette question auparavant, puisqu'elle est la pierre angulaire de la théorie monétaire du taux d'intérêt. De la même manière qu'une

augmentation de l'activité réelle doit accroître le taux d'intérêt (à moins que les banques ou le public ne soient disposés à offrir de l'argent liquide), une augmentation de l'activité prévue doit avoir un effet similaire qui s'ajoute au premier. Dans cette perspective, la demande d'encaisse serait une fonction de la forme :

$$E = L(Y, Y^*, i) \text{ avec } L'(Y) > 0, L'(Y^*) > 0 \text{ et } L'(i) < 0$$

Ainsi considéré, *le motif de financement* ne s'attacherait qu'à l'accroissement planifié de l'investissement. Ce motif s'applique aussi bien à la production de biens de consommation que la production de biens d'investissement, il concerne la production totale et non l'une de ses composantes. En cela, la demande de financement dépend du niveau de l'activité économique planifiée et non de sa structure ; les entreprises n'ont nul besoin d'épargne préalable, elles ont besoin de liquidités et les obtiennent auprès des banques. J-M Keynes était donc bien convaincu du fait que la monnaie est une monnaie de crédit, elle est créée moyennant l'octroi de crédits, et n'est donc pas recueillie préalablement à travers les dépôts.

Au premier stade de la création de liquidités, intervient l'octroi de crédits aux entreprises permettant à celles-ci de couvrir leurs coûts de production. Entre les banques (créancières) et les entreprises (débitrices), la création de liquidités repose sur une anticipation des recettes futures et suppose la confiance⁶ réciproque des contractants.

Au deuxième stade intervient le financement de la production, quel que soit le secteur (biens de consommation ou d'investissement). Pour être plus précis, les entreprises peuvent avoir recours à deux sources de finance : les crédits bancaires et les placements de titres sur les marchés financiers. Une fois les salaires payés, les entrepreneurs deviennent les débiteurs des banques pour une somme représentant le total des crédits obtenus, et en même temps, les salariés deviennent les créditeurs des banques pour la même somme représentant le total de leurs dépôts.

Au troisième stade apparaît le financement final, c'est à dire le moment de la captation de fonds par les entreprises leur permettant de rembourser leur dette aux banques et qui ne peuvent provenir que des revenus distribués, récupérés par la vente de biens ou de titres financiers. Au cours de cette phase, la dépense des salariés fournit aux entreprises les moyens

⁶ Rappelons que crédit vient de *credere* signifiant confiance.

441

de rembourser une partie de leur dette. Quant à la partie des revenus non consommée, c'est à dire l'épargne, elle peut avoir deux destinations : l'achat de titres (actions, obligations) sur les marchés financiers en contrepartie de liquidités qui revenant aux entreprises leur permettent de rembourser une autre partie de leur dette ; les placements monétaires en banques impliquant un endettement des entreprises d'un même montant.

Au terme de cette présentation, nous pouvons donc retenir que pour J-M Keynes, « *la demande totale de monnaie se sépare en deux parties la demande d'encaisse oisive [spéculation et précaution] et la demande d'encaisse active déterminée par le niveau d'activité établi par les décisions des entrepreneurs. La demande d'encaisse active à son tour se décompose en deux : la demande due au retard entre l'origine et l'exécution de décisions des entrepreneurs, et la part due au retard entre la réception et l'utilisation du revenu par le public et aussi entre la réception par les entrepreneurs des produits de leurs ventes et le paiement par eux des salaires* » (p 224).

c. La préférence pour la liquidité

La préférence pour la liquidité exprime le choix de l'agent pour la monnaie ou un substitut étroit de la monnaie. La demande d'encaisse pour les motifs de transaction et de précaution étant fonction du revenu, c'est la demande d'encaisse pour le motif de spéculation qui explique les variations autonomes des encaisses des agents économiques. Selon Keynes, le motif de spéculation correspond « *au titre de profiter d'une connaissance meilleure que celle du marché [financier] de ce que réserve l'avenir* » (1936, p 181). Les agents manifestent leur préférence pour la liquidité en fonction des anticipations qu'ils forment sur l'évolution du

marché des titres et plus précisément sur l'évolution du rendement des titres.

- *La relation entre le prix d'un actif et le taux d'intérêt*

L'analyse du comportement de spéculation keynésien s'opère à partir du cours en Bourse des obligations, c'est à dire du cours en Bourse de valeurs à revenu fixe. Il suppose que l'on distingue la valeur faciale du titre (valeur d'émission) de sa valeur de négociation en Bourse. Si le titre est émis à 100 € avec un taux d'intérêt de 5%, quelles que soient les variations du cours en Bourse du titre, il rapportera toujours 5 €. Si l'on suppose que le cours du titre passe de 100 à 125 € en rapportant toujours 5 €, son rendement est de $(5 \times 100)/125 = 4\%$. **La hausse des cours du titre correspond à une baisse du rendement exprimé par un taux d'intérêt.** Dans l'analyse keynésienne, les agents sont supposés établir ce résultat et se déterminer à l'achat ou la vente en fonction de ses résultats. Inversement, si l'on suppose que le cours du titre passe de 100 à 83,30 €, il rapporte toujours 5€, son rendement (taux d'intérêt) est donc de $(5 \times 100)/83,3 = 6\%$. A la baisse du cours des titres correspond une hausse des taux d'intérêt. Soit P_t le prix d'une obligation, C son revenu (coupon) annuel et i son rendement (taux d'intérêt), nous pouvons écrire : **$P_t = C / i$ ou $i = C / P_t$**
Ainsi lorsque le taux d'intérêt est de 5%, les agents sont prêts à payer jusqu'à 100€, et pas plus, pour une obligation rapportant 5€ par an.

Demande totale

de monnaie

Demande d'encaisse oisive :

spéculation et précaution

Demande de monnaie active

Motif de

financement

Motif de

transaction

Motif de revenu

Motif professionnel

442

La demande de monnaie pour le motif de spéculation dépend du cours des titres, et évolue entre deux bornes. Si le cours des titres est très élevé et donc le taux d'intérêt très faible, les agents attendent la baisse du cours des titres et donc la hausse des taux d'intérêt. Inversement, lorsque le taux d'intérêt est élevé, les cours des titres sont au plus bas, et la demande d'encaisse pour le motif de spéculation est faible ou inexistante, les agents saisissent l'opportunité de placement.

Demande d'encaisse pour le motif de spéculation

Au taux i_1 , la demande de monnaie pour le motif de spéculation est infinie, c'est la situation dite *de trappe de liquidité*. Au taux i_2 , la demande de monnaie pour motif de spéculation est nulle car le taux d'intérêt est supposé ne pas pouvoir s'élever : les cours des titres sont au plus bas. **La demande de monnaie pour le motif de spéculation est donc fonction décroissante du taux d'intérêt : $L_2(i)$ décroissante.**

Le taux d'intérêt dans la conception keynésienne n'est donc pas lié au choix par l'agent de son volume d'épargne mais à la forme qu'il souhaite lui donner : « *Le taux d'intérêt [écrit Keynes] n'est pas le prix qui amène à s'équilibrer la demande de ressources à investir et la propension à s'abstenir de consommations immédiates. Il est le prix auquel le désir de maintenir la richesse sous la forme liquide se concilie avec la quantité de monnaie disponible* » (chap XIII – II). **L'analyse de la préférence pour la liquidité aboutit chez Keynes à une détermination du taux d'intérêt à l'écart du marché du capital (des titres) par deux éléments de nature strictement monétaire :**

- La préférence pour la liquidité (demande de monnaie pour motif de spéculation)

- L'offre de monnaie (la quantité de monnaie en circulation dépend des autorités monétaires, elle est donc exogène).

Détermination du taux d'intérêt d'équilibre

i1

i2

i

L2

L2 Trappe à

liquidité

$E'(s) = L2'(i) < 0$

i1

i2

i

M

L2

L

i*

L O

M*

A

443

La courbe LL est décalée vers la droite puisqu'elle représente la totalité de la demande de monnaie et donc les demandes de monnaie pour le motif de transaction et de production fonctions de Y. L'offre de monnaie (O) est représentée par une droite soulignant qu'elle résulte de la décision des autorités monétaires (offre de monnaie exogène). L'équilibre (A), déterminé par l'offre de monnaie des autorités monétaires (M*) et la préférence pour la liquidité des agents, dépend des fluctuations de la préférence pour la liquidité dues au motif de spéculation (ce dernier est instable). La préférence pour la liquidité s'exprime par une demande d'encaisse monétaire dite parfois *thésaurisation*.

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

- *Les anticipations des agents*

J-M Keynes a souligné en effet que « *si toutes les valeurs futures du taux d'intérêt étaient connues à l'avance avec certitude, on pourrait les déduire des valeurs présentes des taux d'intérêt à différentes termes, lesquelles seraient ajustées aux valeurs connues des taux d'intérêt futurs* » (p 180). C'est donc la comparaison des taux courants avec les taux futurs ajustés qui nous permettrait de savoir de façon certaine si on a avantage à conserver la monnaie liquide ou à acheter un titre à durée déterminée (qui à l'échéance, redonnerait son montant liquide, mais aurait rapporté entre temps un gain monétaire). En revanche, lorsque la gamme des taux futurs n'est pas connue. Cette comparaison est impossible. **Face à l'incertitude, le spéculateur va chercher à tirer parti du fait qu'il croît connaître mieux que les autres ce que sera, dans l'avenir, les cours des titres.** Ce sont les positions qu'il prendra face à l'incertitude sur les taux futurs, qui commanderont la détention de monnaie au détriment des titres. L'élément déterminant le choix du spéculateur ne sera pas le niveau absolu de l'intérêt mais l'écart entre les taux courant et anticipé.

Si on considère avec J-M Keynes, que ce choix se résume entre la détention de monnaie improductive et celle d'obligations portant intérêts, il est évident que la détention de ces dernières est préférable puisqu'au gain en intérêts peut s'ajouter une plus-value en cas de baisse des taux. Dans le cas d'une hausse des taux, les gains en intérêts pouvant être plus que compensés par les moins-values, il devient préférable de détenir de la monnaie. Ainsi, il vaut mieux ne rien gagner en détenant de la monnaie que de perdre en possédant des obligations faisant courir des risques de pertes en capital dépassant les gains en intérêts.

