

Eric Vasseur
Agrégé en Sciences sociales
Maître de Conférences en Sciences économiques
à la Faculté d'économie et de gestion
de l'Université de Picardie Jules Verne

Analyse monétaire et Finance internationale

Introduction Générale au cours

Notre contexte d'action et de réflexion est aujourd'hui celui d'un environnement international. Peu importe le vocable retenu, qu'il s'agisse de l'internationalisation, de la mondialisation ou de la globalisation, la réalité économique, monétaire et financière, révèle et impose à chacun d'entre nous, toutes ses dimensions internationales.

Pour ceux et celles qui toutefois en douteraient encore, nous leur proposons, pour les convaincre, trois tests empiriques basiques, issus de notre quotidien.

Test n°1 : Pour les ressortissants de la zone monétaire européenne, ouvrez votre porte monnaie et départagez les pièces en fonction de leur provenance des différents pays de l'union : d'un côté regroupez les pièces avec les symboles nationaux et d'un autre celles issues des autres pays de la zone euro. Vous allez découvrir des pièces dont l'effigie nationale peut-être le profil d'un monarque, belge ou espagnol, ou d'un oiseau, la chouette grecque ou l'aigle allemand. L'euro, remarquable réalisation monétaire européenne, circule avec les hommes et les marchandises. Notre espace économique commercial et monétaire est donc au moins européen.

Test n°2 : Lors dernier passage dans votre hypermarché habituel, identifiez la provenance des produits que vous avez achetés. La multiplicité des origines suffit à démontrer la réalité des flux commerciaux et internationaux entre les meubles fabriqués en Pologne, les tomates d'Espagne, le textile chinois, le café colombien.

Tout acheteur international qui travaille pour la grande distribution apporte la réponse à la question : "Make or buy ? " "Fabriquer ou acheter ? "

Faire sur place ou acheter à l'étranger, la concurrence internationale apporte la réponse en fonction des coûts de production, de transports, des fluctuations des taux de change. Tous ses arbitrages ont été opérés de sorte à ce que les

consommateurs que nous sommes, trouvent le produit au prix qu'ils sont prêts à payer.

Test n°3 : Dernier test, écoutez ou visionnez votre média habituel, chaînes de télévision ou stations de radio, quotidien de la presse nationale en identifiant la part occupée par l'information économique monétaire et financière dans la diffusion de l'information généraliste. Qu'il s'agisse de France Info, RTL, Europe 1, du Monde, du Figaro ou de Libération, de TF1, France 2, LCI, sans parler des médias spécifiques, tous ont fait entrer dans notre quotidien les marchés monétaires et financiers et les commentaires et les prévisions des spécialistes.

Ces trois tests empruntés à un quotidien auquel il est impossible de se soustraire, nous ont permis d'établir que nous vivons et agissons consciemment ou non dans un contexte international comme Monsieur Jourdain faisait de la prose.

Notre réel se pose d'emblée à l'international, et fixe alors notre contexte d'action, d'analyse et de réflexion.

En matière d'échanges commerciaux, cette réalité s'est très vite imposée, dès la plus haute antiquité.

Prenons l'exemple d'un échange basique. Deux individus cherchent à se procurer deux biens, qu'ils ne peuvent ou ne savent produire. Conformément aux us et coutumes de leur société, de leur époque, des règles juridiques en vigueur établies par l'ordre politique, ils cherchent à échanger.

Supposons que le hasard fasse bien les choses et qu'il les mette en relation au moment précis où ils désirent échanger, en les réunissant en un même lieu. Au delà de cette très heureuse coïncidence, nos deux agents vont devoir résoudre un certain nombre de problèmes.

S'ils décident de troquer le bien de l'un contre le bien de l'autre, apparaît alors le problème de l'équivalence des valeurs. S'il n'y a pas équivalence alors il y aura un gagnant et un perdant, lors de l'échange, voire même une injustice ou un dol.

L'échange opéré ici, ne prend pas la forme d'un don et d'un contre don ou seule la réciprocité de l'acte importe, à priori l'équivalence exacte des objets n'est pas recherchée. L'exemple du cadeau d'anniversaire illustre bien cette pratique, la personne qui reçoit un présent lors de son anniversaire, offrira un cadeau à la personne lors de l'anniversaire de cette dernière. La réciprocité ici importe plus que l'équivalence, quoique...

Ici, nous sommes confrontés à un échange marchand qui implique qu'une certaine équivalence s'établisse ou soit établie entre les objets échangés au risque que l'échange ne soit pas réalisé.

L'appréciation de l'équivalence implique qu'une mesure des valeurs soit rendue possible. Mais cette appréciation de la valeur renvoie à la fois à une approche objective et subjective.

S'il peut être relativement aisé d'évaluer la rareté relative du bien, des efforts dépensés pour le produire, des matières premières utilisées, il devient particulièrement difficile de connaître sa valeur subjective ou symbolique et sa place dans la hiérarchie individuelle des biens consommés.

Le troc, échange en nature, complexifie singulièrement la pratique de l'échange. Sa singularité freine la vitesse de circulation des marchandises. Dès lors comme le hasard ne fait pas forcément bien les choses, nous allons faciliter les échanges en introduisant le support monétaire retenu par leur société à laquelle appartiennent nos co-échangistes.

Ce support remplit donc la fonction d'instrument d'échange d'intermédiaire car il possède deux propriétés particulières. Utilisé comme unité de compte, ce support est censé donner une mesure invariable de la valeur et conserver sa propre valeur inchangée dans le temps.

Nous trouvons alors les trois principales fonctions d'une monnaie :

- Unité de compte,
- Instrument d'échange,
- Réserve de valeur.

Le synchronisme de l'échange qu'impliquait le troc, n'est plus exigé. Le premier qui vend son produit, dispose d'une certaine somme d'argent qu'il va utiliser pour acquérir le bien dont il a besoin aujourd'hui ou demain.

Si l'un de nos deux agents a obtenu du produit de la vente de sa production, une quantité de monnaie qui dépasse ses besoins immédiats. Il hésite entre la conservation de cette monnaie pour un motif quelconque et le placement de cette somme auprès d'un organisme bancaire et financier.

Il a le choix entre la thésaurisation et l'épargne. S'il opte pour la thésaurisation, il choisit de disposer de sa liquidité monétaire, s'il opte pour l'épargne en fonction du placement choisi, il aliène pour une durée variable cette liquidité.

Notre agent dégage des liquidités excédentaires et en les plaçant, fournit des capacités de financement excédentaires au secteur bancaire et à l'économie dans son ensemble.

Pour récompenser cette renonciation à la liquidité, le banquier verse à notre agent, un taux d'intérêt proportionnel à la durée de la renonciation. Certains verront dans ce taux d'intérêt, la rémunération de l'épargne. La banque se pose alors comme intermédiaire entre les agents qui dégagent des capacités de financement excédentaires et ceux qui expriment des besoins de financement. Dès lors, en fonction du montant des besoins exprimés, de leurs destinations, de la qualité de l'emprunteur, le banquier finance l'activité économique à partir de la monnaie collectée mais aussi à partir de la monnaie qu'il va créer sans contrepartie dans le respect des règles prudentielles en vigueur.

Au-delà, du simple instrument quotidien, la monnaie recouvre, une réalité polymorphe et une capacité de métamorphose impressionnante.

Elle dépasse de beaucoup ce que l'on croit voir, ce que l'on voit, et ce que l'on croit. Sa complexité économique recouvre une complexité sociale, qui en fait ce que les sociologues appellent "un fait social total".

Si les économistes privilégient légitimement les implications économiques de la monnaie, ils ne doivent pas oublier que chaque fait social est total en ce qu'il concentre toutes les dimensions de l'humain, et que s'il est plus aisé de découper la réalité en plusieurs champs d'études distinctes, il ne faut pas oublier que concrètement tous ces éléments sont enchevêtrés, imbriqués et forment un système.

Ainsi, afin de saisir la complexité du fait monétaire et financier, et pour le définir nous allons, ici, reprendre la méthode proposée par Emile Durkheim dans son ouvrage, *Les Règles de la méthode sociologique* (1895).

Pour caractériser le fait social, Durkheim nous indique que non seulement, le fait social est extérieur à l'individu.

Ainsi, il écrit :

"Le système de signes dont je me sers pour exprimer ma pensée, le système de monnaie que j'emploie pour payer mes dettes, les instruments de crédit que j'utilise dans mes relations commerciales, les pratiques suivies dans ma profession etc. fonctionnent indépendamment des usages que j'en fais".

Le fait social est donc extérieur à l'individu.

De plus, Durkheim ajoute :

"Je ne suis pas obligé de parler français avec mes compatriotes, ni d'employer les monnaies légales, mais il est impossible que je fasse autrement. Si j'essayais d'échapper à cette nécessité ma tentative échouerait misérablement ".

Le fait social est donc contraignant pour l'individu. Il est doté d'une puissance impérative et coercitive. L'extériorité du fait social indique qu'il a pour origine la société elle-même et son assimilation implique un processus d'apprentissage à partir duquel les individus apprennent à agir en conformité à ce que la société attend d'eux.

Le fait social implique donc un processus de socialisation, processus par lequel les individus intègrent les normes, les codes de conduite, les valeurs, les habitudes, les coutumes, les traditions et un processus de conditionnement interactif, accepté et réciproque, où les individus se comportent à la fois comme sujets et acteurs.

Transposés à la monnaie, ces éléments vont nous permettre de montrer en quoi la monnaie est un fait social total.

L'échange monétaire engage toutes les dimensions du fait social, il s'inscrit comme un rapport à soi-même, aux autres à une autorité. L'échange suppose l'existence d'une relation de confiance polymorphe.

Il y a d'abord la confiance ou le crédit, accordé au support monétaire utilisé lors de l'échange. Cette confiance monétaire porte sur la valeur supposée invariable du support retenu, sur la valeur symbolique et sur la confiance accordée aux autorités monétaires qu'il gère la monnaie.

Cette confiance monétaire est avérée lorsque la monnaie remplit sa fonction de médiation dans l'échange. Le crédit octroyé à la monnaie et à la banque centrale qui l'émet est extérieur à l'individu qui a appris toutefois à tester la qualité de ce support.

Il y a ensuite la confiance accordée aux partenaires commerciaux.

Mais la confiance dans la monnaie ne va pas de soi car elle rentre rapidement en conflit avec la contrainte de liquidité. En effet, pour que les échanges puissent avoir lieu, les autorités monétaires doivent veiller à ce qu'il y ait une quantité de

monnaie suffisante. Mais la détermination de la quantité de monnaie optimale, juste suffisante, à créer, s'avère une opération particulièrement délicate. Une pénurie de signes monétaires engendrerait une paralysie des échanges et de l'économie. Une surabondance de monnaie, pourrait mettre à mal la confiance monétaire et amorcer un mouvement de défiance monétaire.

En effet, si les agents économiques acceptent passivement la violence du marché, ils rejettent la violence de la monnaie. Les termes "violence de la monnaie " ont été utilisés, la première fois par Keynes, lorsqu'il expliquait les effets économiques et sociaux de l'hyperinflation allemande de 1922/23, puis Michel Aglietta, lui consacra un ouvrage.

La violence du marché prend la forme d'une sanction économique et sociale. Lorsque chacun reçoit un revenu conforme à sa contribution, à la production, à son mérite, à son travail et aux risques qu'il a supportés, il perçoit au travers du prix de marché, les revenus suffisants pour couvrir ses coûts de production et pour vivre.

Si tel n'est pas le cas, et que le prix de marché s'avère insuffisant pour rentabiliser sa production. Sa moindre efficacité économique est sanctionnée, car il doit adapter son prix de vente au prix de marché. Cette violence de la concurrence le conduit soit à diminuer les coûts, soit à innover, soit à se retirer du marché.

Comme le marché donne à cet agent, sa place dans l'économie et la société, il est à la fois victime d'une violence symbolique mais bien réelle. Mais cette violence est tolérée à partir du moment où tous les agents concourent dans les mêmes conditions. Les meilleurs gagnent.

La violence de la monnaie s'exerce lorsque les agents reçoivent une quantité de monnaie dont la valeur ne leur permet de reconstituer leurs facteurs de production dans leur proportion respective d'utilisation. Le marché ici n'est pas en cause, c'est la valeur de la monnaie qui se déprécie, en d'autres termes son pouvoir d'achat.

Lors de l'échange, la monnaie joue le rôle d'intermédiaire des échanges entre les individus qui dépassent le simple rôle d'instrument. Lorsque le marché assigne aux produits un prix de marché, en fonction de la rareté, de l'utilité, des besoins, des coûts, la monnaie permet l'évaluation des produits car le prix de marché est exprimé en monnaie.