Dès lors, malgré une rémunération considérée comme « nulle », la monnaie peut être source de gains. D'une part, un agent s'attendant à une baisse des cours des titres (une hausse des taux d'intérêt) peut décider de vendre, puis, si son anticipation est confirmée, de racheter à des prix plus faibles. Dans l'intervalle de temps considéré, il conserve bien de la monnaie, et même s'il ne reçoit pas d'intérêts, il réalise cependant un gain (en capital) sur l'ensemble de la transaction. D'autre part, un agent s'attendant à une hausse des taux de rémunération des obligations à long terme, peut avoir intérêt à reporter ses achats de titres. En effet, une somme de 100€ placée aujourd'hui rapporte 5€ alors que placée un an plus tard (taux passant de 5 à 6%), elle devrait rapporter (si les anticipations sont confirmées) 6€ par an. Ainsi, en retardant l'achat, un agent peut réaliser annuellement sur la durée de l'actif considéré un gain de 1€, opposé à une perte de 1€ par année de retard. Le placement en monnaie est donc rentable (source de gains en revenu). **Ainsi, même conservée sans emploi, la monnaie n'est pas totalement stérile, elle est un bien de placement, source de gain en capital et en revenu.**

444

Lorsqu'un agent prévoit une baisse du taux d'intérêt (i) et anticipe des gains en capital, il choisira de détenir des obligations, et son substitut, la monnaie, sera faiblement demandé. Inversement, lorsqu'il anticipe une hausse du taux d'intérêt, il préférera se débarrasser de ses obligations (risque en capital) et sa demande de monnaie s'élèvera.

Chaque agent ayant sa propre anticipation du taux d'intérêt futur (i^*) verra dans le taux présent i l'annonce d'un risque de pertes en capital si $i < i^*$ (une chance de gains dans le sens inverse). Si $i < i^*$, certains agents escomptant une hausse de ce dernier (pertes en capital) opteront pour une détention de monnaie (ils pensent que les pertes en capital risquent de dépasser les gains en intérêts) ; d'autres escomptant une compensation entre les pertes en capital et les gains en intérêts seront indifférents ; d'autres enfin choisiront la détention de titres en pensant que les gains en intérêts (n'étant pas annulé par les pertes en capital) laisseront un rendement positif préférable au rendement nul de la monnaie. Si $i > i^*$, les agents opteront pour la détention d'obligations rapportant un intérêt (i) et offrant des chances de gains en capital.

Dans cette analyse, **chaque agent anticipe un taux d'intérêt futur i^* qu'il considère comme une donnée certaine pour la période à venir, et c'est de la diversité des opinions quant à la valeur de i^* que va découler la demande de monnaie de spéculation :**

Lorsque i est élevé, tous les agents anticipant des i^* différents et inférieurs au taux d'intérêt présent (i) prévoient la baisse de ce dernier (les agents sont **baissiers**), ce qui les incite à demander des titres au détriment de la monnaie afin de pouvoir bénéficier des gains en capital. *La demande de monnaie de spéculation est donc faible lorsque le taux d'intérêt courant (i) est fort.* La baisse de i amène certains agents à penser qu'il descend en dessous de leur i^* . Croyant dans leurs anticipations, ils prévoient une remontée du taux d'intérêt courant i , **devenant haussiers** et afin d'éviter des risques en perte de capital, ils seront incités à demander de la monnaie au détriment des titres. *Avec l'intervention des agents haussiers, la demande de monnaie de spéculation apparaît et s'élève lorsque le taux d'intérêt (i) diminue.*

La baisse de i se poursuivant, **la proportion des agents haussiers va prendre le pas sur celle des agents baissiers, la demande de monnaie va continuer à s'accroître.** Il est cependant un niveau faible de i pour lequel tous les agents ayant des anticipations identiques

($i < i^*$) prévoient la remontée du taux courant et se protègent contre les risques de pertes en capital en ne détenant que de la monnaie. A ce moment, la demande de monnaie devient parfaitement élastique au taux d'intérêt. Ce dernier ne pouvant plus baisser, toute augmentation de la quantité de monnaie sera absorbée en encaisses oisives, on retombe sur la trappe de liquidité keynésienne.

Notons que la fonction de demande de monnaie répondant au motif de spéculation n'a de sens qu'au niveau macroéconomique. Au niveau individuel en effet, un agent anticipant i^* prend sa décision en comparant ce dernier au taux courant i , et détient des titres dans le cas où $i > i^*$ (ou de la monnaie dans le cas inverse). **Ainsi en fonction de son anticipation, chaque agent a toutes les chances de détenir tout en titres ou tout en monnaie, mais rarement la possibilité de diversifier son portefeuille.** Cette idée a été mise en évidence par J. Tobin dans son étude sur les modalités d'arbitrage entre la monnaie et les titres.

3. Demande de monnaie et diversification du patrimoine (Friedman)

L'analyse de Milton Friedman, et plus précisément celle du courant monétariste ouvre une perspective sur le comportement de demande de monnaie en proposant une analyse à partir du patrimoine des individus. Pour Friedman, la monnaie est un actif patrimonial comme un autre.

a. Le cadre analytique de Friedman

Le cadre analytique de la demande de monnaie friedmanienne est celui de la *théorie microéconomique du choix du consommateur*, dont les implications sont les suivantes.

- Les agents prennent leurs décisions en fonction de leur stock d'actifs (monétaire et non monétaire) et non par rapport à leurs flux de revenus comme dans la théorie keynésienne. Les possibilités des agents ne se résument plus au choix binaire « monnaie-titres » mais concernent la monnaie, l'ensemble des actifs existants. Il s'agit ici de l'ensemble du patrimoine (monnaie, obligations, actions, biens physiques, capital humain).
- Les agents établissent leur choix sur la base d'un calcul économique fondé sur le prix et le rendement des formes alternatives du patrimoine : actifs réels, actifs monétaires et actifs financiers.
- Les agents ont une échelle de préférences individuelle.

La diversification du patrimoine se situe donc dans un processus d'accumulation de l'épargne où le comportement d'épargne est conforme aux analyses de la *théorie du revenu permanent*. Enfin les agents ajustent leurs encaisses à leur pouvoir d'achat effectif en biens et services, ainsi leur comportement est déterminé par leur *encaisse réelle* et non par leur encaisse nominale (on parle d'*absence d'illusion monétaire*).

b. Les variables explicatives de la demande de monnaie

La demande de monnaie dépend de trois séries de variables : la richesse totale détenue (W) sous toutes ces formes que l'on approxime par le concept de revenu permanent (Y_p) ; le prix et le taux de rendement de chaque forme de détention de la richesse déterminant les possibilités de substitution entre les différents actifs ; les goûts et les préférences des détenteurs de richesses.

- La richesse totale détenue (W)

Nous avons vu précédemment que la richesse selon Friedman devait être prise au sens large et inclure le capital humain, c'est à dire les potentialités de l'homme d'une part, le capital non humain, c'est à dire les valeurs mobilières (actions, obligations), les actifs réels et la monnaie d'autre part. Ainsi, de la même façon qu'une obligation est une forme de capital donnant droit à percevoir de revenus futurs sous forme de coupons, l'homme est un capital donnant droit à percevoir des revenus futurs. Toutefois, la non-existence d'un marché du capital humain comparable aux marchés d'actions et d'obligations fait que la substitution entre capitaux humains et capitaux non humains est loin d'être parfaite. Le capital humain est cependant intégré dans l'analyse de Friedman par l'intermédiaire du concept de *revenu permanent*. Pour

obtenir la richesse W d'un agent, il convient de faire la somme de ses revenus futurs actualisés. Soit i le taux d'actualisation,

$$\sum_{t=1}^N \frac{Y_t}{(1+i)^t}$$

soit

$$W = \sum_{t=1}^N \frac{Y_t}{(1+i)^t}$$

+

++

+

+

+

=

1

.....

1 1 2

1 2 (1)

Friedman définit le revenu permanent (Y_p) comme le revenu constant de période en période ayant la même valeur actualisée que la somme actualisée des revenus effectifs obtenus sur un horizon donné N .

$$\sum_{t=1}^N \frac{Y_t}{(1+i)^t} = \frac{Y_p}{i}$$

+

=

+

++

+

+

+

+

+

+

= ©

=

$$Y_p = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N Y_t$$

i

Y_p

i

Y_p

i

i

i

W

N

t

Nt

$$Y_p = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N Y_t$$

1

2 1

1

1

.....

1 1

(2)

446

De l'équation (2) Friedman déduit que $Y_p = i W$. Le revenu permanent constitue la variable d'échelle dans l'explication de la demande de monnaie⁷. Fonction croissance de la richesse W et donc du revenu permanent Y_p , la demande de monnaie serait également liée à la composition du patrimoine, c'est à dire aux parts respectifs de capital humain (K_h) et de capital non humain (K_{nh}).

Soit

K_{nh}

K_h

$w =$

La demande de monnaie est ainsi une fonction croissante de la part relative du capital humain dans la richesse W . Si μ représente les goûts propres de l'individu résumés par son fonction d'utilité U , la fonction de demande de monnaie peut prendre la forme suivante :

$M = f(Y_p, w, \mu)$ avec $M'_{Y_p} > 0$ et $M'_w > 0$

- *Les rendements des formes de détention de la richesse*

La richesse pouvant être détenue sous forme de monnaie, d'actions, d'obligations et d'actifs réels, c'est la comparaison des rendements de ces différents actifs qui expliquera la composition du patrimoine.

* *La monnaie*, dans sa définition étroite (billets, pièces et dépôts) ne procure pas de rendement pécuniaire, toutefois elle offre des services de commodité, de liquidité et de sécurité aux agents économiques. L'appréciation de ces services est rattachée aux goûts et préférences des agents (variable μ). Par ailleurs, la monnaie donne un pouvoir d'achat qui varie avec le niveau général des prix P et doit faire l'objet d'une correction selon les taux d'inflation (une hausse de l'inflation se traduit par une baisse du pouvoir d'achat de la monnaie).