Le prix monétaire donne une évaluation du bien et non sa valeur, car la valeur n'a pas d'expression monétaire. Un homme ou une femme d'une grande valeur

s'illustrent par leurs capacités intellectuelles ou leurs qualités humaines, morales, éthiques ou par leur fonction politique, religieuse ; cette valeur ne s'apprécie pas à partir des critères marchands mais selon des critères non marchands...

De même, un objet de grande valeur, détient cette valeur de ses qualités intrinsèques non marchandes, le caractère sentimental lui octroie une grande valeur, car ayant appartenu à un être aimé, le caractère religieux voire divin donne une grande valeur objet de culte ou à une relique, le caractère supposé magique d'un bien procure aux croyants, une valeur liée aux propriétés extraordinaires, le caractère politique des signes du pouvoir ou d'une nation, leur confère une très grande valeur qui implique le respect, l'obéissance et le dévouement des citoyens, faire le sacrifice de sa vie pour sauver le drapeau des mains de l'ennemi.

Dès lors, le prix exprimé en monnaie donne une évaluation monétaire d'un bien. Mais la valeur monétaire s'avère incapable d'en exprimer toute la valeur car celle-ci ne relève pas uniquement de la sphère marchande. La valeur symbolique ou la valeur sentimentale d'un objet dépassent sa simple expression monétaire.

La violence de la monnaie s'exerce lorsque l'on a attenté à la valeur de la monnaie. Comme la monnaie est un fait social total, déprécier la valeur d'une monnaie dépasse le simple fait de diminuer le pouvoir d'achat de l'unité monétaire, c'est mettre à mal la valeur de la monnaie, la confiance monétaire des individus et saper l'un des fondements du lien social.

Le choix des premiers supports monétaires nous confirme que le fait monétaire dépasse largement le champ monétaire. En choisissant l'or et l'argent, les premières civilisations fondaient certes leur choix sur la rareté de ces métaux, et sur leurs propriétés physiques. De plus, ils se voyaient attribués une valeur divine, l'or symbolisant le soleil et l'argent, la lune. Ils devenaient les attributs du pouvoir politique et religieux. Pour certains ils possédaient même la capacité de conjurer le sort voire le temps et parfois même l'assurance d'une immortalité supposée.

Le fait de diminuer le poids en métal d'une pièce allait bien au-delà de la simple manipulation monétaire car cela revenait à provoquer la remise en cause de la confiance accordée à la monnaie et à contester sa valeur symbolique et sa capacité à conserver dans le temps son pouvoir d'achat et surtout sa valeur.

Les individus conscients de la dépréciation du signe monétaire, refusent de subir les effets de la violence de la monnaie et optent pour un autre support monétaire, digne de leur confiance.

Le rôle des autorités monétaires et de la politique monétaire devient alors fondamental dans le maintien de la confiance monétaire.

Ainsi la croyance dans la conservation du pouvoir d'achat de la monnaie dépend pour partie de la confiance que les agents accordent aux autorités monétaires qui émettent et gèrent la monnaie en question.

Ainsi, historiquement nous savons que toutes les monnaies ne se valent pas et que les agents établissent une hiérarchie monétaire où les monnaies dont le risque de perte de leur pouvoir d'achat est très faible, sont préférées. Mais si cette hiérarchie monétaire repose sur la confiance accordée aux autorités monétaires et à la politique monétaire, nous devons aussi prendre en compte un ensemble de facteurs qui renvoient à la hiérarchie économique, politique, géopolitique, industrielle, géostratégique etc.

Concernant le rôle des autorités monétaires, leur principale mission consiste à conserver le pouvoir d'achat de la monnaie constant, il s'agit d'un pouvoir d'achat bicéphale, car il faut préserver le pouvoir d'achat interne de la monnaie, c'est-à-dire la relation directe entre la monnaie et le niveau général des prix internes et le pouvoir d'achat externe de la monnaie, c'est-à-dire la relation entre la monnaie et son taux de change. Ainsi la politique de change fait partie intégrante de la politique monétaire.

Il s'agit avant tout pour les autorités monétaires de mettre en place un dispositif permettant de garantir le pouvoir d'achat de la monnaie et ainsi de conserver la confiance des agents dans la monnaie et de stabiliser leurs anticipations.

Une convention héritée des mésaventures monétaires passées, renforce le degré de confiance dans les autorités monétaires, cette convention réside dans la séparation des pouvoirs monétaires et politiques.

L'histoire comme nous le verrons, est jalonnée de manipulations monétaires par le pouvoir politique. Comme la tentation de l'abus du pouvoir s'avère constante, la séparation des pouvoirs apparaît comme une condition nécessaire à la mise en confiance des agents.

Mais la mission des autorités monétaires s'avère particulièrement délicate, car si l'inflation n'avait qu'une origine monétaire ou si les fluctuations des changes ne dépendaient que du marché de changes, la politique monétaire serait relativement simple à mener.

Or, l'augmentation du niveau général des prix peut résulter de facteurs exogènes comme l'augmentation des prix des matières premières, des énergies, dont le résultat se transcrit par une diminution du pouvoir d'achat de la monnaie.

Quelle politique doit alors entreprendre une autorité monétaire pour faire face à une telle situation ? La réponse n'est pas aisée.

D'autre part, la politique monétaire doit répondre aux besoins monétaires de l'économie en lui fournissant les instruments de paiements nécessaires à la circulation des biens et des services, mais doit aussi répondre aux besoins de financement des activités économiques, industrielles et commerciales.

Il s'agit alors de répondre de façon optimale aux besoins de monnaie et aux besoins de financement. Mais là encore, la mission des autorités monétaires s'avère délicate car les besoins de financements peuvent être satisfaits par des procédés qui échappent pour partie voire totalement aux autorités monétaires.

Mener aujourd'hui, une politique monétaire relève d'un art particulier, où la confiance, la lisibilité de la politique, l'intelligibilité du discours, le charisme du gouverneur de la banque centrale, ont autant d'importance que les modifications techniques.

De plus, la politique monétaire agit sur des objectifs qui dépassent le domaine strictement monétaire. La politique monétaire va œuvrer dans le maintien ou la dislocation du lien social, avoir un impact dans la réalisation ou non du plein emploi.

La politique monétaire comme toute politique obéit donc à une certaine conception du monde, à une certaine idéologie ou doctrine, qui légitimise ses orientations, ses choix et sa hiérarchie d'objectifs.

Ainsi, elle n'est ni neutre économiquement, ni neutre socialement. Pour illustrer, notre propos, nous prendrons l'exemple le plus significatif à nos yeux, de ce que nous venons d'affirmer, celui de l'hyperinflation allemande des années 1920. L'Allemagne vaincue en 1918, confrontée à une désorganisation totale de sa production intérieure et contrainte de payer des réparations aux vainqueurs opta pour le laxisme monétaire qui ruina le pouvoir d'achat du Reich Mark. L'hyperinflation apporta sa terrible contribution à l'avènement du nazisme.

Conscient de cet état de faits, lors de la création en 1948, de Deutsche Mark et de la Bundesbank, les autorités monétaires ouest allemandes, furent d'emblée indépendantes face au pouvoir politique et menèrent pendant toute la période des "30 glorieuses", des politiques monétaires restrictives.

Lors de la chute du mur de Berlin en 1989, le spectre de l'hyperinflation rejaillit dans les mémoires des décideurs monétaires face à la conversion des Ost Mark en Deutsche Mark et aboutit à la fixation de niveaux de taux d'intérêt exceptionnellement élevés, engendrant en Allemagne et en France, un chômage de type wicksellien.

Mais depuis le début des années 1990, il nous faut grandement relativiser le pouvoir d'une banque centrale. En effet, la décision politique au début des années 1980, de déréglementer les marchés monétaires et financiers, de les déréguler et de les désintermédier, a eu pour conséquence une perte de la capacité d'intervention des banques centrales.

En 1995, la Banque des Règlements internationaux (B.R.I.) recensait des chiffres à donner le vertige de part leur démesure. Elle estimait le montant journalier des opérations de changes à 1 500 milliards de dollars et celui des produits dérivés à 50 000 milliards de dollars.

Comment une banque centrale d'un pays dont la monnaie ne joue pas un rôle dominant, peut-elle encore mener une politique monétaire autonome dans un tel contexte monétaire et financier ?

Face à l'expansion de la finance internationale, le problème de la régulation et de la gouvernance devint crucial.

Certains pays de l'Union Européenne, conscients que l'Union fait toujours la force, optèrent par une monnaie unique et une banque centrale dimensionnée aux enjeux nouveaux, la banque centrale européenne.

A partir du milieu des années 1990, l'économie mondiale a connu une métamorphose liée à la conjonction de plusieurs facteurs. La volonté politique et la caution idéologique libérale ont contribué à un renforcement de la libre circulation des biens, des services, des hommes et des capitaux.

La chute du mur de Berlin et la faillite du système économique soviétique ont mis fin à un ordre mondial hérité de la seconde guerre mondiale. La révolution des technologies de l'information a aussi permis une nouvelle circulation des informations et une réorganisation des systèmes économiques, productifs, monétaires et financiers.

Les vocables de "mondialisation", "globalisation" et "financiarisation" des économies qualifient cette profonde métamorphose.

Concernant la finance internationale nous assistons à un double mouvement, le gigantisme des montants des opérations financières qui va de pair avec la sophistication des produits financiers. Ce gigantisme et la complexité peuvent donner le vertige, alimenter la méfiance et servir d'explication simpliste aux problèmes économiques non résolus.

La finance internationale assure la circulation de l'épargne mondiale et contribue au financement des déficits des uns par les excédents des autres, fonction désormais remplie à l'échelle planétaire. Mais simultanément, face à cette dimension planétaire, les autorités nationales disposent de marge de manœuvre de manœuvre et de surveillance plus réduites, ce qui génère une instabilité systémique potentielle difficile à gérer.

De plus, pour certains l'autonomisation de la sphère financière face à la sphère productive, a produit nombre d'effets négatifs.

Le premier dénoncé est celui d'une mise sous tutelle de l'économie réelle, dont les performances sont fixées par les actionnaires ou leurs représentants. Les résultats économiques de l'entreprise ne relèvent plus de la politique du chef d'entreprise ou du manager mais du taux de rentabilité imposé par les actionnaires.

Le second fustigé, réside dans l'apparition de "bulles spéculatives " où le prix des actifs financiers s'apprécie à des niveaux sans aucune mesure avec leur valeur fondamentale. L'enrichissement de certains, les risques de déstabilisation de l'entreprise ou de l'économie réelle, apparaissent comme des facteurs dangereux pour la cohésion sociale et pour l'emploi, état de faits dénoncés par la financiarisation des économies.

Avant de développer ultérieurement cette approche, nous allons rappeler quelques éléments fondamentaux, au sens premier du terme, des éléments qui fondent la finance internationale.

Historiquement, ni le marché des changes, ni le marché des actions ou des obligations, ne sont des inventions récentes. Certes, le développement de ces marchés est allé de pair avec le développement de l'économie de marché.

Reprenons cette boutade qui a cours chez les économistes lorsque pour plaisanter, ils répondent à la question : qui fut le premier économiste ? "Christophe Colomb, car quand il partit il ne savait pas où il allait, quand il est arrivé, il ne savait pas où il était, et il a fait tous ses voyages grâce à l'argent qui n'était pas à lui". Chacun sait bien sûr que le premier économiste est Adam Smith.

Si Colomb a pu faire ses voyages, c'est grâce à l'argent des autres, grâce au financement accordé par la couronne d'Espagne, l'église espagnole et les banquiers espagnols.

Le motif du financement pour le monarque vise prioritairement l'extension territoriale, la conquête impérialiste pour l'église, il s'agit d'évangéliser de nouvelles populations, et pour les banquiers de réaliser des profits monétaires substantiels en finançant cette entreprise. Cet exemple illustre le mode de fonctionnement de l'activité de financement.

Pour financer une entreprise, il faut au préalable mettre à disposition des fonds, fonds collectés ou empruntés, puis les prêter avec comme condition première la récupération des fonds prêtés mais cette mise à disposition pendant une période définie, implique une incapacité momentanée à en disposer et donc face à ce sacrifice.

Cette renonciation à disposer de cette liquidité, une récompense, un dédommagement doit être versé, le taux d'intérêt. Le montant de ce taux va varier en fonction de la durée de mise à disposition, **le temps** est en fonction de la capacité avérée ou non de l'emprunteur à rembourser la somme prêtée, la qualité du client, de sa parole, de ses garanties du **risque** qu'il nous fait courir.

Ainsi, plus la durée est longue, plus l'incertitude est forte, plus le risque est élevé, plus le taux d'intérêt sera fort.

Dans la cas de Christophe Colomb, seule les qualités du navigateur intervenaient. Il ne pouvait financer son entreprise sur ses biens propres, l'incertitude de son expédition était identique à celle de toutes les expéditions maritimes de son époque. Malgré la confiance qu'il pouvait inspiré, le taux d'intérêt devait objectivement être très élevé.

Dés lors, le risque couru par tous ceux qui financent, est bien sûr de perdre une partie ou la totalité de la somme avancée. Pour le banquier, il peut s'agir de l'épargne qu'il a collectée et de ses fonds propres, ou des sommes qu'il a lui-même empruntées auprès d'un tiers.

La banque et le banquier jouent donc une fonction essentielle d'intermédiation et de transformation.

La banque met en relation des agents économiques qui dégagent les capacités de financement, car ils ne dépensent pas l'intégralité de leur revenu, ils dégagent un flux de revenu, l'épargne, en accumulant ce flux, ils génèrent un stock, leur

patrimoine, qu'ils peuvent placer de diverses manières avec des agents économiques, qui expriment des besoins de financement car leur revenu s'avère insuffisant pour financer la totalité de leur activité. La fonction de la banque est donc celle d'un intermédiaire financier entre ces deux types d'agents.

La banque en collectant l'épargne et en distribuant des crédits, remplit la fonction de transformation financière. Elle collecte une épargne de court terme et de long terme, qu'elle transforme en crédits à court terme et à long terme.

Ces opérations d'intermédiation et de transformation permettent à la banque de réaliser sa valeur ajoutée. Elle assure le financement de l'économie dans le temps et l'espace.

Dans le cas de la défaillance d'un débiteur, la banque enregistre un manque à gagner, si elle n'a pas pris des garanties suffisantes pour couvrir ce risque. Ce schéma, déclenchement des faillites d'entreprises et de banques va illustrer les crises capitalistes du XIX^{ème} et XX^{ème} siècle.

A partir de 1873, émerge la première crise d'un genre nouveau où se combine un reliquat de crise de sous-production agricole, dite d'ancien régime et des embryons de crises bancaires et industrielles. Dès lors, les perturbations trouvent leur origine dans le secteur secondaire, secteur en passe de devenir le secteur prépondérant.

Le schéma de diffusion de la crise est assez simple à saisir. A l'origine de la crise, il y a un krach bancaire ou boursier, mot allemand, signifiant effondrement, débâcle boursière et financière.

Ce mot est utilisé, à Vienne, pour la première fois le 9 mai 1873, suite à l'effondrement des cours de la bourse de Vienne, suivie des faillites bancaires et d'entreprises.

Le phénomène s'est déjà manifesté le 11 mai 1866, à Londres, mémorisé par l'expression "black Friday" "vendredi noir".

Le 24 octobre 1929, sera popularisé par fameux le "jeudi noir", "black Thursday".

Le krach bancaire et boursier est à la fois la conséquence et la cause de l'effondrement de l'activité économique.

A l'origine du mécanisme, il y a les financements d'agents, d'entreprises et de spéculateurs. Les banques octroient des prêts à quelques entreprises. Certaines

entreprises pour diverses raisons, font faillites. Les banques qui ont eu la légèreté de prêter une grande partie de leurs encours voire la totalité, enregistrent la faillite comme une défaillance de remboursement. A leur tour, ces banques sont entraînées dans la tourmente et font faillite. Les épargnants ne peuvent récupérer leur épargne.

Les difficultés des entreprises perçues par les opérateurs qui interviennent sur les marchés financiers, entraînent la perte de confiance des détenteurs d'actions, qui en anticipant la moindre rentabilité des titres décident de les vendre.

Selon un comportement mimétique, il y a une vente massive de titres dont les cours s'effondrent. La chute est d'autant plus rapide, que les spéculateurs se sont endettés pour acheter les actions. La baisse génère la baisse.

Après le krach, la dévalorisation des actifs financiers, les pertes financières réalisées, conduisent les entreprises à réduire leur investissement productif. Les ménages reconstituent leur épargne dévalorisée en diminuant le montant de leur consommation, effet Pigou ou d'encaisses réelles. La combinaison de la chute de l'investissement et de la consommation, engendre un effet dépressif sur la production, le chômage augmente, le commerce mondial se contracte. La crise bancaire, financière s'est muée en crise économique.

Comme nous venons de le voir, l'étude de la monnaie et de la finance internationale, suppose que nous ayons en permanence à l'esprit, le rôle prépondérant, joué par le temps, l'incertitude, le risque et la confiance.

Ce cours d'analyse monétaire et de finance internationale s'articulera à partir de cinq séquences :

- Séquence 1 : Monnaie, définitions et évolutions,
- Séquence 2 : La création monétaire,
- Séquence 3 : La politique monétaire,
- Séquence 4 : Les systèmes monétaires internationaux,
- Séquence 5 : Les systèmes financiers internationaux.

Séquence 1 : Monnaie, définitions et évolutions.

« La faculté de taxer les gens en dépréciant la monnaie a toujours été inhérente à la souveraineté de l'Etat depuis que Rome en fit la découverte. »

J.M. Keynes.

Introduction : Qu'est-ce que la monnaie ?

Cette question au premier abord anodine, se révèle très vite, complexe pour l'économiste. En effet, lorsque nous cherchons à définir quelque chose, qu'il s'agisse d'un bien ou d'un service, nous pouvons spécifier sa nature, sa forme, sa fonction. Nous pouvons dire ce qu'il est et à quoi il sert. Pour la monnaie, cet exercice devient particulièrement délicat car elle concentre plusieurs fonctions et plusieurs formes, qui évoluent au fil du temps. Cette évolution pose un problème majeur, celui de la mesure de la masse monétaire à partir d'agrégats nécessairement redéfinis régulièrement.

Ainsi, tenter de définir la monnaie revient à saisir les métamorphoses d'un objet polymorphe, plurifonctionnel au cours de l'histoire.

Définir la monnaie, c'est d'abord raconter une histoire, l'histoire de la dématérialisation du support monétaire, qui commence avec une monnaie concrète, matérielle, marchandise et devient progressivement une monnaie symbolique, immatérielle.

Nous aborderons donc cette séquence, en trois temps, le premier consacré à la définition de la monnaie par ses fonctions, le second relatant l'histoire de la métamorphose du support monétaire et enfin nous définirons la monnaie par ses instruments de mesure : les agrégats.

I – DEFINITIONS DE LA MONNAIE

A PARTIR DE SES FONCTIONS

La monnaie peut être à priori définie comme un instrument de paiement, de financement et de crédit. Cette définition appréhende la monnaie par son caractère instrumental en nous indiquant ce à quoi elle sert et permet d'emblée établir son lien avec la finance.

Les économistes reconnaissent à la monnaie trois fonctions principales. Ces fonctions sont :

- Première fonction : unité de compte,
 - Seconde fonction : instrument d'échange,
 - Troisième fonction : réserve de valeur.
-
- **La première fonction essentielle de la monnaie est d'être une unité de compte**, le support à partir duquel sont exprimés, étalonnés, évalués, tous les biens et services.

La monnaie a donc l'attribut d'exprimer la valeur monétaire de toutes choses.

Cette propriété permet alors d'agrèger toutes les formes de richesses et de comparer. Une monnaie sert d'abord et avant tout à compter, à comptabiliser en homogénéisant des objets hétérogènes.

Nous sommes capables de calculer les dépenses monétaires d'un ménage en matière de loisirs, même s'ils s'avèrent variés et différents de même pour le fameux panier de la ménagère.

La monnaie fournit l'expression de la valeur monétaire au travers du prix monétaire qui représente tout simplement un rapport au sens mathématique du terme entre l'évaluation monétaire du bien considéré et sa quantité physique.

Si l'on note : p_m , le prix monétaire, m , la quantité de monnaie et q la quantité de bien, on obtient :

$$p_m = m / q$$

Ainsi si nous achetons 2 litres d'essence pour la somme de 3,00 euros, nous pouvons écrire : 2 litres d'essence = 3,00 euros, donc 1 litre = $3/2$ euros d'où 1 litre = 1,50 euros.

Cette expression semble a priori triviale mais va très vite nous révéler des sens cachés. En effet l'existence du prix monétaire suppose que la société considérée se soit dotée d'une monnaie, c'est-à-dire d'un équivalent général exprimant une valeur monétaire, reconnue et acceptée par tous.

Si tel n'est pas le cas, un autre bien peut faire office de monnaie, le blé par exemple.

Dès lors tous les produits seront exprimés relativement au blé. On qualifiera alors ce prix, de prix nominal car le blé et toutes les marchandises qui pourront alors être utilisées comme unité de compte, n'ont pas pour vocation première cette fonction.

Il s'agit aussi d'un prix relatif, les marchandises sont exprimées relativement les unes aux autres.

Le choix d'un équivalent général utilisé pour exprimer les valeurs, s'opère selon un usage conventionnel social. Une société donnée pourra retenir par convention, un bien quelconque, un coquillage, une pierre, un métal précieux, comme l'or ou l'argent, ou un métal non précieux comme le cuivre, voire même une entité abstraite, le temps de travail, ou des animaux tels le bœuf, le mouton, le chameau etc.

La capacité de cet équivalent à exprimer et à conserver le pouvoir d'achat de l'unité de compte retenue dans le temps justifiera son utilisation pérenne. A cet égard l'or fournit une excellente illustration de cette capacité des monnaies à conserver leur pouvoir d'achat constant au fil du temps.

Pour illustrer notre propos, supposons que des naufragés se retrouvent sur une île déserte hospitalière. Conformément aux préceptes de Smith, chacun d'entre eux, s'est spécialisé dans l'activité productive où il est le plus efficace.

Au moment de l'échange, tous s'accordent à utiliser les superbes coquillages qui jonchent les plages de l'île en question.

En fonction de sa contribution à la production de l'île, chacun reçoit un montant de coquillages. S'il faut deux fois plus de temps pour pêcher que pour chasser les pêcheurs reçoivent deux fois plus de coquillages que les chasseurs. Si certains reconnaissent la plus grande pénibilité de la pêche par rapport à la

chasse et acceptent cette règle de répartition, certains la trouvent injuste. D'autres rechignent à la tâche. Ainsi les insatisfaits ou les fraudeurs décident lors d'une nuit noire de sorte à ne pas être vus, de ramasser une quantité de coquillages supplémentaires pour accroître leur quantité de monnaie à dépenser.

Ils pensent alors avoir accru leur pouvoir d'achat, car ils confondent la richesse et son expression. Ils sont victimes d'une illusion monétaire en pensant qu'il suffit de détenir plus de coquillages pour obtenir plus de biens. La désillusion monétaire va très vite s'imposer à eux et révéler la stupidité et la gravité de leur acte.

En effet, comme cet accroissement de monnaie ne correspond pas à une augmentation de la production, le seul résultat auquel ils sont parvenus, c'est la dévalorisation du pouvoir d'achat de la monnaie locale, le coquillage puisque pour acquérir la même quantité de biens, il faut désormais plus de coquillages.

Les naufragés se rendent alors compte que leur choix du coquillage comme monnaie est un mauvais choix, et qu'ils ne peuvent conserver une unité de compte dont le pouvoir d'achat peut fondre comme neige au soleil.

Nous pouvons relater cette mésaventure monétaire de la manière suivante :

Notons q : la production totale mensuelle de l'île,

m : la masse monétaire, quantité initiale de coquillages, utilisée comme monnaie,

p : le niveau général des prix.

Ainsi nous pouvons écrire pour le premier mois, en t_0 , l'équation suivante :

$$m_0 = p_0 \times q_0$$

La production totale recouvre le produit de la chasse, de la pêche, de la cueillette, de la culture de la terre. Chaque produit a un prix monétaire en coquillages, perçu par son producteur lors de l'échange.

Le mois suivant, certains membres de l'île en ramassant une quantité supplémentaire de coquillages (Δm) ont accru la masse monétaire. Mais comme la production totale est restée identique, nous avons l'équation suivante :

$$m_1 = p_1 \times q_1$$

Comme $q_1 = q_0$ et $m_1 = m_0 + \Delta m$

Nous pouvons écrire : $m_0 + \Delta m = p_1 \times q_0$

D'où $p_1 = \frac{m_0}{q_0} + \frac{\Delta m}{q_0}$

comme $p_0 = \frac{m_0}{q_0}$

Nous avons : $p_1 = p_0 + \frac{\Delta m}{q_0}$

d'où $p_1 > p_0$

Pour un volume de production resté identique, l'accroissement de la masse monétaire se traduit par une augmentation du niveau général des prix. L'augmentation du niveau général des prix sur l'île a pour origine le surplus de coquillage injecté dans la circulation monétaire pour lequel aucune production de biens et de services n'a été réalisée, il s'agit donc d'une inflation monétaire.