$M = f(w, \mu, P Y_p, P)$

Friedman adopte le principe d'homogénéité de degré 1 de la demande de monnaie par rapport au prix (M et P varient de façon équiproportionnelle) :

Soit $f(w, \mu, Y_p)$

P

$M =$

ou $M = P f(w, \mu, Y_p)$

Pour des goûts, des préférences et une structure du patrimoine donnés, la demande d'encaisses réelles est une fonction du revenu permanent.

* Les actifs réels, c'est à dire les biens mobiliers et immobiliers détenus par les ménages ainsi que les produits et biens d'équipement détenus par les entreprises, procurent un revenu résultant de plus-values, elles mêmes liées à la variation des prix.

Soit

$\frac{dM}{dt}$

$\frac{dP}{dt}$

P

$\cdot 1$

)

1

(, , ,

$\frac{dM}{dt}$

$\frac{dP}{dt}$

P

$M = P f(w, \mu, Y_p)$

* *Parmi les actifs financiers*, les obligations procurent un rendement en termes d'intérêts fixes en valeur nominale au taux r_b et des plus-values résultat des variations de cours. En raison de la relation inverse entre le taux d'intérêt et le prix d'un titre, l'agent économique fera une plus

value en cas d'anticipation à la baisse du rendement r_b des obligations (soit $dr_b/r_b < 0$)
 Friedman établit même une élasticité-revenu de la demande de monnaie à 1,8. Une progression de 1% du revenu permanent se traduirait par une augmentation de 1,8% de la demande de monnaie (la monnaie serait un bien de luxe).

447

comme 0

1

$< 0 \text{ } \otimes - \cdot >$

dt

dr_b

$r_b r_b$

dr_b

on obtient

dt

dr_b

r_b

$r_b - \cdot 1$

Les actions permettent d'obtenir un revenu variable. Friedman va les assimiler à des obligations indexées sur les prix plutôt qu'à de véritables actions. Le rendement de ces actifs se décompose en une partie fixe r_e , l'éventuelle plus-value en cas d'anticipation à la baisse du rendement ($dr_e/r_e < 0$), et une partie variable résultant de la variation du niveau général des prix (affectant l'évolution des bénéfices)

comme 0

1

$< 0 \text{ } \otimes - \cdot >$

dt

dr_e

$r_e r_e$

dr_e

on obtient

dt

dP

$dt P$

dr_e

r_e

$r_e - \cdot + \cdot 1 1$

En tenant compte du rendement des actifs financiers (obligations et actions), la demande de monnaie peut s'écrire de la manière suivante :

)

1 1

,

1

,

1

(, , ,

dt

dP

$dt P$

dr_e

r_e

r_e

dt
 drb
 rb
 rb
 dt
 dP
 P

$$M = P f(w, \mu, Y_p, rb, re) \cdot - \cdot - \cdot + \cdot$$

Selon Friedman, à long terme, la demande de monnaie ne tient pas compte des variations de cours (actions et obligations), de même les fluctuations de prix ont tendance à converger vers un niveau de prix de long terme. Ainsi la demande de monnaie se simplifie :

$$M = P f(w, \mu, Y_p, rb, re)$$

La demande de monnaie sera donc élevée lorsque le rapport du capital humain au capital non humain est élevé (w), les préférences des agents (μ) de détenir de la monnaie sont importantes, le revenu permanent (Y_p , la richesse) est fort, les rendements des actifs financiers (rb , re) est faible, et le niveau général des prix (P) est élevé (donc un taux d'inflation faible). A long terme, pour des goûts/préférences (μ) et une structure du patrimoine donnés (w), des rendements d'actifs financiers (rb , re) stables (ils sont en fait appréhendés par le taux d'intérêt) et un revenu permanent (Y_p) fixé à son niveau de longue période, l'ajustement entre l'offre (exogène) et la demande de monnaie se fera par le niveau général des prix. *Toute hausse de M se traduira par une variation strictement proportionnelle de P .*

c. Le processus $M \propto P$

La demande de monnaie apparaît donc dans le modèle de Friedman liée à une relation stable à ses déterminants. Celle-ci se fonde sur deux hypothèses relatives au comportement des agents :

- Les agents ajustent leurs encaisses à leur pouvoir d'achat effectif. Il existerait donc une relation stable liant la demande de monnaie et le revenu réel (Y/P), c'est l'effet d'encaisses réelles.
- Les agents déterminent leur demande d'encaisse en fonction d'une grandeur stable du patrimoine, dont ils recherchent une structure stable. Friedman peut donc expliquer les fluctuations statistiquement observables de la demande de monnaie de celles des déterminants de la demande de monnaie.

448

Supposons une création monétaire à la suite de l'intervention de la banque centrale (politique d'open market, la banque centrale met de la monnaie en circulation en rachetant les titres détenus par les agents économiques). Initialement en équilibre, les agents vont se trouver avec des encaisses effectives supérieures à leurs encaisses désirées. Ils vont vouloir se débarrasser de ces excédents. Or rappelle Friedman, tout agent modifie sa consommation en fonction du revenu permanent. Lorsqu'il dispose d'un revenu transitoire (lié à la vente de titres), il ne consacre pas ce revenu à l'acquisition de biens de consommation mais à l'achat d'actifs financiers et réels. Il augmente ainsi son patrimoine et le revenu permanent qui en découle. Dans le même temps, les achats d'obligations font augmenter les cours de celles-ci et baisser leur rendement jusqu'au point où les achats d'actions (plus risquées) deviennent profitables. A leur tour, les achats d'actions font monter les cours de celles-ci jusqu'à un niveau rendant attractif la détention d'actifs réels qui, à leur tour, voient leurs prix s'élever. L'ensemble des prix s'élevant, la demande de monnaie va s'élever également.

Tous ces mouvements vont favoriser la diffusion progressive de la création monétaire à tous les agents économiques puisque l'encaisse initialement concentrée entre quelques mains, se propage à toute la société. Ainsi l'augmentation initial du stock de monnaie et son extension à l'ensemble de l'économie provoqueront une augmentation des dépenses (du revenu nominal P

Y_p) en s'étendant progressivement des marchés financiers (actions, obligations) aux marchés non financiers (actifs réels). Comme le prix des actifs financiers, des actifs réels, des biens de consommation s'élèvent, le niveau général des prix P s'accroît. En raison des substitutions successives liées à la volonté des agents de revenir à leurs niveaux d'encaisses désirées et de structure du patrimoine, les prix augmenteront jusqu'à ce que la quantité de monnaie effective soit égale à la quantité de monnaie désirée.

Notons ici deux différences essentielles entre la conception friedmanienne et keynésienne de la monnaie. (i) Contrairement à l'analyse keynésienne, dans laquelle l'arbitrage obligations/monnaie provoque une baisse du taux d'intérêt, la conception friedmanienne fait intervenir l'ensemble des actifs financiers, réels et leurs rendements respectifs. Une hausse de la quantité de monnaie ne se traduit pas par une baisse du taux d'intérêt et une relance de l'investissement, mais par une augmentation de l'ensemble des dépenses, donc une variation des prix et des quantités. (ii) Keynes insiste sur l'instabilité de la relation monnaie-revenu en raison des modifications des anticipations des agents économiques (anticipation sur les taux, les prix, le niveau d'activité). Friedman met quant à lui l'accent sur la stabilité de la relation monnaie-revenu permanent. Friedman fait reposer sa thèse de la stabilité sur les caractéristiques de sa fonction de demande qui, parce qu'elle est contrainte par le patrimoine, est une fonction de longue période. Le revenu Y est en fait le revenu permanent Y_p qui ne change que modérément au cours du temps, les fluctuations des taux d'intérêt s'effectuent autour d'un taux moyen normal, les fluctuations de prix s'effectuent également autour d'un taux moyen.

Ainsi la fonction de demande de monnaie s'écrit $M = P f(Y_p)$ ® $M / P = f(Y_p)$

A long terme, la demande de monnaie est une fonction stable du revenu permanent.

4. Demande de monnaie, diversification du patrimoine et risque (Tobin)

Pour Tobin et les auteurs qu'il a inspirés, c'est l'incertitude et donc le risque qui conduit les agents économiques à diversifier les portefeuilles. Si les agents raisonnaient en avenir certain, ils ne détiendraient que les actifs à rendement élevé. L'analyse de Tobin repose sur une hypothèse relative au comportement des agents. Ils sont supposés éprouver *une aversion pour le risque*. Cette hypothèse conduit les agents à diversifier leur portefeuille parce que les titres présentent un risque alors que la monnaie a un rendement certain.

449

Le risque est exprimé par l'écart type de la distribution de probabilités attribuées par l'agent aux taux possibles de gains ou de pertes en capital, en d'autres termes, le risque est exprimé par la dispersion des rendements autour de leur moyenne. Dans ce cadre, on peut exprimer le rendement du portefeuille par la connaissance de deux actifs (titres et monnaie par exemple). Connue sous le nom de modèle « *espérance-variance* » (EV), cette démarche de Tobin suppose que la détention d'un portefeuille procure à l'agent une utilité U , liée positivement au rendement moyen du portefeuille (mesuré par l'espérance mathématique E) et négativement au risque (mesuré par l'écart type σ de ce rendement). La recherche d'un certain rendement pour le placement de l'épargne va aboutir à la formation d'un patrimoine constituant une combinaison du risque et du rendement.

a. Demande de monnaie et risque

Dans une économie ne comportant que la monnaie au rendement nul et un titre rapportant le taux courant i , nous aurons l'expression suivante :

$$U = U(E, \sigma) \text{ avec } \partial U / \partial E > 0 \text{ et } \partial U / \partial \sigma < 0$$

Si l'agent choisit de détenir tout son patrimoine sous forme de monnaie, il n'en retire aucun rendement mais il ne supportera pas le risque en capital. Inversement, s'il choisit de ne détenir que des titres, il prend un risque maximum pour obtenir le rendement le plus élevé possible. Les choix intermédiaires expriment des combinaisons possibles du risque et du rendement : en termes d'analyse microéconomique, ils sont représentés par des courbes d'indifférence.

Si nous supposons que l'agent craint le risque, ses préférences seront représentées par les courbes d'indifférence U_0, U_1, U_2 , à pente positive parce qu'il n'accepte de prendre des risques supplémentaires que si les rendements sont croissants. En d'autres termes, l'agent demande de plus en plus de rendement pour des accroissements unitaires du risque.