L'augmentation des prix ou encore la dévalorisation du pouvoir d'achat interne de la monnaie a pour origine une augmentation de la quantité de la monnaie sans augmentation de la quantité de biens.

Nous avons ici une expression basique, de l'équation, de la théorie quantitative de la monnaie.

Il est important de noter que le pouvoir d'achat de la monnaie est inversement proportionnel au niveau général des prix.

Lorsque les prix augmentent, le pouvoir d'achat de la monnaie diminue. C'est pourquoi, il est primordial de choisir un support monétaire exempt de toute manipulation.

La stabilité de la mesure et de l'expression de la valeur monétaire dans le temps et l'espace, constitue la première condition que doit satisfaire tout support monétaire.

C'est pourquoi, il s'agit de la première fonction devant être remplie par une monnaie, la fonction d'unité de compte stable.

L'instabilité du pouvoir d'achat de la monnaie conduirait les agents à adapter leurs comportements économiques et monétaires. Ils pourraient anticiper la dépréciation du pouvoir d'achat de la monnaie, en revendiquant un accroissement de leurs revenus exprimés en monnaie, de sorte à ne pas être perdants, ou se séparer le plus vite possible de cette monnaie au pouvoir d'achat fondant, ou pire encore exprimé leur défiance à l'égard de la monnaie en question, en la remplaçant purement et simplement par une autre monnaie.

➤ **La seconde fonction essentielle d'une monnaie est celle d'instrument d'échange, de moyen de paiement.**

La monnaie dont le pouvoir d'achat reste stable, permet d'exprimer la valeur monétaire des biens ainsi elle ouvre la voie à l'échange.

En effet, le troc, c'est-à-dire l'échange d'un bien contre un autre bien repose sur une double coïncidence et un hasard heureux.

L'échange en nature suppose que deux personnes sont en possession de deux biens désirés par chacune d'entre elles et qu'elles sont disposées à procéder à l'échange, selon un rapport d'échange d'égalité stricte.

Cet échange revient à cette situation : je possède une hache dont tu as besoin, tu possèdes un mouton dont j'ai besoin, échangeons ma hache contre ton mouton. Nous avons eu la chance de nous rencontrer aujourd'hui en ce lieu.

S'il faut attendre que le hasard veille à la rencontre spatio-temporelle des coéchangistes, les échanges vont s'opérer de façon sporadique discontinue et aléatoire.

De plus, le rapport d'échange risque d'évoluer en fonction du degré de disponibilité ou d'indisponibilité des biens recherchés, et du pouvoir de persuasion ou de négociation ses agents. Dans certains cas, l'indisponibilité des informations sur les biens proposés en échange d'autres biens, vont purement et

simplement paralyser les échanges et ralentir considérablement leur vitesse de circulation.

Il apparaît donc immédiatement que la monnaie est **un fluide** qui facilite les échanges. Son adoption et son développement constituent une des conditions nécessaires aux échanges à l'accroissement de la production à la croissance économique.

En son temps, le financier John Law écrivit :

"La monnaie est dans l'Etat ce que le sang est dans le corps humain : sans l'un, on ne saurait vivre, sans l'autre, on ne saurait agir. "

Considérations sur le numéraire et le commerce, 1705.

J.B. Say, voit dans la monnaie "le véhicule ", "l'automobile " de la valeur.

Mais s'agit-il d'un simple instrument qui une fois utilisé, retourne vers son instance d'émission ? Ayant rempli son office, la monnaie n'a plus d'autre utilité. Sur le sujet, les économistes vont s'affronter, affrontement qui porte sur la troisième fonction, celle de réserve de valeur.

➤ **La troisième fonction essentielle de la monnaie est celle dite de réserve de valeur.**

Comme nous l'avons déjà mentionné dans l'introduction, il est particulièrement délicat d'affirmer que la monnaie donne aux choses une valeur.

Elle donne sans aucun doute une valeur monétaire et vise à la conservation de celle-ci. Mais prétendre qu'elle conserve la valeur, nous indispose.

Elle conserve la valeur monétaire, c'est tout, car la valeur d'un bien peut être sans rapport avec sa valeur monétaire.

Un brillant chercheur, médecin est un homme d'une grande valeur, dont la valeur ne se mesure pas à l'aune d'une monnaie. Il en va de même pour la valeur portée à la patrie, le drapeau de sa nation, le lieu de vie de sa famille. La valeur au sens large renvoie à des considérations qui ne se limitent pas aux

considérations monétaires. Les paradoxes de la valeur ont d'ailleurs fait l'objet de nombreux développements.

Thomas d'Aquin avait quelques difficultés théologiques, à admettre qu'une perle ait une plus grande valeur qu'une souris, sur le marché, alors que la souris comme tous les animaux selon lui, était une création divine vivante alors que la perle, un objet inerte.

Smith différenciait la valeur d'usage et la valeur d'échange à partir du paradoxe de l'eau et du diamant.

Afin de ne pas entrer dans les débats d'ordre métaphysique sur valeur, sa nature et son origine, **nous définirons la fonction de réserve de valeur, comme la propriété d'une monnaie à conserver son pouvoir d'achat intacte dans le temps et l'espace.**

Grâce à cette propriété, la monnaie permet un transfert de pouvoir d'achat dans le temps et l'espace et contribue à réduire l'incertitude face à l'avenir.

Comme il n'y a généralement pas de synchronisme parfait entre la perception d'un revenu et sa dépense, le décalage temporel entre ces deux opérations impliquent une détention de monnaie afin de réaliser les transactions et assurer la liquidité des besoins de trésorerie des agents.

Si la monnaie est conservée pour d'autres motifs et qu'elle est notamment thésaurisée, elle devient alors un élément constitutif des éléments permettant la détention des richesses et du patrimoine.

Elle disparaît pour un certain temps, du circuit économique et monétaire. Elle devient alors un élément de l'actif, comme les titres (actions, obligations), les créances diverses (emprunt d'Etat, bons du Trésor), les objets mobiliers (œuvres d'art, meubles anciens) ou immobiliers (maisons, terres).

D'un point de vue purement économique, la thésaurisation de monnaie peut apparaître comme contraire à la rationalité économique. Elle peut sembler absurde car cette détention ne procure pas de rendement effectif voire même en restant oisive cette quantité de monnaie prive son détenteur du fruit de son placement.

Sans doute, ces agents obéissent à une autre forme de rationalité. Peut-être opèrent-ils un arbitrage selon la logique du coût occasionné face à l'avantage retiré d'où il ressort que la thésaurisation possède des avantages supérieurs à ses coûts.

Nous pouvons faire valoir des motifs d'ordre psychologique qui attribuent à la monnaie une capacité à réduire l'incertitude de l'avenir et à se prémunir contre les aléas.

D'autre part, une conjoncture financière déprimée avec une chute des cours des titres et des rendements financiers négatifs, justifie la détention de monnaie.

Si elle ne rapporte rien, elle ne génère pas de pertes. Inversement, une conjoncture financière favorable, ne justifiera pas à priori une thésaurisation sauf si nos agents estiment que des opportunités de gains financiers encore plus élevées peuvent être réalisés dans un avenir très proche.

Les anticipations qu'ils opèrent en gains futurs justifient une détention de liquidités monétaires certes pour l'instant improductives mais rapidement mobilisables pour des placements à venir très rentables.

Le manque de confiance dans le système bancaire et financier, et la défiance face aux produits de placements, expliquent aussi cette préférence absolue pour la liquidité et donc la thésaurisation. Ainsi, la fonction de réserve de valeur constitue la troisième fonction essentielle d'une monnaie.

Une monnaie doit remplir les trois fonctions essentielles pour jouir de toutes ses prérogatives sur le plan national et international.

Le problème alors consiste à savoir qui va garantir ces trois fonctions essentielles. Certains sont tentés de présenter l'Etat comme le garant de la valeur monétaire. Or, les expériences passées, comme nous allons le voir dans la prochaine section, nous montreront le rôle ambivalent de l'Etat face à la monnaie.

Il convient aussi de dissocier la souveraineté d'un Etat de sa souveraineté monétaire. En effet l'expérience fait apparaître que de nombreux pays ont utilisé sans dommages, une monnaie qui n'était pas leur monnaie nationale.

La banque centrale et le secteur bancaire et financier s'avèrent être les véritables garants de la valeur monétaire.

Aux trois fonctions essentielles de la monnaie, nous pouvons aujourd'hui adjoindre une quatrième conséquence du progrès technique et de la dématérialisation croissante du support monétaire, il s'agit de celle **d'instrument de crédit.**

En effet, l'utilisation de la monétique, par l'intermédiaire des cartes bancaires, offre des possibilités de crédits à leurs utilisateurs. Un découvert bancaire autorisé selon un taux négocié, permet aux détenteurs de carte bancaire, de le transformer en carte de crédit, en dépensant plus de monnaie qu'il n'en dispose sur le compte courant. Dans leurs versions les plus sophistiquées, les cartes bancaires internationales permettent des découverts importants et des règlements différés. Cette nouvelle possibilité technique donne à la monnaie, une dimension financière, en rendant la frontière entre monnaie et crédit de plus en plus floue. Cette métamorphose du support monétaire ne date pas d'aujourd'hui comme nous allons le voir.

II – DEFINITIONS DE LA MONNAIE A PARTIR

DE SES FORMES :

HISTOIRE D'UNE METAMORPHOSE

En 390 avant JC, les oies du temple de Junon avertirent les romains de l'imminence d'une invasion barbare. Sensible à cet avertissement de Junon, les romains se mirent sur le pied de guerre et repoussèrent toutes les attaques.

Pour remercier Junon et ses oies, pour ce signe divin, ils décidèrent de confier à ce temple du Capitole de Rome, l'exclusivité de la frappe du signe monétaire. Comme cette déesse savait annoncer et avertir Rome des événements néfastes, le temple de "Junon moneta ", devint le lieu de la frappe de la monnaie.

L'étymologie du mot "monnaie" provient du latin "moneta " participe passé féminin du verbe "monere ", signifiant "avertir ".

La pièce de monnaie avertit ses usagers de sa véracité et de légalité. Mais avant de parvenir à l'utilisation d'un tel signe monétaire et de son support métallique, plusieurs autres formes de monnaies furent utilisées sous l'antiquité.

En Egypte, en Grèce et à Rome, la tête de bétail fut utilisée comme monnaie.

Notre langage en trouve encore la trace, car la tête de bétail se dit en latin "pecus" donnant en français l'adjectif "pécunier ". Le bœuf était aussi l'objet de sacrifice aux dieux.

Le caractère divin de la monnaie doit d'emblée être gardée à l'esprit. Les civilisations avaient aussi l'habitude d'utiliser les céréales comme support monétaire, blé, orge etc.

Mais si ces supports remplissaient plus ou moins aisément les fonctions d'unités de compte et d'instrument d'échange, ils étaient incapables de garantir celle de réserve de valeur, en raison de leur nature périssable.

Le choix d'un autre support plus adapté, devint nécessaire. Il fallait trouver un support ayant un certain nombre de qualités intrinsèques et extrinsèques. Il lui fallait des propriétés physiques particulières, être à la fois disponible et rare, reconnu socialement et chargé d'une portée symbolique forte voire divine.

Seuls quelques métaux pouvaient satisfaire à l'ensemble de ces exigences, l'ère de la monnaie matérielle, monnaie marchandise commençait.

A. La monnaie marchandise

Une marchandise choisie parmi d'autres pour ses propriétés fondamentales s'imposa : il s'agit de l'or et de l'argent.

Ces métaux s'imposèrent facilement car ils restent toujours divisibles, conservables, et transformables.

Ils inspirent confiance par leur rareté relative possédant une valeur d'usage et une valeur d'échange inaltérable.

De plus ces deux métaux ont symbolisé pour nombre de civilisations des métaux divins, l'or symbolisait le soleil et l'argent, la lune.

Ainsi débute l'ère de la monnaie métallique.

D'abord pesés sur les marchés, sous la forme de sphères ou de barres, de dimensions variables, l'or et l'argent prirent la forme de boules normalisées selon leur poids.