W : Patrimoine

Risque : σ

W_0

U_0

U_1

U_2

E

$W_0(1+i)$

$W_0(1+i)$

$F \sigma^0$

O

M

T

G

450

La droite $[W_0, W_0(1+i)]$ représente la contrainte budgétaire constituée des combinaisons entre le risque et les valeurs prises par le patrimoine parmi lesquelles l'agent peut choisir pour constituer son portefeuille. W_0 représente la valeur initiale du patrimoine qui est aussi sa valeur finale si l'agent conserve tout son patrimoine sous forme d'encaisses monétaires. $W_0(1+i)$ représente le cas où l'agent ne détenant que des titres donne le maximum de rendement à son patrimoine avec un risque maximum (σ^0). Si le patrimoine est uniquement constitué d'obligations, si i est le taux d'intérêt, la valeur du patrimoine est égale à $W_0(1+i)$. Tout point de $[W_0, W_0(1+i)]$ est un choix possible de l'individu, plus le choix comporte de titres, plus le risque est élevé. L'agent cherchera à retirer un maximum d'utilité de son portefeuille pour un taux d'intérêt et un niveau de risque donné. Il va donc chercher à se placer sur la courbe d'indifférence la plus élevée compatible avec la contrainte budgétaire, c'est à dire qu'il va se placer au point E, où la droite de contrainte budgétaire est tangente à la courbe d'indifférence U_1 . Au point E, pour un risque total OE, dont il attend un rendement EG, l'agent détient une part OT de son portefeuille en titres, et le restant TM en monnaie.

Le portefeuille optimal de l'agent se compose à la fois de monnaie et de titres. La demande de monnaie apparaît dans le cadre d'une diversification du patrimoine comme actif non risqué.

De là, **le théorème de séparation de Tobin**, tous les agents qui opèrent des placements, quelle que soit leur richesse initiale respective et leur attitude envers le risque construisent leur portefeuille optimum par combinaison entre l'actif sans risque (la monnaie) et le portefeuille du marché (ensemble des actifs disponibles sur le marché).

b. La combinaison risque-rendement et le taux d'intérêt

Il est possible d'étudier les effets d'une variation du taux d'intérêt sur le portefeuille de l'agent. Pour des courbes d'indifférence de type U_0, U_1, U_2 , la hausse de l'intérêt i élève la pente de la droite de budget $[W_0, W_0(1+i)]$, modifiant le choix de l'agent. Soit deux contraintes budgétaires, D_0, D_1 , correspondant à deux taux d'intérêt ($i_0 < i_1$).

W : Patrimoine

Risque : σ

W_0

U_0

U1

E
 0
 M
 T0
 T1
 I
 D0
 D1
 451

La hausse du taux d'intérêt implique un déplacement de la droite de budget vers le haut, se traduisant par un déplacement du point de tangence. Le choix de l'agent se modifie :

- OT0 en titres (et MT0 en monnaie) pour un taux d'intérêt i_0
- OT1 en titres (et MT1 en monnaie) pour un taux d'intérêt i_1

Ainsi une hausse du taux d'intérêt modifie bien la composition du portefeuille de l'agent, au bénéfice des titres et au détriment de la monnaie. Cette dernière est bien fonction décroissante du taux d'intérêt.

Toutefois, comme n'importe quel prix, la hausse du taux d'intérêt exerce deux effets : un effet de revenu et un effet de substitution. **Par l'effet de revenu**, grâce à la hausse du taux d'intérêt, le revenu procuré par chaque titre augmente. Tout en réduisant le volume de titres détenus et en diminuant ainsi les risques, l'agent peut maintenir des revenus tirés de son patrimoine. La hausse du taux d'intérêt se traduit donc par une réduction de la détention de titres et une augmentation des encaisses détenues. **Par l'effet de substitution**, la hausse du taux d'intérêt ayant pour corollaire la baisse du cours des titres, l'agent peut désirer bénéficier de cette baisse de prix en substituant de nouveaux titres aux encaisses. Ce qu'il perd en sécurité, est alors compensé par une espérance de rentabilité accrue. La hausse du taux d'intérêt entraîne une augmentation de la demande de titres et donc une baisse des encaisses désirées. Le sens de la relation dépend donc de l'importance des deux effets. Si nous admettons que les titres sont des biens normaux (des biens dont la demande augmente lorsque le revenu des agents s'élève), l'effet de substitution l'emportera généralement sur l'effet revenu. La hausse du taux d'intérêt provoquera une augmentation de la détention de titres et une baisse de la valeur désirée de encaisses monétaires.

Ainsi par l'analyse du comportement des agents ayant une aversion envers le risque, et contrairement au « *tout ou rien* » keynésien, Tobin justifie la détention simultanée des titres et de la monnaie à travers une stratégie de diversification du portefeuille. La demande d'encaisses (E) dépendra du patrimoine liquide déjà détenu par les agents (W_1), du taux de rendement des titres (i) et du risque attaché à la détention des titres (σ)

Soit $(, ,)$ $0, 0, 0 = < \cdot > \sigma E E W_1 i \sigma$ avec $E E E$:

i
 W_1

Cette approche amène 4 commentaires. (i) La relation inverse entre le taux d'intérêt et la demande d'encaisses n'est vérifiée que si l'on admet que l'effet de substitution l'emporte sur l'effet revenu. Il est cependant possible que l'effet de revenu compense l'effet de substitution de manière à ce que la demande de monnaie soit très faiblement élastique au taux d'intérêt. (ii) Le modèle de Tobin n'est pas le strict prolongement de l'analyse de la spéculation de Keynes. En effet, alors que ce dernier suppose que les agents, faisant des anticipations certaines, ont effectivement intérêt à détenir que de la monnaie ou que des titres, Tobin admet que les agents diversifient leur portefeuille parce qu'ils ont une aversion pour le risque et ont conscience de leur ignorance du futur. En d'autres termes, Tobin traite non de la demande d'encaisses de spéculation, mais bien de celle de précaution. (iii) Le modèle de Tobin explique la détention d'actifs sans risques dans un portefeuille comprenant aussi des actifs

risqués, plus qu'il ne justifie la détention de monnaie. Or de nos jours, ces actifs au rang desquels on retrouve les bons du trésor, les sicav monétaires...sont détenus au détriment de la monnaie. (iv) Il convient enfin de distinguer à la suite des travaux de J. R Hicks les épargnants solides et ceux qui sont liquides. Les premiers choisissent leurs placements avec soin au moment où ils les réalisent. Les seconds conservent la possibilité de faire machine arrière. Ce comportement est expliqué par les coûts de transaction pesant sur les valeurs mobilières. Les coûts de transaction s'élèvent moins que proportionnellement au volume des fonds à placer. C'est donc le gros épargnant qui peut diversifier son portefeuille alors que le petit épargnant en raison des coûts de transaction, doit placer solidement son patrimoine.

452

C. Le taux d'intérêt, prix sur le marché de la monnaie ?

Au niveau macroéconomique, on admet généralement que le taux d'intérêt constaté sur un marché, ou taux d'intérêt nominal dépend du taux d'intérêt réel, véritable reflet des caractéristiques et de l'inflation anticipée qui mesure la perte probable de pouvoir d'achat.

1. Les déterminants du taux d'intérêt réel

La présentation de l'offre et la demande de monnaie a souligné les oppositions entre théories d'inspiration classique qui insistent sur l'interprétation réelle de la détermination du taux d'intérêt et théories d'inspiration keynésienne pour lesquelles le taux d'intérêt a une nature monétaire.

Dans l'analyse classique, le taux d'intérêt est déterminé par la confrontation de la demande d'emprunt et de l'offre d'épargne des agents non financiers. Pour les ménages épargnants, le taux d'intérêt représente le prix de la renonciation à la consommation présente et détermine l'affectation du revenu entre consommation et épargne. Le besoin d'emprunt est déterminé par le besoin d'investissement. Les entreprises comparent la productivité marginale de leur investissement au coût de leur emprunt. Knut Wicksell (1898) est le précurseur de cette analyse. Les entreprises comparent selon cet auteur, le taux d'intérêt naturel qui est le taux de rendement marginal du capital, et le taux d'intérêt monétaire. Ce dernier résulte de la confrontation de l'offre de fonds (des ménages et des banques) et de la demande de fonds par les entreprises. Le taux d'intérêt monétaire détermine le coût de l'emprunt pour les entreprises. La condition d'équilibre d'un tel système est l'égalité entre le deux taux (monétaire et réel).

Dans l'analyse keynésienne, le taux d'intérêt ne détermine pas répartition du revenu entre consommation et épargne, celle-ci étant fonction de la propension marginale à consommer. Il détermine en revanche la répartition de l'épargne entre encaisses monétaires et titres. *Le taux d'intérêt est ici le prix de la renonciation à la liquidité.* Il est déterminé sur le marché monétaire par la confrontation de la demande de monnaie (motif de transaction, précaution, spéculation) et l'offre de monnaie (contrôlée par les autorités monétaires).

La théorie des fonds prêtables tente d'effectuer une synthèse de ces deux théories en apparence opposées. Le taux d'intérêt est ici déterminé par la confrontation de l'offre et la demande de fonds prêtables. L'offre de fonds est composée à la fois d'actifs monétaires (crédits monétaires) et non monétaires actifs financiers). De même, la demande de fonds prêtables intègre les liquidités désirées par les agents ainsi que la demande d'investissement. Par ailleurs, il existerait en réalité une multitude de taux d'intérêt car, pour l'épargnant, outre le prix de la renonciation (à la consommation ou à la liquidité), le taux d'intérêt va rémunérer le risque pris par le prêteur. Parmi ces risques, l'agent subit le risque de contrepartie (ou risque de non remboursement fonction de l'identité de l'emprunteur), un risque de taux (variation non anticipée des taux d'intérêt dans le futur) ainsi qu'un risque de perte de pouvoir d'achat si l'inflation est non nulle. Le taux d'intérêt va ainsi intégrer des primes de risque (fonction de la qualité de l'emprunteur, de l'échéance, du degré d'aversion au risque des agents ou de la volatilité observée des taux) ainsi que les anticipations d'inflation des agents.

2. La détermination du taux d'intérêt nominal

D'après la théorie keynésienne, une augmentation de l'offre de monnaie par les autorités monétaires doit, par le jeu de l'offre et la demande, provoquer une baisse du taux d'intérêt. Pour les classiques, la création monétaire entraîne une hausse des prix. Des taux d'intérêt bas devraient donc être associés à des périodes d'inflation élevée. Gibson (1923) a cependant montré que les périodes d'inflation élevée correspondaient, au contraire, à des taux d'intérêt

nominaux également élevés. Fisher (1930) a résolu le « *paradoxe de Gibson* » en soulignant que les agents, cohérents, raisonnaient à pouvoir d'achat constant. Le taux d'intérêt nominal, observé sur le marché, diffère du taux d'intérêt réel d'équilibre car il intègre le taux d'inflation anticipée par les agents. Le taux d'intérêt réel est donc égal au taux d'intérêt nominal, diminué du taux d'inflation anticipé. On parle de *taux réel ex ante* qui représente la rémunération réelle attendue par les agents sur leur placement, compte tenu de leur anticipation d'inflation. Le taux réel ex post, calculé une fois l'anticipation effectivement constatée, peut différer du taux anticipé si les anticipations se révèlent erronées. Les agents prendraient ainsi leurs décisions de prêt et d'emprunt sur la base de leurs anticipations⁸.

D. L'organisation du marché de la monnaie

Le marché de la monnaie n'est pas livré au laisser-fairisme, il est structuré par un cadre législatif (la loi) et des institutions (banques, établissements financiers).

1. La loi bancaire de 1984

Cette loi, relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédits, prolongée par la loi de 1996 portant sur la modernisation des activités financières, définit la réglementation concernant tous les organismes bancaires et financiers autres que la Banque de France, le Trésor Public, les services financiers de la Poste et de la Caisse des Dépôts et Consignation. La loi bancaire de 1984 oeuvre dans le sens d'un décloisonnement et d'une harmonisation des établissements bancaires. L'objectif recherché étant le renforcement de la concurrence et l'efficacité du système dans son ensemble. Cette loi repose sur 4 grands principes : l'unicité du cadre juridique, la réglementation et le contrôle de la profession bancaire, les mécanismes de sécurité, et la banque universelle.

a. L'unicité du cadre juridique

Toutes les opérations de banque sont soumises à un même ensemble de règles (les différences statutaires disparaissent, la spécialisation est un choix plutôt qu'une contrainte). A ce cadre juridique unique, correspond une seule catégorie d'organismes bancaires et financiers. *Les établissements de crédit* sont des personnes morales qui effectuent à titre de profession habituelle des opérations de banque. Parmi elles, on trouve les activités traditionnelles (collecte de dépôts, opérations de crédit, gestion des moyens de paiement) et les activités annexes (opérations sur or, valeurs mobilières de placement, produits financiers ; assistance et conseil en matière de gestion financière ; opérations de location simple de biens mobiliers et immobiliers ; prise de participation dans le capital des entreprises).

b. Réglementation et contrôle de la profession bancaire

La loi délègue de larges pouvoirs de décisions et d'appréciation aux autorités de réglementation et de contrôle de la profession bancaire. Différents organismes ont été créés :

- *le CRBF* (comité de réglementation bancaire et financière) élabore les prescriptions générales et les textes réglementaires applicables à l'activité et au fonctionnement des établissements de crédit, notamment le montant minimum de capital social, les conditions d'implantation des réseaux et de prises de participation, l'organisation du marché interbancaire, les normes de gestion et les conditions de la concurrence.
- *le CECEI* (comité d'établissement de crédits et des entreprises d'investissement) délivre et retire les agréments nécessaires à l'exercice de la profession bancaire.

⁸ On distingue plusieurs processus de formation des anticipations. *Les anticipations régressives* tiennent compte

uniquement de la chronique des valeurs passées d'une variable. Les *anticipations extrapolatives* ne tiennent compte que de l'inflation passée. Les *anticipations adaptatives* rappellent que les agents tiennent compte des valeurs passées du taux d'inflation mais également de leurs erreurs de prévision passées. Les *anticipations rationnelles* rappellent que les agents économiques intègrent parfaitement toute l'information disponible.

454

- la *CB* (commission bancaire) s'assure du respect de la réglementation par les établissements de crédit.

A côté de ces autorités administratives, il convient de noter les rôles du **Conseil National du Crédit et du Titre** (CNCT) et du **Comité Consultatif** (CC). Le premier, constitué de 51 membres, joue un rôle consultatif auprès du gouverneur de la Banque de France en matière de change, de crédit, de conditions de fonctionnement du système bancaire et de gestion des moyens de paiement. Le second, composé de 20 membres, est chargé d'étudier dans un rapport soumis au CNCT, les moyens d'améliorer les relations entre les établissements de crédit et leur clientèle. Ces organismes sont sous la tutelle directe du Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, et de la Banque de France.

Soumis à ce système de contrôle, tous les établissements de crédit et entreprises d'investissement sont affiliés à un même organisme professionnel l'*AFECEI* (Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement).

c. Les mécanismes et les procédures de sécurité

La loi bancaire a mis en place des mécanismes et des procédures assurant la sécurité des établissements de crédit. Il s'agit de contrebalancer les effets pervers issus de la concurrence. Il apparaît également nécessaire de se doter de moyens efficaces pour remédier aux difficultés et aux défaillances de certains acteurs du système bancaire. Les établissements de crédit sont confrontés à de nombreux risques tels que le *risque de crédit* (non remboursement d'un prêt accordé), le *risque de liquidité* (impossibilité de faire face aux retraits en espèces des clients) et le *risque d'insolvabilité* (incapacité de la banque de faire face à ses engagements avec ses fonds propres). Par ailleurs, la défaillance d'une banque peut se propager et déclencher une crise de confiance du système, de sorte que la situation de défaillance unique dégénère en crise générale : **c'est le risque systémique**. Face à ces risques, la réglementation prudentielle se définit comme un ensemble de règles qui ont pour objectif d'assurer la stabilité et la sécurité du système. Afin d'aider les banques en difficulté, trois mécanismes existent : l'assurance dépôts, la sécurité de place, et le prêteur en dernier ressort.

* *L'assurance dépôt* est un mécanisme qui, en cas de défaillance d'un établissement de crédit, garantit aux déposants le remboursement de leurs dépôts à hauteur d'un plafond fixé à l'avance.

* *La sécurité de place* permet à la Banque de France d'exiger de la part des actionnaires d'un établissement en difficulté (devoir de l'actionnaire) ou de l'ensemble des établissements (solidarité de place), de fournir le soutien financier nécessaire par apport de capital nécessaire.

MINISTERE DE
L'ECONOMIE ET
DES FINANCES

BANQUE DE
FRANCE

CRBF CECEI CB CNCT CC
AFECEI

455

* *Le prêteur en dernier ressort* : si les deux filets de sécurité précédents sont insuffisants, la Banque de France peut intervenir directement en renflouant financièrement les établissements insolubles.

d. La banque universelle

L'innovation la plus marquante de la loi de 1984, est la reconnaissance de la vocation

universelle des établissements de crédit. Aujourd'hui, tout établissement qui reçoit un agrément, est autorisé à effectuer tous les types d'opérations propres aux établissements de crédit et choisit sa clientèle en toute liberté. L'option prise en faveur de la banque universelle, n'exclut cependant pas le maintien d'établissements aux agréments restreints, tels que les sociétés financières ou les institutions financières spécialisées.

2. Les acteurs du système bancaire et financier

S'intéresser aux acteurs du système bancaire et financier, revient à distinguer de manière précise, les établissements assujettis à la loi bancaire de 1984 et ceux qui ne le sont pas.

a. Les établissements de crédits définis par la loi bancaire de 1984

Les établissements de crédit bancaires et assimilés regroupent les organismes étant à l'origine de la création monétaire, soit les banques AFB (Association française des Banques), les banques mutualistes et coopératives, les Caisses d'épargne et de prévoyance, les Caisses du crédit municipal, les sociétés financières, les institutions financières spécialisées.

✂ *Les banques affiliées à l'AFB*

Il s'agit d'établissements adhérant à l'Association Française des Banques. Elles ont le statut de banque universelle. On trouve la Société Générale (créée à Paris en 1859 par des banquiers afin de tenir tête aux deux frères Perreire⁹), le Crédit Lyonnais (fondé par Henri Germain en 1863), le crédit commercial de France (constitué par l'apport de capitaux suisses en 1894), le groupe BNP-Paribas (La Banque Nationale de Paris ne date que de juin 1966, année de la fusion entre la Banque nationale pour le commerce et l'industrie, BNCI, et le Comptoir national d'escompte de Paris (CNEP). Les banques ont développé trois types d'opérations.

Les opérations de crédits (*crédit à court terme* dont les crédits de trésorerie pour les entreprises, les crédits de biens de consommation durables pour les ménages ; *crédit à moyen terme* dont les crédits d'équipement pour les entreprises et le crédit bail ; *crédit à long terme* dont les crédits immobiliers pour les ménages et les crédits d'équipement pour les entreprises). **Les opérations de collecte de ressources.** Ces ressources sont principalement les dépôts, les produits des emprunts et les produits monétaires. Les banques peuvent également obtenir des ressources en émettant des actions au titre d'une augmentation de capital ou des titres obligataires et monétaires (certificats de dépôt et bons à moyen terme négociables sur le marché monétaire). **Les opérations de gestion de portefeuille de titres financiers.** Par ces opérations, les banques recherchent une structure optimale en termes de rendement et de risque.

✂ *Les banques mutualistes et coopératives*

Ces banques ont en commun d'avoir été créées à la fin du XIX^e siècle sous la pression des pouvoirs publics soucieux de faire bénéficier des agents économiques dont les opérations étaient considérées comme peu rentables pour les banques institutionnelles. Ont ainsi été créés le Crédit agricole mutuel pour les agriculteurs, le Crédit mutuel pour les ménages, les

⁹ Les frères Perreire ont fondé en 1852 la première banque d'affaires totalement française. Cet organisme participera au financement des principaux secteurs industriels (chemins de fer, compagnies maritimes, charbon...) avant d'être mis en liquidation en 1871.