Mais très tôt, le risque de fraude apparut, car en dorant des billes de plomb, certains trouvèrent le moyen de transformer le plomb en or sans avoir recours à un quelconque procédé chimique.

Pour remédier à ce risque, la monnaie métallique fut frappée et la boule aplatie devient une pièce.

Le fait de battre la monnaie, exigeait qu'une autorité reconnue de tous, garantisse le poids en métal précieux de la pièce en y apposant un signe distinctif et attestant de la véracité du signe.

Le pouvoir politique remplit cette fonction. Ainsi dès son origine, la destinée de la monnaie va être liée à celle du pouvoir politique. Une effigie, une silhouette, un profil d'une tête, un symbole, vont incarner et représenter le pouvoir politique. La chouette, symbolisera Athéna pour Athènes, le profil des empereurs marquera les monnaies romaines.

Aujourd'hui, lors de découvertes archéologiques, la datation du site s'opère notamment à partir des pièces de monnaies enfouies dans le sol.

Lors de sa fuite et de son arrestation à Varennes, il paraît que Louis XVI aurait été trahi par une pièce de monnaie. En payant l'aubergiste avec un Louis d'or neuf, l'aubergiste peut coutumier de voir des pièces d'or et en plus d'une telle qualité, aurait reconnu le profil du monarque à partir de celui gravé sur la pièce.

Ainsi les pièces de monnaies métalliques délivrent un ensemble d'informations et indiquent la technique de calcul en vigueur. La quantité de métal contenu dans une pièce est certifiée par l'apposition d'une marque officielle. Elle est faite par une institution spécialisée souvent l'hôtel des monnaies, représentant le pouvoir politique.

Conscient de l'exclusivité de ce privilège, les monarques ne tardèrent pas à comprendre l'intérêt de cette prérogative monétaire, en procédant à des manipulations monétaires. Elles consistaient à diminuer la quantité de métal censée contenir une pièce. Le rognage des monnaies apparut ainsi.

Ils modifiaient le cours légal de la monnaie pour en accroître le pouvoir d'achat.

Mais les agents économiques, banquiers, marchands, coutumiers du pluri-métallisme, procédaient à une hiérarchisation des monnaies. Ils confrontaient le rapport légal, officiel déclaré par le pouvoir politique, au rapport commercial fonction du poids réel en métal et du cours du métal.

Les adeptes des manipulations monétaires voyaient leur pratique sanctionnée par le marché.

Au XVIème siècle, Sir Thomas Gresham (1519-1579) commerçant et banquier, fondateur du Royal Exchange de Londres, énonça une loi devenu loi de Gresham selon laquelle : "**La mauvaise monnaie chasse la bonne**".

Cette loi monétaire part du constat que "une bonne monnaie " disparaît de la circulation monétaire, seule "la mauvaise " reste et est utilisée pour les paiements.

La monnaie dont la valeur commerciale est supérieure ou égale à sa valeur légale, n'est pas l'objet de manipulations monétaires, elle conserve donc sa valeur. Ses détenteurs lui accordent leur confiance car elle conserve intacte son pouvoir d'achat. Cette monnaie est qualifiée de "bonne monnaie ". A l'inverse, "la mauvaise monnaie " a une valeur commerciale inférieure à ce que la valeur légale prétend. Sujette au rognage, les agents s'en séparent car son pouvoir d'achat se déprécie dans le temps.

La bonne monnaie disparaît car elle est thésaurisée ou car elle est la seule acceptée dans les règlements des soldes extérieurs.

La circulation monétaire interne ne se fait plus qu'à partir de la mauvaise monnaie, dans le pays qui procède à de telles manipulations monétaires, "la mauvaise monnaie chasse la bonne".

Il apparaît donc peu judicieux voire même ruineux pour ce pays de jouer avec la valeur de sa monnaie. Ainsi très tôt, le rôle de l'économiste consistera à convaincre le pouvoir politique des méfaits des manipulations monétaires et de l'illusion d'enrichissement supposé.

A la même époque, en France, sévit une controverse monétaire entre Sir Johan de Malestroit, contrôleur de la monnaie et Maître Jean Bodin, avocat à la cour, à propos de l'origine de l'inflation.

Le premier fait valoir que la cause de la dépréciation du pouvoir d'achat du signe monétaire résulte des manipulations royales.

Le second attribue à l'or et à l'argent apportés par l'Espagne des Amériques, l'origine de l'augmentation des prix.

Si leurs analyses divergent, leurs recommandations vont dans le même sens, mettre en œuvre les moyens pour stabiliser le pouvoir d'achat de la monnaie.

La pratique du "rognage", la pénurie relative de métal et le coût d'utilisation du métal vont imposer l'utilisation d'un nouveau support monétaire, le papier monnaie.

Mais déjà, certains remarquent que l'abondance de signes monétaires ne signifie pas pour autant l'accroissement de la richesse de la nation. Contrairement aux thèses mercantilistes qui prônent l'accumulation de métaux précieux.

Mais les thèses qui différencient la richesse de son expression, se font jour. **La monnaie n'est que la forme que prend la richesse. L'origine de cette richesse doit être recherchée ailleurs.**

L'intuition du quantitativisme monétaire, déjà présente dans les écrits de Bodin, se développe dans la pensée économique.

Ainsi Montesquieu, dans ses *Lettres persanes* écrit :

"L'or et l'argent avaient été établis par une convention générale pour être le prix de toutes marchandises et un gage de leur valeur, par la raison que ces métaux étaient rares et inutiles à tout autre usage. Qu'importait-il donc qu'ils deviennent plus communs et que pour marque la valeur d'une denrée, nous eussions deux ou trois signes au lieu d'un ? Cela n'en était que plus incommode ".

" Lettre 105 "

La surabondance de métaux précieux sans accroissement des richesses disponibles, se traduit par la dévalorisation du pouvoir d'achat de la monnaie et par la perte de confiance dans la monnaie elle-même.

Hume, dans ses *discours politiques*, se fait encore plus précis en écrivant :

"C'est semble t-il une maxime presque évidente en elle-même, que les prix de toutes choses dépendent de la proportion entre les marchandises et la monnaie et que tout changement considérable dans la quantité des unes ou de l'autre ait le même effet, soit d'élever le prix, soit de la baisser. Augmentez la quantité des marchandises et elles deviennent meilleur marché, augmentez la quantité de l'argent, les prix s'élèvent ".

Essai III. De l'Argent.

Hume indiquait que la monnaie est "l'huile" "des rouages du commerce ", et profitait de l'occasion pour émettre "un doute concernant les bienfaits des banques et du papier crédit ", nouvelle forme de monnaie en développement.

B. Première forme de la dématérialisation de la monnaie : la monnaie fiduciaire.

La confiance reste au cœur de l'usage de la monnaie, la monnaie fiduciaire, l'illustre parfaitement puisque l'origine latine de l'adjectif, fiduciaire provient de *fides* signifiant la confiance.

La monnaie fiduciaire, monnaie prenant la forme du papier monnaie, repose sur la confiance accordée dans le temps à un support symbolique, sans valeur intrinsèque. Il va devenir un substitut parfait au métal.

Ce billet de banque fait figure de certificat de dépôt du métal précieux, centralisé dans les réserves d'une banque. Ce certificat atteste d'une certaine quantité d'or déposée et pouvant être restituée à tout moment sur présentation du dit certificat. La demande de transformation du papier en or ou en argent s'opère alors.

L'usage de cette forme de monnaie repose sur la confiance et la croyance des agents dans la capacité de la banque à assurer pleinement, la conversion des billets en métal précieux, si l'occasion se présente.

Ainsi Smith, dans *la Richesse des Nations*, nous vante les mérites du papier-monnaie par rapport à l'or et l'argent mais précise :

"Lorsque les gens d'un pays ont assez de confiance dans la fortune, la probité et la sagesse d'un banquier pour le croire toujours en état d'acquitter comptant et à vue des billets et engagements en quelques quantité qu'il puisse s'en présenter à la fois, alors ces billets finissent par avoir le même cours que la monnaie d'or et d'argent en raison de la certitude qu'on a d'en faire de l'argent à tout moment ".

Livre III, Chapitre II, De l'Argent et des banques.

Une nouvelle relation d'équivalence se met alors en place, celle entre le montant des billets émis par la banque et le stock de métal servant de support à cette émission.

Si chaque billet émis, a sa quantité de métal correspondant qui le gage, alors le papier monnaie devient un instrument monétaire aussi bon que l'or voire même meilleur. Il est exempt de tous les inconvénients qu'engendrait l'utilisation de l'or, coûts de transports, de conversion, taxes etc...

De plus, les billets usagés peuvent être remplacés aisément. Une gestion saine de l'émission de monnaie fiduciaire aurait dû aboutir à un remplacement rapide de l'or par le papier.

Mais, une fois de plus, les manipulations monétaires firent douter les agents de la valeur de ce papier.

Dès le milieu du XVIIème siècle, le gouverneur de la banque de Stockholm, Palm Struch eu l'idée d'émettre de la monnaie fiduciaire comme titre de crédit.

A partir de son observation empirique, il constate qu'une fois la confiance des déposants acquise, ils convertissaient très rarement les billets en or.

Conscient de la faiblesse de la probabilité pour que tous les détenteurs de billets viennent tous simultanément demander la conversion or des billets, il considéra qu'il pouvait émettre plus de papier monnaie qu'il n'avait de contre partie or en réserves. Il prit la précaution de disposer d'une encaisse de métal suffisante pour faire face à un brutal mouvement de conversions.

Ainsi en laissant croire à tous que la convertibilité des billets était totale grâce à cette réserve de précaution, ils assurait la conversion pendant quelques jours. Il rassurait le public dont il avait dissipé les doutes.

La confiance et la croyance dans cette couverture totale du papier monnaie en or, suffisaient pour l'adoption de la monnaie fiduciaire.

Ainsi par une surémission contrôlée des billets, le banquier alimentait l'économie en liquidités, assurait le financement de la production et de la circulation des biens et des services.

Le lien entre la monnaie, le crédit et la finance apparaissait clairement.

L'art de tout banquier consistait alors à partir d'une bonne connaissance et observations des pratiques monétaires d'émettre de la monnaie de crédit pour financer les entreprises des agents demandeurs.

Il devait faire preuve d'audace et de prudence : de l'audace pour financer des entreprises risquées, de la prudence pour garantir aux déposants la récupération de leurs dépôts à l'identique.

A partir du moment où le public, considérait le risque de non remboursement comme très faible, ou qu'il s'estimait prêt à l'accepter, la monnaie fiduciaire, s'imposait comme monnaie.

Elle reposait sur la confiance de la monnaie elle-même et de ceux qui avaient la responsabilité de l'émission et de la gestion.

Il s'agissait du secteur bancaire et du pouvoir politique.

L'Etat garantissait la promesse de remboursement en fixant un cours légal du billet en or.

La question du prêteur en dernier ressort se posait, car en cas de crise monétaire et financière, la banque privée devait non seulement utiliser ses encaisses métalliques mais aussi puiser dans ses propres actifs pour garantir la solvabilité du papier.

Si elle ne pouvait le faire complètement, la banque centrale pallierait à cette défaillance, en la refinançant.

Il faut mentionner que les premiers billets de banque rapportaient un intérêt et étaient émis par différentes banques privées.

Le monopole de l'émission de la monnaie fiduciaire par une banque centrale d'abord privée puis publique fut établi en Europe au XVIIIème siècle.

Ainsi la monnaie de papier, était une monnaie de crédit. Elle reposait sur le crédit qu'on pouvait lui accorder et était elle-même un instrument de crédit émis par le banquier.

Pour inciter les agents à entreposer leur or dans les banques et à utiliser les billets plutôt que les pièces métalliques, un intérêt était servi aux déposants.

Comme le banquier pouvait émettre plus de billets qu'il n'avait d'encaisses métalliques, il dédommageait les déposants du fait qu'ils aient momentanément renoncé à la détention métallique de la monnaie en leur versant un taux d'intérêt.

On peut aussi interpréter ce taux comme la rémunération du risque.

Mais la masse des dépôts à rémunérer étant plus faible que la masse des crédits accordés, les banquiers réalisaient très rapidement une plus value monétaire, en versant des taux d'intérêt plus bas aux agents créditeurs de la banque, le déposant et en demandant des taux d'intérêt plus élevés aux agents débiteurs de la banque, les emprunteurs.

Le taux d'intérêt versé aux déposants, correspondait certes à une incitation aux dépôts et pouvait devenir variable en fonction de la somme déposée et de la durée du dépôt dans la banque.