456

Banques populaires pour les artisans et les petits et moyens entrepreneurs, le Crédit coopératif pour les acteurs de l'économie sociale. A la différence des banques AFB, le réseau coopératif présente une structure hiérarchisée et décentralisée comprenant généralement trois niveaux : des *caisses locales* (sociétés coopératives dont les sociétaires sont les clients), les *caisses régionales* (sociétés coopératives dont les sociétaires sont les caisses locales) et la *Caisse centrale*.

- **Le crédit agricole mutuel (CAM)** a été créé à la suite d'une loi de 1894 permettant la réunion de syndicalistes agricoles sous forme de caisses locales ayant un champ d'action étroit, pour faciliter l'octroi à leurs sociétaires de crédits nécessaires à leurs productions. L'organisation du (CAM) comprend trois niveaux : les caisses locales au nombre de 2778, les

caisses régionales au nombre de 56 et la caisse nationale. L'introduction en bourse de la Caisse Nationale du Crédit Agricole (CNCA), société anonyme sous le contrôle des caisses régionales du Crédit agricole, qui a adopté la dénomination de Crédit Agricole SA, a été effectuée en décembre 2001. A cette fin les caisses régionales ont cédé à des investisseurs et au public une partie de leurs titres, tout en conservant le contrôle de l'établissement à travers la création de la société Holding SAS La Boétie. Préalablement le crédit agricole avait pris 25% du capital des caisses régionales, ainsi que le contrôle intégral de l'ensemble des filiales spécialisées du groupe. Par son implantation en milieu rural, le CAM est le plus important collecteur de dépôt en France. Il distribue 17,8% des concours à la clientèle consentis par des établissements agréés et collecte 25% des dépôts recueillis par ceux-ci. A l'origine, au service de l'agriculture, les fonctions du CAM ont évolué suite à la fin du monopole des prêts bonifiés à l'agriculture (depuis le 1^{er} janvier 1990). Le CAM est aujourd'hui une banque au réel sens du terme. Sa clientèle est composée de 20% d'agriculteur, de 60% de ménages, de 20% d'entreprises et de collectivités locales. Le CAM intervient sur la scène internationale grâce à sa filiale CA-Indosuez. Il détient également des participations dans les banques de l'AFB (10% du capital du Crédit lyonnais).

✂ *Les caisses d'épargne et de prévoyance*

Ce sont des établissements de crédit à but non lucratif, habilités à recevoir des dépôts à vue (depuis 1978) et à consentir des prêts au profit des personnes physiques et des personnes morales de droit public ou privé, à l'exception des sociétés faisant appel public à l'épargne. Le réseau des Caisses d'épargne et de prévoyance comprend deux niveaux : des caisses¹⁰ (au nombre de 34) affiliées à un organe central, le Centre national des caisses d'épargne et de prévoyance (CNECEP), qui bénéficiant des guichets des caisses pour offrir des placements divers, essentiellement défiscalisés (Livret A, LEP, CEL, Codevi), est totalement géré par la Caisse des Dépôts et Consignation (CDC)¹¹. Constitué sous la forme d'un GIE (groupement d'intérêt économique), le capital du CNECEP est détenu à 65% par les caisses d'épargne et à 35% par la CDC. Le groupe mutualiste Caisses d'épargne et la Caisse des dépôts et Consignations (CDC) ont engagé un rapprochement de leurs activités concurrentielles dans les métiers de la banque, de l'immobilier et de l'assurance sous l'égide d'une société de Holding commune dénommée Eulia, à laquelle seront cédées les filiales concernées. L'objectif de cette mise sous gouvernance commune des principales décisions stratégiques des deux groupes est de permettre l'émergence et le développement d'un acteur financier de dimension européenne.

¹⁰ Pour des raisons de solvabilité et de surface financière, le réseau a été profondément restructuré depuis 1983, puisque de 550 caisses, on est passé à 42 caisses en 1993 et 34 en 1999.

¹¹ Ajoutons que les Caisses d'épargne sont tenues de livrer à la CDC le produit de l'épargne bénéficiant d'avantages fiscaux (livret A et livret d'épargne populaire).

457

✂ *Les caisses de Crédit Municipal*

Il s'agit des anciens Mont-de-Piété, c'est à dire les prêteurs sur gages. Habilitées depuis 1985 à pratiquer des opérations de banque, elles sont administrées par des conseils composés des représentants des collectivités locales. Les directeurs sont désignés par le Ministre de l'économie et des finances (après avis du maire de la commune). Elles sont regroupées dans **l'Union centrale des caisses de crédit municipal** qui assure les fonctions d'organe central du groupe, ainsi qu'au sein du capital d'une société financière, la Caisse nationale de crédit municipal Griffin, qui assure certaines fonctions financières pour leur compte. Leur participation et leur importance au sein du système bancaire et financier demeurent extrêmement faibles.

✂ *Les sociétés financières*

Au nombre de 646, ce sont des établissements de crédit habilités à réaliser des opérations de banque à l'exception de la collecte des dépôts de moins de deux ans. Elles ont comme

caractéristique commune leur spécialisation à un domaine d'activité précis (crédit à la consommation, à l'équipement, crédit bail immobilier, affacturage...) et tirent leurs ressources des organismes qui ont contribué à leur création, d'émissions de titres sur le marché monétaire et d'emprunts obligataires. Les sociétés financières telles que Cofinoga, Cetelem sont souvent des filiales de grands groupes bancaires.

✂ *Les sociétés financières spécialisées*

Au nombre de 26, elles ont en commun d'être des établissements de crédit créés par l'Etat et ayant une mission permanente d'intérêt public. Elles trouvent leurs ressources sur les marchés financiers (emprunts obligataires, émissions de titres sur le marché monétaire). Parmi celles-ci, on peut distinguer : trois établissements intervenant en faveur des collectivités locales (**Crédit local de France**), des départements d'outre-mer (**Socredom**) ou des pays en développement (**Agence Française du Développement**) ; un établissement ayant pour vocation d'apporter des concours à moyen ou long terme aux PME (**Banque du développement des PME**) ; un établissement spécialisé dans la garantie du financement du logement social (Caisse de garantie du logement social) ; deux établissements chargés d'assurer des fonctions de compensation sur le marché financier (**Sociétés des bourses françaises**, SBF et sa filiale Parisbourse SA) ; **des sociétés de développement régional (SDR)** spécialisées dans le financement des besoins en capitaux permanents des entreprises de caractère local.

b. Les autres acteurs du système bancaire et financier

On regroupe ici les établissements disposant d'un statut particulier et qui ne sont pas considérés comme des établissements de crédits par la loi bancaire. Il s'agit des entreprises d'investissement, des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), de la Caisse des Dépôts et Consignation, du Trésor public et de la Banque de France.

✂ *Les entreprises d'investissements*

Depuis la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, les entreprises d'investissement regroupent les sociétés de bourse, les maisons de titres et les sociétés de gestion de portefeuille. Elles exercent l'ensemble des activités d'intermédiation associées à la gestion des valeurs mobilières. Bien que les règles régissent leur fonctionnement, leurs activités, leur agrément, et leur surveillance dépendent des trois organismes créés par la loi bancaire (CECEI, CRB, CB). Elles n'ont pas le titre d'établissements de crédit.

458

✂ *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)*

Il s'agit d'organismes de gestion de portefeuille créés à l'intention des épargnants. Ils ne sont pas considérés comme des établissements de crédit et sont assujettis à une réglementation particulière. On distingue deux grandes catégories d'organismes qui sont gérés, soit par des institutions de crédits, soit par des institutions sous tutelle du Trésor Public : les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), les fonds communs de placement (FCP).

- **Les SICAV** sont des sociétés anonymes, dont l'activité consiste à gérer un portefeuille comprenant essentiellement des valeurs mobilières (actions, obligations, bons de souscriptions), des titres assimilés comme les actions ou parts d'autres **OPCVM**, des bons de caisses, des bons du Trésor négociables (BTN), des dépôts à terme, des billets de trésorerie, des certificats de dépôts. Ces valeurs peuvent être françaises ou étrangères. Le capital est réparti en actions nominatives ou au porteur. Une SICAV est donc une société dont l'actif est exclusivement composé de titres et dont le passif se réduit au capital souscrit par les actionnaires (ces derniers sont indirectement propriétaires des titres au prorata de leur part du capital).

- **Les FCP** sont des regroupements d'épargnants sous forme de copropriété de valeurs mobilières et diffèrent des SICAV qui sont des sociétés. Les souscripteurs de parts d'un FCP sont copropriétaires des actifs gérés par le fond.

✂ La Caisse des Dépôts et Consignations (CDC)

C'est un établissement public autonome, créé en 1816 dans le but de recevoir les dépôts légaux des notaires et les consignations. En 1837, elle fût habilitée à assurer la gestion des institutions privées que sont les Caisses d'épargne et de prévoyance. Depuis 1881, la Caisse nationale d'épargne est tenue de reverser ses dépôts à la CDC qui est chargée de les gérer en contrepartie d'une rémunération (celle du livret A par exemple). La CDC est gérée par un directeur général nommé par les pouvoirs publics et une commission de surveillance composée de 12 membres (dont le gouverneur de la Banque de France, le directeur du Trésor, le président de la Chambre de Commerce de Paris, le Président de la Commission Supérieure des Caisses d'épargne). La CDC occupe une place importante dans le système financier français. Actuellement, la CDC gère autant de fonds que l'AFB. Ces fonds ont trois origines. (i) les dépôts de la Caisse nationale d'épargne (réseau de la Poste) et une partie des dépôts des Caisses d'épargne et de prévoyance (les fonds des livret A et livret d'épargne populaire, LEP). (ii) les dépôts des institutions de prévoyance (Caisse nationale de prévoyance, caisses de retraite, caisses de sécurité sociale et allocations familiales...). Ces ressources transitent par la CDC avant d'être dirigées vers le Trésor public. (iii) Les dépôts de l'ensemble des réseaux qui collectent les produits d'épargne bénéficiant d'avantages fiscaux : sommes collectées grâce aux LEP et fonds issus des CODEVI (la CDC récupère ces fonds en émettant des TDI, titres pour le développement industriel).

A côté de ces ressources, la CDC a des emplois qui relèvent généralement d'une mission de service public (elle peut acheter des valeurs mobilières de placement et octroyer des crédits aux particuliers). La CDC a tout d'abord des emplois à court terme lui permettant **d'assurer sa liquidité** et qui sont constitués d'une encaisse déposée sur un compte courant au Trésor ou affectée à l'acquisition de bons du trésor et à des avances à certains organismes (SNCF, EDF, Sécurité sociale...). En second lieu, elle procède au **financement de l'économie**. Il s'agit du *financement des collectivités locales et des équipements collectifs* (elle est à ce titre le banquier des collectivités locales, elle accorde des prêts à l'équipement, donne sa garantie aux emprunts, souscrit aux emprunts émis par les villes...) ; du *financement du logement et de la gestion du patrimoine immobilier* (la CDC participe au financement octroyé par le Crédit

459 Foncier de France, elle accorde des prêts à ce dernier qui assure le financement de l'accession à la propriété, elle distribue et gère des prêts locatifs aidés consentis par la Caisse de garantie du logement social, elle intervient également dans le financement des organismes d'HLM, les fonds déposés sur le livret A transitent par la CDC ; du *financement du secteur productif* par des achats sur les marchés financiers, actions et obligations, ainsi que des prêts directs à long terme aux entreprises publiques (EDF, GDF, SNCF, ...) ; et du *refinancement du secteur bancaire* en intervenant sur le marché monétaire (la CDC est un agent structurellement prêteur) et sur le marché hypothécaire (lieu où les banques vendent des titres représentatifs de créances sur le logement dans le but de se refinancer).

A travers ces différentes fonctions, **on voit que la CDC joue un rôle essentiel dans le système bancaire et financier français**. La CDC est l'exemple type d'organisme assurant la transformation de ressources à court terme (dépôts) en emplois à long terme (crédits). Ainsi, dans le cas de la CDC, ce sont les dépôts qui font les crédits. Par ailleurs, elle influence la création monétaire soit lorsqu'elle fournit des liquidités aux banques (en déficit de trésorerie...), soit lorsqu'elle limite ses injections de liquidités dans le secteur bancaire en raison des problèmes de financement du budget de l'Etat. La CDC est donc un instrument de régulation du système bancaire et financier, au même titre que la Banque de France ou le Trésor public.

✂ La Banque de France

Créée le 18 Janvier 1800 à l'instigation de Napoléon Bonaparte, sous forme de société par

actions à capital privé (30 millions de F), elle connaît plusieurs évolutions marquantes au cours de l'histoire. Elle obtient le monopole d'émission des billets pour Paris en 1803 (période de 15 ans). Le comité central sera remplacé (1806) par un gouverneur assisté de deux sous-gouverneurs (nommés tous trois pas l'empereur). En 1848, le privilège d'émission des billets est étendu à tout le territoire français. La Banque de France absorbe 9 banques départementales qui s'étaient constituées au début du 19^{ème} siècle. En 1936, la tutelle de l'Etat (réforme du Front populaire) va s'affirmer. Par une loi du 24 juillet 1936, aux 15 régents élus par les 200 principaux actionnaires, sont substitués 20 conseillers dont seulement 2 sont élus par l'assemblée des actionnaires, 1 est élu par le personnel de la Banque de France, les 12 autres par le gouvernement. Malgré cette évolution, la Banque de France gardait un statut privé puisque son capital était la propriété d'un grand nombre d'actionnaires. Sa nationalisation interviendra par une loi du 2 décembre 1945. A partir du 1^{er} janvier 1946, le capital de la Banque de France est transféré à l'Etat qui dédommage les actionnaires par émissions d'obligations. La situation restera en l'état jusqu'au début des années 90. En vue de la mise en place de la monnaie unique, de nouveaux statuts seront promulgués dès 1993, instituant l'indépendance de la Banque de France à l'égard du gouvernement. Depuis cette date, il existe différents organes de direction. Le **gouverneur**, assisté de **deux sousgouverneurs** (tous trois nommés par décret en Conseil des ministres pour une durée de 6 ans, renouvelable une fois, au cours de laquelle ils sont irrévocables) préside le Conseil de politique monétaire et le Conseil général, prépare et met en oeuvre leurs décisions. Le **Conseil de politique monétaire**, composé de 9 membres (le gouverneur, les deux sous-gouverneurs, 6 membres nommés en Conseil des ministres sur proposition d'un collège, durée irrévocable de 9 ans), avait en charge la politique monétaire de la France jusqu'en 1998. Depuis cette date, il participe à sa mise en oeuvre dans le cadre du Système européen des banques centrales (SEBC). Le Conseil général, composé du Conseil de politique monétaire, d'un conseiller élu représentant le personnel (mandat de 6 ans) et d'un censeur représentant l'Etat, est chargé d'administrer la Banque de France.

460

Avec l'avènement de l'euro depuis le 1^{er} janvier 1999, la **Banque Centrale Européenne** (BCE) et les 15 **banques centrales nationales** (BCN), forment le **Système européen des banques centrales** (SEBC). Ce dernier n'a pas de personnalité juridique, contrairement aux BCN qui le composent. Il s'agit d'un organe fédéral et décentralisé dans lequel les organes sont le **Directoire** et le **Conseil des gouverneurs**. La *Banque centrale européenne* est l'institution chargée de mettre en oeuvre la politique monétaire européenne. Basée à Francfort, elle est dirigée par le **directoire**, qui comprend un président (Mr Trichet), un vice-président de la Banque centrale européenne, et 6 autres membres désignés par les chefs d'état et de gouvernement, après consultation du Conseil des gouverneurs (mandat non renouvelable de 8 ans). Le Directoire met en oeuvre la politique monétaire décidée par le Conseil des gouverneurs et donne les instructions nécessaires aux BCN. Il assure la gestion courante de la BCE. Le **Conseil des gouverneurs** est composé des gouverneurs des BCN de la zone euro, d'un président et d'un vice-président qui président également le Directoire, et des autres membres de ce dernier. Le conseil des gouverneurs définit la politique monétaire unique de la zone euro (objectifs et instruments). Comme certains pays membres de l'Union européenne monétaire (UEM) ne participent pas à l'euro (Angleterre, Suède, Danemark), il a été également prévu un **Conseil général** sans réel pouvoir en matière de politique monétaire. Cet ensemble est souvent désigné sous le nom d'**Eurosystème** (ou de **zone euro**)

Les instances de régulation de l'Euro

Source : L'Euro, D. Cohen.

Dans ce cadre, la loi du 12 mai 1998 précise le rôle de la Banque de France (BDF) et garantit son indépendance. La BDF fait partie intégrante du SEBC et participe à l'accomplissement

des missions qui sont assignées à celui-ci : soit la définition et la mise en oeuvre de la politique monétaire de l'UEM, la gestion des réserves officielles des Etats membres. Par ailleurs, le gouverneur et les autres membres du Conseil de politique monétaire ne peuvent solliciter ou accepter les instructions du gouvernement ou de toute autre personne (indépendance de la BDF et de son président). La politique monétaire européenne est donc unique, mais son exécution est décentralisée.

La Banque de France est régie par une loi et un décret de janvier 1973 (plus la réforme de 1993) qui définissent ses missions et réglementent ses opérations. Si la Banque de France est au coeur de l'enchevêtrement des circuits monétaires, ses fonctions sont cependant très

Système européen de banques centrales (SEBC)

Banque Centrale européenne (BCE) Banques centrales nationales (BCN)

Conseil général Conseil des gouverneurs Directoire

particulières puisqu'elle crée de la monnaie (fiduciaire et scripturale), assure la liquidité du système bancaire et gère les réserves de change pour le compte de la BCE.

- La Banque de France **peut créer de la monnaie en émettant et en mettant en circulation des billets de banque** (l'euro depuis le 1^{er} janvier 2002). En raison de ce privilège, nulle banque ne peut refuser à un client de transformer des avoirs bancaires en billets de banque. Chaque banque commerciale est donc tenue de se procurer ces billets auprès de la Banque de France (ce qui revient à dire que la BDF accepte la monnaie créée par une banque et la transforme en sa propre monnaie). Cette opération a un coût : la banque de second rang verse un taux de refinancement sur les billets qu'elle se procure.

La banque de France participe également à **la gestion des moyens de paiement** par la centralisation dans le cadre du fichier central des chèques (FCC) les déclarations d'incidents de paiements transmises par les établissements de crédit et les interdictions bancaires ; par son autorité sur le fichier national des chèques irréguliers (FNCI) qui permet aux commerçants et aux prestataires de services de lutter contre la fraude ; par son rôle dans le traitement de l'endettement des particuliers (loi Neiertz de 1989.)

Par ailleurs, la BDF gère différents circuits d'échanges par l'intermédiaire des 102 chambres de compensation effectuant les échanges interbancaires de chèques sur supports papier ; des centres régionaux d'image-chèques (CREIC) permettant d'échanger sur supports magnétiques, les informations concernant les chèques conservés matériellement par l'établissement présentateur ; du système interbancaire de télécompensation (SIT) constitué d'un réseau de télécommunications décentralisé permettant l'échange direct et continu des ordres de paiement entre les centres informatiques des banques.

Enfin n'oublions pas que la BDF publie et diffuse des statistiques de la monnaie et du crédit dans son bulletin mensuel (enquêtes conjoncturelles) et annuel. Elle établit l'ensemble des statistiques permettant d'élaborer la partie financière de la comptabilité nationale, **le TOF (tableau des opérations financières)**.

- La BDF a peu de relations avec les agents non financiers. *Son rôle essentiel est d'assurer la cohérence du système bancaire et d'être « la banque des banques »*. Chaque banque commerciale dite du second rang détient en effet un compte auprès de la BDF et règle ainsi en permanence le solde de ces créances et dettes avec les autres banques par des transferts sur les comptes gérés par la BDF. Celle-ci crée de la monnaie à la suite des acquisitions de devises et des refinancements accordés aux établissements de crédit. Au premier stade de son émission, cette monnaie est scripturale, et ce n'est que dans un second temps, à la suite des demandes de billets des établissements de crédit pour le compte de leur clientèle, que sont créés les billets qui représentent bien la part la plus importante de la monnaie centrale créée.

C'est pour la BDF un premier moyen pour créer une fuite dans le circuit monétaire d'une banque commerciale et pour la dissuader d'accorder trop généreusement ses crédits.