La banque se trouvait au cœur de la relation **d'intermédiation** entre les agents et **de transformation** de la monnaie en crédits.

La valeur ajoutée de la banque se réalisait dans son aptitude à procéder à l'intermédiation, à la transformation et à gérer les risques inhérents à ces deux opérations.

Le commerce de l'argent devient alors une activité essentielle au développement économique.

Il se justifie par l'existence des délais entre les ventes, les livraisons, les approvisionnements entre les recettes et les dépenses, besoins de trésorerie, par l'existence des distances entre les acheteurs et les vendeurs.

Il s'agit pour les banques de développer le crédit commercial par les lettres de change et les billets. Il s'agit aussi de développer le crédit d'investissement à long terme, qui finance des entreprises maritimes. Celles-ci nécessitent des montages financiers entre banques et souverains de sorte à partager les risques et les bénéfices.

Le rapprochement des intérêts privés et des intérêts des monarques s'opèrent, mais conduisent à certaines déconvenues tant les besoins de financements des monarchies deviennent abyssaux et la tentation du financement des déficits publics par la création monétaire devient pratique courante.

Le développement du crédit sous ses différentes formes constitue une étape majeure dans le processus de dématérialisation de la monnaie, à la condition que

le crédit accordé dans le temps, à une monnaie, une personne, une institution demeure permanent, sinon la monnaie symbolique, immatérielle, connaîtra un échec.

Il faudra attendre la fin du XIX^{ème} siècle pour que la monnaie fiduciaire s'impose. Les raisons de ce retard, relèvent autant de la pratique et que de la théorie.

En France, deux expériences monétaires audacieuses mais en définitive malheureuses vont fâcher les français avec la monnaie fiduciaire, la première est celle de John Law en 1716, la seconde est celle des assignats de la Révolution Française.

En Grande-Bretagne, les débats théoriques et pratiques sur la monnaie fiduciaire voient le triomphe des thèses de Ricardo.

Au cœur de ces expériences et débats, émerge le problème de la mesure de la monnaie et de la masse monétaire.

1. Les expériences malheureuses françaises.

a) Les billets et le système de Law

John Law (1671 – 1723) financier écossais, s'installe à Paris en 1715, à la tête d'une importante fortune dont pour partie, il a hérité, l'autre partie provient du jeu et d'opérations financières.

Il s'intéresse aux causes de la richesse des nations et affirme qu'elle réside dans l'abondance et dans la rapidité de circulation des signes monétaires.

Mais contrairement aux mercantilistes, il considère que la monnaie de métal freine l'essor économique de part sa rareté et sa cherté. Il préconise l'adoption de la monnaie de papier.

Lorsqu'il s'installe en France, le règne du Roi Soleil a coûté aux finances publiques. Le Régent doit faire face à une situation financière et économique désastreuse. Comment maintenir les dépenses de la cour et de l'Etat sans augmenter des impôts déjà très élevés ?

Law apporte au Régent la réponse, de façon très simple et très persuasive.

Puisque l'on manque d'argent, il suffit d'en fabriquer. Comment ? Avec du papier.

Dix ans plus tôt, il avait publié divers opuscules où il avait développé ses idées.

Dans son ouvrage, *"Money and Trade considered with a Proposal for supplying the Nation with Money"*, (1705), il développe un ensemble de thèses remarquables sur la monnaie pour son époque. Il se défend d'être un visionnaire, ce qu'il est pourtant.

Il y affirme :

"Rien n'est plus propre à remplir la fonction de la monnaie que le papier :

- 1° On le compte et le transporte plus facilement,
- 2° La matière ne coûte rien ou presque rien "

Lorsqu'on lui fait valoir que son projet a été rejeté par toutes les cours d'Europe et donc jamais mis en pratique, il répond habilement :

"Mais une nature sage ne doit point se déterminer par l'exemple à suivre ou à rejeter sans examens (...) On peut en conclure avec raison, que la nature de la monnaie n'a pas encore été bien comprise ".

Il rappelle aux adeptes de la monnaie métallique que l'or et l'argent connaissent d'importantes variations dans leurs cours en fonction de leur abondance ou rareté et ajoute :

"Le papier monnaie que je propose a une meilleure valeur que l'argent ".

Il rappelle que :

"Le commerce et le nombre des peuples qui sont la richesse et la puissance d'un Etat, dépendent de la quantité et de la conduite des monnaies ".

A ceux qui craignent une surémission de papier monnaie, il répond :

"La monnaie est dans l'Etat ce que le sang est au corps humain. Sans l'un, on ne saurait vivre, sans l'autre on ne saurait agir ".

Il achève de persuader le Régent en lui déclarant :

"Ce grand royaume serait l'arbitre de l'Europe (...). Je produirai un travail qui surprendra par les changements qu'il portera en faveur de la France, des changements plus forts que ceux qui ont été produits par la découverte des Indes ou par l'introduction du crédit ".

Le Régent a lu les écrits de Law, il apprécie le centralisme de son système monétaire, les facilités de trésorerie qu'il propose sans la levée d'impôts nouveaux et sans privations pour le Royaume. De plus, ses marges de manœuvres s'avèrent quasi nulles, pourquoi ne pas tenter cette expérience qui permet de ne pas entreprendre une réforme très risquée, celle des impôts. Il lui accorde donc sa confiance.

Law ajoute :

"Le succès de ce projet ne dépendra pas du hasard, il est fondé sur les vrais principes, la confiance doit nécessairement suivre cet établissement, et par ma conduite de cette grande affaire, je porte le crédit du Roy et de l'Etat plus haut que le crédit d'aucun Etat n'a jamais été. Je ne suis pas visionnaire, si Votre Grandeur agrée mon projet, il produira tous les bons effets que je me suis proposé ".

Lettre du 26 juillet 1715.

Œuvres complètes, tome 2. Mémoires sur les banques et le commerce 1715.

Les années fastes

Le 7 mai 1716, les lettres de patentes du Régent autorisent la création d'un nouvel établissement de crédit dite Banque Générale. Il s'agit d'une société par actions, dont le capital s'élève à 6 millions de livres tournois, divisé en 1200 actions de 5000 livres. Law souscrit le quart du capital sur sa fortune personnelle. Les actions de la Banque sont payables pour un quart en espèces et le reste en billets d'Etat c'est-à-dire en créances publiques. La banque de Law rachète la dette publique.

Conscient de l'intérêt pour le trésor public de cette opération, le Régent élargit les opérations de la Banque Générale, avec le change, l'escompte, la collecte des dépôts des particuliers et l'émission de lettre payables à vue chez les directeurs des monnaies en France et à l'étranger au cours du change en vigueur.

La Banque Générale reçoit aussi l'exclusivité de l'émission de billets à parité fixe en métal. Les billets de Law n'ont pas cours légal car nul n'est forcé de les accepter. Mais comme ils sont payables au porteur selon une règle de change fixe, ils peuvent être utilisés comme instrument de paiement des échanges.

C'est la première fois, en Europe, qu'une masse de papier monnaie sous forme de reconnaissance de dette de la banque, est mis à disposition du public.

Law met en confiance les porteurs de billets en limitant strictement leur émission et en assurant leur parfaite convertibilité en métal, alors que les mutations monétaires détournent le public des autres formes de monnaie.

Law tient ses promesses car ses billets ont une valeur constante garantie alors que les fluctuations des cours des métaux précieux déprécient ces derniers.

En avril 1717, Law a gagné son premier pari puisque ces billets se sont généralisés dans la circulation monétaire en se substituant au métal. Ses billets sont pris comme argent comptant pour le paiement des impôts. Les comptables du Roi les adoptent.

En décembre 1717, Law réalise deux tours de force :

Le premier est le versement d'un dividende substantiel aux actionnaires de la banque, présidée par le Régent.

Le second est la réévaluation du billet par rapport au métal. Tous vérifient par la pratique, la promesse faite par Law. Le papier monnaie qu'il propose à une meilleure valeur que le métal.

Le Régent, les courtisans et la population dans son ensemble, manifestent alors une totale confiance dans ses billets et sa banque. Law est perçu comme un expert des affaires monétaires.

Le 4 décembre 1718, la Banque Générale devient Banque Royale, le Régent devenant le seul propriétaire de toutes les actions de la banque. Elle devient banque d'Etat, et l'émission des billets s'opère par arrêt de conseil d'Etat, signés par le trésorier du Roi.

Les billets de Law ont acquis un tel crédit qu'ils sont systématiquement préférés au métal.

En décembre 1718, circulaient 12 millions de billets, en janvier 1719, 18 millions et en février 38 millions.

Le 24 décembre 1719, le conseil d'Etat a relevé le plafond d'émission de 59 millions à un milliard.

La masse de billet émis et en circulation dépasse largement son encaisse métallique.

Cette surémission de papier n'a rien de préoccupant, tant que les utilisateurs conservent une confiance absolue dans les billets qui bien que créés à partir de rien deviennent leurs propre garantie.

Mais Law sait que le risque existe d'une perte de confiance ou d'un doute dans la capacité du remboursement métallique du papier.

C'est pourquoi, il faut écarter cette éventualité, en trouvant un moyen pour immobiliser l'excès de papier émis.

Si les biens et les services, ne suffisent plus à l'utilisation du papier monnaie, pour éviter la dévalorisation de ce papier monnaie, il faut qu'il y ait autre chose à acheter.

La réponse de Law s'avère une nouvelle fois géniale, puisqu'il propose de procurer de nouveaux produits à acheter, en provenance du commerce avec les colonies, à partir de sociétés commerciales créées avec l'excès de papier monnaie.

Au billet de banque, il propose une autre immobilisation, un autre type de papier, des titres de propriétés, en d'autres termes des actions.

Le papier monnaie achète d'autres papiers, des titres de propriétés.

Les détenteurs de billets de banque les convertissent en actions de sociétés commerciales maritimes.

Ces compagnies maritimes arment des navires, qui à chaque retour d'expédition apportent des épices, des pierres précieuses du tabac, des métaux précieux etc. Le financement du commerce à partir de cette monnaie fiduciaire donne naissance à une contre partie réelle avec des biens échangeables et payables en dans cette monnaie. Ces actions sont non seulement bien sûr cotées sur le marché mais aussi ne cessent de s'apprécier.

Il s'agit alors d'un véritable ensemble, un véritable système, où la monnaie de papier, devient un instrument de crédit, qui sert au financement d'activités économiques selon une logique financière.

Nous avons ici le premier exemple européen, d'un montage monétaire et financier.

Il s'agit du système de Law, le mot système devant être pris selon son étymologie grecque, à savoir ensemble intégré.

En quatre ans, Law a assaini les déficits publics, relancé le commerce et accéléré la colonisation de l'Amérique du Nord et des Indes.

La construction de navires marchands est relancée. Des manufactures s'ouvrent à Versailles, Lyon, Arles et Sète.

Des travaux publics sont entrepris avec le creusement de canaux. Le commerce, l'industrie et tous les secteurs économiques connaissent une phase de prospérité économique sans précédent.

Les Hollandais et les Anglais s'inquiètent des prodiges de ce magicien dont ils avaient refusé les propositions et qui est en train de consolider l'empire colonial français.

A la fin de l'année 1719, Law est à son apogée.

Les actions de sa compagnie sont cotées dix fois leur prix initial. Il a absorbé la compagnie des Indes, détient le monopole du commerce avec la Chine et le Sénégal.

Il a même obtenu, comble de l'ironie, le monopole de la frappe de la monnaie métallique alors qu'il souhaite sa disparition.

Mais si une partie de la population a fait de Law, son idole, une minorité agissante prépare sa déchéance.

En effet, Law s'est fait beaucoup d'ennemis.

Il y a certes, les puissances étrangères qui considèrent son action comme nuisible à leur propre expansion mais il y a surtout les ennemis de l'intérieur qui voient d'un très mauvais œil les conséquences sociales et patrimoniales de ces opérations financières.

Toutes les classes sociales ont appris à spéculer. La cour déserte Versailles pour s'installer au Palais Royal afin de se rendre aisément rue Quincampoix, siège de la Banque pour spéculer.

Les serviteurs et les valets réalisent des placements très avantageux au point de rivaliser voire même de dépasser la fortune de leur maître. Les nouveaux riches quittent leur condition grâce à la spéculation financière.

Certains considèrent cette destruction de l'ordre social comme très dangereuse pour le pouvoir monarchique, inconscient car largement impliqué et bénéficiaire pour l'instant.

D'autres fustigent l'effondrement des valeurs, le règne de l'argent facilement gagné sans effort et l'effondrement de la moralité publique.