Toutefois avec l'évolution des habitudes monétaires, les agents non financiers détiennent de

moins en moins leurs avoirs sous forme de billets, la fuite par les billets est ainsi colmatée. Afin de retrouver un pouvoir sur les banques, la BDF dispose d'une seconde méthode pour créer des fuites, cette fois artificielle dans le circuit monétaire : les réserves obligatoires. Chaque banque est en effet obligée de maintenir sur son compte à la BDF une somme non rémunérée qui est calculée le plus souvent en fonction de la masse des dépôts de ses clients (10%). Le compte de la banque à la BDF est approvisionné soit par des soldes positifs d'opérations avec les autres banques, soit par des billets de banque déposés par les clients. Si le solde est insuffisant pour remplir les obligations en matière de réserves obligatoires, la banque est obligée d'emprunter, soit à d'autres banques, soit à la BDF.

462

On voit ainsi que pour une banque, accorder trop de crédits ou d'escompte gonfle ses dépôts, augmente par conséquent le montant des réserves obligatoires, accroît les charges d'intérêt (refinancement auprès de la Banque Centrale), et diminue finalement les profits attendus.

- Les statuts de la BCE prévoient que celle-ci soit dotée d'un capital de 5 milliards d'€, un somme relativement faible comparée aux 38 milliards d'€ de capital de la BDF. Ces statuts prévoient cependant que les BCN doivent transférer des réserves de change jusqu'à un plafond de 40 milliards d'€ (les réserves de change des BCN, or et devises, représenteraient près de 324 milliards d'€). Les réserves en devises sont donc essentiellement détenues par les BCN afin d'intervenir sur les marchés des changes en vendant ou en achetant de la monnaie européenne contre une monnaie étrangère. Les décisions de vendre ou d'acheter sont centralisés et confiés à la BCE, alors que les opérations ont été décentralisées et confiées aux BCN.

⌘ **Le Trésor public**

Banquier de l'Etat, le Trésor public occupe une place importante dans le système financier. Par ses activités monétaires et financières, il doit assurer la couverture quotidienne des dépenses de l'Etat (rappelons que les dépenses et les recettes de l'Etat sont inscrites dans la loi de finances, votée à l'automne pour l'année civile suivante). Le Trésor public finance donc le déficit budgétaire de l'état mais il doit également combler les nombreux découverts qui apparaissent en raison de la désynchronisation entre les recettes et les dépenses de l'Etat.

- **Les ressources du Trésor** peuvent être collectées sur les marchés de capitaux, ou auprès de correspondants. Lorsque le Trésor fait appel aux marchés de capitaux, ses ressources sont essentiellement de deux types : les obligations assimilables du Trésor (les OAT apparues en 1985 sont des obligations émises en complément d'un emprunt ayant eu lieu quelques mois auparavant) et les bons du trésor négociables (les BTN apparaissent sous deux formes : les bons à taux fixe et à intérêts précomptés, BTF, d'une durée de 13, 24 à 29 semaines, 40 à 52 semaines ; les bons à taux fixe et intérêts annuels, BTAN, d'une durée de 2 à 5 ans). Les ressources obtenues auprès de correspondants (c'est à dire des agents ayant un compte courant au Trésor public) relèvent de collectivités locales (elles ont l'obligation de déposer 50% de leurs fonds libres en dépôts non rémunérés au Trésor ; de nombreuses administrations (Imprimerie Nationale...) ; des établissements publics (SEITA...) ; des institutions financières spécialisées (Crédit foncier de France) ; des entreprises publiques (SNCF, EDF...) ; de la CDC (cette dernière collecte le dépôts des caisses d'épargne dont elle doit garder 20% sous forme liquide : soit en dépôts au Trésor, soit en bons du Trésor).

Les ressources étant constituées par les fonds d'épargne à long terme, le Trésor peut être comparé à un établissement de crédit à caractère non bancaire.

- Le Trésor public **assure les fonctions généralement assumées par les institutions bancaires**. Il gère des moyens de paiement par l'intermédiaire de trois circuits. Le circuit de la monnaie divisionnaire frappée par l'administration des monnaies et Médailles. Le circuit des comptes chèques postaux CCP utilisant les 17500 guichets de la Poste (le Trésor public dispose de circuits de monnaie scripturale comparables à celui de la monnaie bancaire¹², les

CCP utilisent les chèques, virements, .. connaissent des fuites...). Le circuit des comptes de « fonds des particuliers » gérés par les comptables du Trésor. En émettant des titres (OAT, BTF, BTAN...) qui alimentent les marchés financier et monétaire, le Trésor public influence indirectement l'activité de la création monétaire.

¹² A la différence du réseau bancaire, le Trésor public récolte les dépôts effectués par les agents non financiers mais ne peut multiplier ses dépôts par l'octroi de crédits comme le font les banques.

463

- Le Trésor public participe enfin au **financement de l'économie** en accordant des prêts aux entreprises publiques (dotations budgétaires), des prêts par le canal du Fonds de développement économique et social (FDES, créée en 1948 et administré par le ministre de l'économie et des finances), en assurant le financement du déficit des administrations (Etat et collectivités locales).

3. Les différents compartiments du marché monétaire

Le marché monétaire est un marché de capitaux à court terme et très court terme. Jusqu'en 1985, ce marché était réservé aux établissements de crédits et à certains organismes non bancaires (caisses de retraite d'assurance, CDC, OPCVM...). Le marché interbancaire permettait aux intermédiaires financiers de faire face à leurs problèmes de liquidité. Ce n'est que depuis 1986, avec l'apparition de titres de créances négociables, que le marché monétaire a commencé à s'ouvrir aux agents non financiers et depuis le 1^{er} janvier 1999, qu'il est unifié au niveau de l'Euroland.

a. Le marché interbancaire

C'est un compartiment du marché monétaire réservé aux professionnels du secteur bancaire. Sa fonction principale est une **fonction de financement**. Les établissements de crédit (principalement les banques) interviennent sur ce marché lorsqu'ils sont momentanément en situation de déficit de trésorerie. Ils s'y procurent moyennant intérêt, des liquidités auprès des autres établissements en situation d'excédent ou auprès de la Banque Centrale. La banque de France, le Trésor public, la CDC ont un rôle d'encadrement du marché. La CDC, grâce aux liquidités que lui fournissent les caisses d'épargne, est un prêteur structurel. Le Trésor public est quant à lui un emprunteur structurel en raison du besoin en financement de l'Etat (déficit budgétaire). La Banque de France intervient comme régulateur du marché en monnaie centrale. L'obtention de monnaie centrale sur le marché interbancaire s'effectue par l'intermédiaire de titres à court terme (créances sur l'économie, créances sur l'extérieur, créances sur le trésor) que la Banque centrale (banque de France) accepte comme supports de refinancement des établissements de crédit.

Depuis 1985, de nouveaux produits peuvent y être émis et échangés. Les opérations sont alors de trois types : (i) les achats et les ventes fermes de titres contre cessions définitives de monnaie centrale ; (ii) les prêts et les emprunts en blanc (ils reposent sur la confiance entre opérateurs) ; (iii) les prêts garanties sous la forme de mise ou de prise en pension d'effets privés ou publics, c'est à dire sous la forme de cessions temporaires.

b. Le marché des titres de créances négociables

La création du marché des titres de créances négociables en 1986 répondait à plusieurs préoccupations:

- Moderniser la place financière de Paris (la rendre attractive et compétitive par rapport aux autres places financières).
- Créer un marché unifié des capitaux, du jour le jour sur le marché interbancaire, au long terme sur le marché financier.
- Faire évoluer la France d'une économie d'endettement (régie par le système bancaire) à une économie des marchés financiers (évolution des offres et des demande de capitaux).
- Fournir aux sociétés non financières un mode de financement (les billets de trésorerie) leur permettant de se libérer de l'emprise des établissements de crédits
- Fournir à l'Etat des moyens de financement plus souples et moins onéreux que les emprunts

à long terme.

- Assurer la liquidité des actifs à court terme par l'instauration d'un second marché ouvert à tous les agents.

464

Depuis la réforme de 1998, on peut distinguer 4 sortes de titres du marché monétaire : les certificats de dépôts, les billets de trésorerie, les bons du trésor, et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

✂ ***Les certificats de dépôts***

Les établissements de crédit habilités à recevoir de la part du public des fonds à vue ou à moins de deux ans (banques, Caisses d'épargne, CDC..) peuvent émettre des certificats de dépôts pour un montant minimum de 150 000 € et pour une durée comprise entre 1 jour et 1 an. Depuis janvier 1999, les sociétés financières et les institutions financières ont également la possibilité d'émettre des certificats de dépôt.

✂ ***Les billets de trésorerie***

Les sociétés et quasi-sociétés non financière peuvent émettre des titres de créances négociables appelés billets de trésorerie pour un montant minimal. Ces titres sont souvent émis par des entreprises qui cherchent à couvrir leurs besoins en fonds de roulement ainsi que des besoins temporaires exceptionnels. Ils constituent pour les entreprises une alternative au crédit bancaire. Ces titres varient en termes de durée de 1 jour à 7 ans. Ils sont à taux fixe si leur durée est inférieure à 1 an et à taux variable si elle est supérieure. Depuis 1991, les entreprises non résidentes peuvent également émettre des billets de trésorerie sur le marché français.

✂ ***Le Bons du Trésor Négociables (BTN)***

Depuis 1986, le Trésor peut émettre des Bons du Trésor Négociables pour se financer à court et moyen terme. Il s'agit de titres de créances négociables par adjudication pour des durées allant de 2 à 7 ans. On distingue les Bons du Trésor à Taux Fixe (BTF) dont les intérêts sont payés d'avance aux souscripteurs, les Bons du trésor à Intérêt Annuel (BTAN) payés à terme échu, les Bons du trésor à Taux variables (BTV). Ces bons sont négociables sur un marché animé par les Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT) et souscrits par l'ensemble des agents économiques.

✂ ***Les bons à moyen terme négociables***

Depuis février 1992, les agents financiers ou non financiers (y compris les ménages), résidents ou non résidents, peuvent émettre des bons à moyen terme négociables d'une durée minimale d'un an.