A ce sujet, Montesquieu, par *ses Lettres Persanes* fournit une illustration exemplaire de cette hostilité avérée. Il y dénonce la profonde crise morale, politique et financière que traverse la France à l'époque.

Les jugements de ses observateurs persans s'avèrent des plus sévères, dans la lettre 151, Montesquieu leur fait dire :

"On voit les mœurs se corrompre tous les jours (...) " "Le vieux eunuque qui est à présent à notre tête est un imbécile, à qui l'on fait croire tout ce qu'on veut " (6 mai 1719).

Dans la lettre 146, il ajoute :

"J'ai vu naître soudain dans tous les cœurs, une soif insatiable de richesses. J'ai vu se former en un moment une détestable conjuration de s'enrichir, non par un honnête travail et une généreuse industrie, mais par la ruine du prince, de l'Etat et des concitoyens(...). Quel plus grand crime que celui que commet un ministre lorsqu'il corrompt les mœurs de toute une nation, dégrade les âmes les plus généreuses, ternit l'éclat des dignités obscurcit la vertu même et confond la plus haute naissance dans les mépris universel ".

Les critiques de Montesquieu portent sur la responsabilité ou l'irresponsabilité des hommes politiques dans le bouleversement de l'ordre social avec des nouveaux riches qui ont fait leur fortune sur la spéculation financière.

La faillite du système de Law

La confiance dans le système de Law va progressivement s'éroder. Les critiques nourrissent le doute et deux secousses majeures vont ruiner la confiance.

La première secousse enregistrée par le système de Law, se produit lorsque le Prince de Condé, suite à une brouille avec Law, convertit ses actions et billets en or. Il quitte la Rue Quicampoix avec 14 millions en sac d'or. Le trouble est conséquent pour le public qui s'interroge et perd confiance.

La seconde secousse arrive lorsque le 30 décembre 1719, l'assemblée générale des actionnaires de la compagnie des Indes, fixe sur proposition de Law à 40% le montant du dividende sur un nominal de 500 livres soit un dividende de 200 livres ($200/500 = 40\%$).

Or, comme chaque action cote non pas à 500 livres tournois mais à 10 000 livres tournois, le montant du dividende rapporté à cette somme est de 2% ($200/10\ 000 = 2\%$).

Il y a un constat simple qui s'impose : l'impossibilité de rémunérer 600 000 actions capitalisées à 5 milliards à 40%.

Les ennemis de Law dénoncent l'imposture. Les caricatures et les pamphlets fleurissent.

Le doute s'installe, la perte de confiance génère la peur, la peur se transforme en panique. Le cours des actions s'effondre face aux ventes massives, la conversion des actions en papier monnaie débouche sur une demande massive de conversion des billets en métal. La ruée vers les guichets commence.

Law va défendre avec courage son système en inventant toutes les parades toujours en vigueur aujourd'hui, en pareilles circonstances.

Il instaure des délais pour les opérations de remboursement et de conversion, impose un cours forcé pour les billets, autorise la convertibilité des coupures de 10 à 100 livres, déclare inconvertible celle de 1000 et 10 000 livres.

Mais la déroute du système tourne au désastre. Paris est au bord de l'émeute. Law s'enfuit ruiné.

Le 17 juillet 1720, la banque royale suspend les paiements, le papier monnaie tombe au dixième de sa valeur et est refusé pour le règlement des impôts.

Un gigantesque autodafé de billets et des actions de Law est organisé par des gouvernants qui rejettent la responsabilité du désastre financier sur Law.

La morale de cette histoire

La monarchie française ne se relèvera pas de cette banqueroute financière. Les revers de fortune concernent toutes les classes sociales à divers degrés pour certaines, c'est la ruine, toute leur fortune ayant été placée dans les actions ou les billets de Law.

La défiance des Français face au papier monnaie, va les conduire à préférer les monnaies métalliques et l'avance acquise lors de cette expérience va provoquer un profond retard dans l'usage de la monnaie fiduciaire.

La confiance du peuple français face au billet mettra du temps à être recouvrée, le traumatisme se transmettant entre les générations.

Le jugement de l'histoire sur John Law doit pourtant être mesuré, contrairement à celui de Montesquieu où il considère cet étranger comme un escroc dans la Lettre 106, il écrit :

"L'étranger a tourné l'Etat comme un fripier tourne un habit " .

En effet, cette expérience a relancé durablement l'économie française, par l'expansion du commerce, des industries, la mise en valeur des colonies, la renaissance de la marine marchande et de guerre.

Elle a apuré la dette publique sans lever des impôts nouveaux.

Elle a montré que le papier pouvait sous certaines conditions être un substitut parfait au métal.

Même si Law a échoué, il a échoué de peu. Il lui manquait un outil pertinent de mesure et donc de contrôle de la création monétaire.

Il lui manquait aussi une définition d'objectifs de politique monétaire en adéquation avec la politique économique de l'Etat.

Enfin il lui manquait une institution monétaire, organisée de sorte qu'au pouvoir de la création monétaire s'oppose celui de la gestion des réserves de métaux.

Aux pouvoirs il fallait opposer des contrepouvoirs.

Il a affronté l'ouragan de la spéculation haussière puis baissière contre il est encore aujourd'hui particulièrement difficile de lutter.

Law a sans doute été un précurseur de génie en matière financière et monétaire, venu trop tôt dans un monde pas assez mûr pour ses audaces ou ayant déjà entamé une lente agonie.

b) La révolution française et les assignats

Avec la Révolution Française, les capitaux fuient la France. Les banques étrangères ont rapatrié les avoirs et les émigrés en quittant la France emportent leur or et leur argent. Face à la pénurie de numéraire, l'Assemblée constituante nationalise les biens de la noblesse et du clergé, domaines, terres et biens immobiliers.

En décembre 1789, il est décidé de gager ces biens avec des titres de propriété en papier.

On assigne alors une certaine valeur à ce papier monnaie représentant des arpents de terre d'où la dénomination d'assignats.

Le support physique du papier monétaire n'est plus un métal précieux mais un bien immobilier.

Face aux besoins de financement exigés par les guerres intérieures et extérieures, la valeur de ces biens est sans cesse réévaluée pour accroître l'émission d'assignats. L'assignat subit progressivement une défiance monétaire.

Le troc réapparaît et des marchés parallèles voient le jour. Comme l'usage de l'assignat est imposé sous peine de mort, se développe un marché officiel de biens où circulent des marchandises rares, donc chères et souvent de mauvaise qualité. A l'inverse, sur le marché parallèle où les échanges sont réglés en or et en argent, se trouvent les biens de bonne qualité.

En sept ans, la Révolution a multiplié par vingt la masse monétaire en fabriquant pour 45 milliards de francs d'assignats soit 15 fois plus de volume de papier que pendant le système de Law.

L'inflation monétaire contribue à l'instabilité politique et à achever l'expérience révolutionnaire.

Bonaparte avec la première campagne d'Italie, va ramener du blé, de l'or et de l'argent. Ainsi la France est sauvée du marasme économique et l'inflation enrayée. Les Français ont à nouveau du pain et du pain de bonne qualité. Les parlementaires et les fonctionnaires sont à nouveau payés avec une monnaie au pouvoir d'achat stable.

Les assignats disparaissent de la circulation monétaire et sont même brûlés.

La monnaie métallique redevint la monnaie de règlement et la monnaie de papier abandonnée pour au moins un siècle.

Napoléon en créant la Banque de France en 1800, et par sa réforme monétaire, stabilisera la valeur de la monnaie. Ayant compris, l'arme économique redoutable qu'est l'inflation, il va tenter de ruiner les finances anglaises, par la raréfaction de la quantité de biens disponibles avec l'instauration du blocus continental. C'est maintenant le tour de la Grande-Bretagne d'affronter les problèmes monétaires et l'inflation.

2. Les controverses monétaires britanniques

Les controverses monétaires britanniques se déroulent pendant la période des guerres napoléoniennes.

La Grande-Bretagne aide financièrement ses alliés lors des différentes coalitions contre Napoléon et les réserves d'or de sa Banque Centrale diminuent alors que la circulation du papier monnaie augmente.

Ayant jusqu'alors émis des billets selon la règle de la stricte proportionnalité par rapport aux encaisses métalliques, la diminution de ses encaisses et l'augmentation simultanément de la quantité de papier émis, provoquent quelques problèmes, sans commune mesure avec ceux rencontrés par la France.

Mais la Banque d'Angleterre doit fermer ses guichets et refuse la conversion du papier en métal. Le Parlement vote le cours forcé. L'alerte s'avère suffisamment grave pour que les économistes s'en émeuvent.

Lors de ces controverses, David Ricardo va définitivement asseoir sa primauté parmi ses pairs de la finance, de la banque et de l'économie.

Sa réputation de Courtier à la City est établie comme "market-marker "ou "jobber ".

Spéculateur de haut vol, il rachète des titres à un cours pour les revendre à un cours plus élevé mais à la différence de l'agent de change qui touche une commission pour ses conseils sans courir le moindre risque, Ricardo supporte tous les risques et empêche tous les gains.

A 25 ans, sa fortune est constituée. Obligé de s'établir à son compte à 22 ans, en raison de son mariage, avec une jeune fille n'ayant pas recueilli l'assentiment paternel mais surtout maternel. Il a brillamment fait fructifier le pécule remis par ses parents pour solder un héritage auquel il n'a pas droit en raison de son choix matrimonial.

A l'âge de 44 ans, Ricardo possède un patrimoine de plus d'un million de livres sterling soit environ 100 millions de nos euros actuels. Il est avec Keynes mais loin devant lui, le plus grand financier parmi les économistes.

Sa vocation d'économiste vient en 1799, à l'âge de 27 ans, quand il découvre dans une librairie *la Richesse des Nations*, dont la lecture le passionne. Il ambitionne alors de devenir économiste avec l'aide de ses amis et parmi ceux-ci sont contradicteur préféré Malthus.

Les problèmes monétaires caractérisent la période de 1797-1821, l'inflation, la dépréciation de la livre par rapport à l'or, l'inflation galopante de 1808, donnent l'occasion à Ricardo de s'illustrer en proposant une analyse monétaire fondée sur une théorie, la théorie quantitative de la monnaie.

Deux controverses successives vont animer, les pratiques monétaires et bancaires britanniques.

La première est celle des controverses bullionistes

La seconde est celle de la Currency School et de la Banking School.

a. Les controverses bullionistes

La parution en 1810, du fameux "Bullion Report " allait cristalliser deux camps. Les adeptes de ce rapport sur le lingot et ses détracteurs, les premiers prenant le nom de bullionistes et les seconds d'antibullionistes.

La question posée consistait à savoir si l'inflation britannique avait une origine monétaire.

Les bullionistes développaient la thèse de l'inflation monétaire alors que les anti-bullionistes faisaient valoir des causes non monétaires, comme la rareté des biens, consécutive au blocus continental, l'augmentation des coûts, coûts des matières premières, coûts de transports, et coûts de production.

Mais très vite, la cause de l'inflation monétaire fut privilégiée et la controverse fit rage entre les bullionistes modérés dont le chef de file était Henri Thornton et les bullionistes rigides dont le porte parole était David Ricardo.

Si l'origine monétaire de l'inflation était entendue, il fallait identifier la responsabilité des autorités monétaires dans ce mécanisme.

Les bullionistes modérés expliquaient l'inflation par un excès de crédit et par l'instabilité de la demande de monnaie. Faisant valoir une création monétaire endogène, les autorités monétaires créent de la monnaie en fonction de la demande. Comme cette demande se révèle particulièrement instable, en période de crises, de troubles, la préférence pour la liquidité varie fortement, engendrant des problèmes d'ajustements pour l'offre de monnaie.

A cette forte volatilité de la demande s'ajoutait une pénurie de la quantité de biens disponibles, les mauvaises récoltes et la plus grande difficulté à s'approvisionner en raison du blocus continental.

Les brusques variations de la quantité de monnaie et la réduction de la quantité de biens, expliquaient l'inflation.

En totale opposition avec cette thèse, Ricardo fustige le rôle des autorités monétaires au comportement laxiste. Ricardo, développe la thèse de la création monétaire exogène.

La banque centrale impulse le mécanisme de création monétaire. Si elle met à disposition de l'économie une quantité de monnaie supérieure à ses besoins, elle génère une inflation monétaire.

Faute d'avoir une quantité de biens proportionnelle à la quantité de monnaie, le pouvoir d'achat de la monnaie se déprécie et pour acquérir une quantité de biens, une quantité de monnaie plus importante est nécessaire.

La surémission de billet face aux réserves d'or disponibles, a conduit à la dépréciation de l'étalon monétaire.

Le retour à la convertibilité or de la livre, convertibilité suspendue avec la Bank restriction act (1799) constitue pour Ricardo, la seule mesure adaptée pour combattre l'inflation.

Il suffit alors de laisser faire le mécanisme d'autorégulation de l'étalon or et de gérer de façon rigoureuse la monnaie fiduciaire.

Le mécanisme théorique développé par Ricardo est alors le suivant :

Une situation inflationniste génère une perte de compétitivité de l'économie britannique qui enregistre une balance commerciale déficitaire et une balance des capitaux déficitaires. La conséquence de ces deux déficits est la sortie d'or de Grande-Bretagne. La chute des encaisses métalliques s'amorce.

La masse monétaire se contracte et l'offre de monnaie est bornée par des encaisses or en diminution.

La rareté de l'or provoque une hausse de sa valeur en Grande-Bretagne.

Face à une demande de monnaie supérieure à l'offre, les taux d'intérêt augmentent. En proposant des taux d'intérêt très rémunérateurs, la Grande-Bretagne redevient attractive et les capitaux entrent à nouveau. Le déficit de la balance des capitaux se résorbe.

La contraction de la masse monétaire sans diminution de la quantité des biens disponibles provoque une valorisation du pouvoir d'achat de la monnaie et donc une baisse des prix britanniques.

L'économie britannique retrouve sa compétitivité interne et externe, le déficit commercial se résorbe aussi.

Dans l'hypothèse d'excédents, l'entrée d'or provoque un accroissement de la masse monétaire donc de l'inflation.

Selon Ricardo, à terme l'économie convergera vers l'équilibre. Ricardo développe cette thèse dans trois lettres publiées dans *le Morning Chronicle*¹

Il devient alors expert auprès de la Commission des finances du Parlement où il va désormais siéger de mai 1819 jusqu'en 1823.

¹ Ricardo D (1809-1811) *Ecrits monétaires*. Association des amis du musée de l'Imprimerie et de la Banque. Lyon (1991)

Il intervient pour la première fois à la chambre des communes, le 24 mai 1819 sur la reprise de la convertibilité or de la livre, mesure proposée par PEEL et d'inspiration ricardienne.

Les questions portent alors sur le taux de conversion, les procédés réglementaires à adopter et sur le degré de liberté à accorder à la Banque centrale en matière d'émission de monnaie fiduciaire.

Les controverses bullionistes des années (1809-1811) se transforment en une controverse sur les principes devant régir l'émission monétaire.

Faut-il réglementer ou non cette émission ?

Deux écoles vont alors s'affronter, l'école de la circulation monétaire, Currency school à l'école bancaire, Banking school.

La première considère que la circulation monétaire doit être encadrée et réglementée, thèse avancée et défendue par Ricardo.

La seconde considère que le secteur bancaire doit rester libre en matière d'émission, thèse soutenue par Tooke et Fullarton.

Pour expliquer leur position respective, chaque école met à jour un "principe", le "banking principle" entre le "currency principle". La traduction littérale du mot "principe" en principe s'avère réducteur car elle écarte le sens de loi, la loi économique, monétaire, inhérente au système économique ou la loi juridique qui organise le système. Les termes de la controverse sont alors posés.

b. La controverse entre la banking school et le currency school

L'école bancaire, favorable à la liberté d'émission des billets, fonde son analyse sur un principe très simple.

La banque centrale émet ses billets à partir de ses réserves d'or selon une parité fixe. La demande de monnaie fiduciaire des agents provoque cette émission de monnaie. L'offre répond à la demande.

Cette demande de monnaie de papier est exprimée par des agents qui pour des raisons de commodité ou autres, préfèrent le papier à l'or, sachant qu'ils ont une totale confiance dans ce papier en permanence convertible à un taux fixe.

La demande de monnaie fixe la quantité de billets à émettre, il ne peut donc y avoir surémission.

Ainsi il n'est pas nécessaire d'encadrer et de réglementer cette émission. En laissant faire la banque, l'adéquation entre l'offre et la demande se fera sans problèmes.

Comme cette demande de monnaie correspond et est destinée aux besoins de l'industrie et du commerce, les besoins de l'économie, de la sphère réelle sont avérés. Alors la sphère monétaire y répond sans contrainte, librement.

L'émission et la circulation des billets obéissent à une autorégulation économique et monétaire, loi du reflux, exposée par Adam Smith ainsi :

"La masse totale de papier de toute espèce qui circule dans un pays ne peut jamais excéder la valeur de la monnaie d'or et d'argent dont la monnaie de papier tient lieu et qui circulerait si les billets n'existaient pas (...) S'il arrivait en effet que le papier en circulation excédât ce montant (...), il reviendrait immédiatement aux banques pour y être rechangé en or ou en argent. "

La Richesse des Nations.

Ainsi la Banque Centrale ne peut émettre un volume exagéré de billets sous peine de ne pouvoir honorer ses remboursements en cas de demande de conversion.

Pour l'école bancaire, la création monétaire obéit à un mécanisme endogène, où la Banque Centrale répond aux besoins de l'économie. Il n'y a donc pas de risques de surémission monétaire car la proportionnalité entre les quantités de biens rapportés aux prix et la monnaie est préservée.

C'est la quantité de biens à produire ou échangés qui nécessite cette création monétaire.

Pour les effets de commerce, il suffit de laisser la Banque choisir ses conditions d'escompte pour adapter le volume monétaire au volume des affaires.

Les affaires dictent la monnaie.

Pour l'école de la circulation monétaire, le "currency principle " prévoit :

- La couverture intégrale en or de toute l'émission fiduciaire. Chaque billet émis a ou doit avoir sa contrepartie métallique. Dès lors, toute augmentation de la circulation monétaire est subordonnée à un accroissement des réserves d'or, gage de la valeur de ce papier monnaie.
- Les billets sont émis par le Trésor, sous la responsabilité de l'Etat.
- Une émission légèrement supérieure de papier par rapport aux encaisses, pourra être tolérée de façon exceptionnelle et conjoncturelle selon un plafond maximum fixe et garanti par l'Etat.

Dans ce schéma, la création monétaire est subordonnée aux encaisses métalliques, seul moyen de créer de la monnaie.

La découverte de mines d'or ou l'entrée d'or par des excédents commerciaux deviennent les seuls moyens pour émettre plus de monnaie.

L'activité économique est mise sous tutelle ainsi que les banques et la banque centrale.

Cette fois-ci, c'est la monnaie qui dicte l'économie.

Les thèses ricardiennes vont une nouvelle fois l'emporter, avec le vote en 1844, des lois sur la monnaie et les billets ("Currency and Bank notes Acts ").

L'Or devient le pilier du système monétaire britannique, étalon or, qui face à la rigidité des règles de conversion de la livre sterling se transforme en Etalon Sterling.

Comme la livre sterling a une valeur constante face à l'or, elle va s'imposer comme monnaie internationale jusqu'à la veille de la première guerre mondiale.

Ricardo avait compris le premier, que des règles strictes, lisibles, compréhensibles de tous et observées, procurent la confiance nécessaire à toute monnaie.

Par contre, le débat entre l'endogénéité ou l'exogénéité de la création monétaire restait en suspens.

C. Seconde forme de la dématérialisation de la monnaie :

La monnaie scripturale.

La monnaie scripturale du latin *scribere* : écrire, est une monnaie écrite, le paiement s'opère par l'inscription d'une écriture dans le compte géré par la banque au crédit ou au débit.

Il s'agit d'enregistrer les opérations monétaires par des jeux d'écriture, selon le système comptable en vigueur.

Les paiements par chèque ou par ordre de virement illustrent cette monnaie écrite. Ainsi la monnaie scripturale recouvre l'ensemble des avoirs bancaires détenus par les agents économiques.

Le développement de cette monnaie au public s'avère relativement récent même si dès l'Antiquité nous trouvons déjà la notification sur des papyrus des versements de blé livrés à Pharaon.

En effet, le développement de ce type de monnaie repose sur un certain nombre de facteurs qui ne seront totalement réunis qu'à la fin du 19^{ème} siècle.

Le développement du commerce, de l'industrie et du capitalisme est soumis à de strictes restrictions d'émission.

Pour contourner cet obstacle, les banques et les entreprises optent pour la monnaie scripturale, réservée alors à une élite économique et sociale.

Le développement de ces jeux d'écritures va reléguer les controverses monétaires sur les billets aux oubliettes.

Cette monnaie est une monnaie de banque, créée par un simple jeu d'écriture.

Au 19^{ème} siècle, le secteur bancaire a connu une métamorphose. Les banques d'affaires et d'investissements devenant des banques de dépôts et des banques commerciales.

La transformation et l'intermédiation bancaires vont devenir la spécialité de ces banques, capables de financer les besoins de l'économie à partir des dépôts, les dépôts faisant alors les crédits.

Il s'agit de prêter aux uns, les dépôts des autres, selon certaines garanties.

Dans certains cas, il s'agit de prêter aux uns, de la monnaie de banque, c'est-à-dire sans disposer d'un dépôt préalable. Mais l'absence total de risques conduit la banque à financer le crédit bancaire demandé sans disposer d'une contrepartie car son remboursement est assuré.

L'art du banquier consiste alors à savoir gérer les risques.

Le 19^{ème} siècle voit aussi se développer une épargne populaire. L'épargne se démocratise et le développement des caisses d'épargne et de prévoyance à l'initiative du patronat paternaliste, cultivant l'épargne au rang des vertus pour s'assurer contre les aléas de la vie.

Des dépôts s'opèrent donc dans des établissements bancaires, dignes de confiance pour les épargnants.

Le 19^{ème} siècle voit se concrétiser les efforts de l'instruction publique qui par le travail de ses « hussards noirs de la République », les instituteurs et les institutrices, élèvent l'acquisition des savoirs et l'instruction de la population. Celle-ci sait désormais au moins lire, écrire, et compter. Elle est en mesure de comprendre les mécanismes subtiles et abstraits des opérations bancaires et d'utiliser les produits des banques.

La condition première de l'utilisation d'un chéquier est de savoir lire, écrire et compter de sorte à rédiger convenablement le chèque et d'émettre un montant inférieur aux avoirs bancaires du compte tiré.

Pour rendre compte du développement de cette monnaie scripturale, il nous suffit de quelques chiffres pour la France.

Au 19^{ème} siècle son usage est quasi-inexistant et reste très marginal.

Au début du 20^{ème} siècle, elle représente 30% de la masse monétaire.

Au début du 21^{ème} siècle, elle représente 90% de la masse monétaire.

Les 10% restants, représentent la monnaie fiduciaire 7% et la monnaie métallique 3%.

La monnaie est aujourd'hui écrite et ces jeux d'écritures sont désormais informatisés et renforcés par les paiements par carte bancaire ou paiements électroniques.

Le temps de la "planche à billets "source de la surémission monétaire est aujourd'hui bien révolu.

La création monétaire est désormais scripturale et passe par des supports électroniques, nouvelle forme de la monnaie.

D. Troisième forme de la dématérialisation de la monnaie :

La monnaie électronique.

La monnaie électronique constitue la dernière forme dans ce processus de dématérialisation de la monnaie.

Cette nouvelle forme ne va pas d'ailleurs sans bouleverser ses fonctions et les acteurs qui la gèrent.

En effet, perçue au travers de la carte bancaire, du système des cartes bleues ou du réseau des eurocard, mastercard, ces cartes présentent la particularité de satisfaire aux trois fonctions habituelles de la monnaie.

Elles permettent aussi d'ajouter la fonction de crédit, d'une part parce qu'elle peut régler un montant supérieur aux encaisses disponibles sur le compte mais aussi selon le type de carte différer le débit.

La confusion dans les esprits est telle que le public assimile parfois les initiales "C.B.", pour carte de crédit ou carte bleue, alors qu'il s'agit de celles de carte bancaire, mais la carte bancaire est aussi une carte de crédit.

Nous assistons aussi au développement d'une multitude de cartes non bancaires mais ayant les mêmes attributs.

Le secteur de la grande distribution a investi ce champ et peut à terme devenir un dangereux concurrent pour les banques commerciales.

Le développement du commerce électronique produit aussi le développement induit de son moyen de paiement, le paiement électronique.

L'accroissement des échanges via Internet, qu'il s'agisse du "Business to Consumer " "B 2 C ", le commerce destiné au consommateur, ou du "Business

to Business " "B 2 B ", le commerce entre entreprises, génèrent de nouvelles pratiques monétaires.

Le consommateur qui passe commande d'un produit via le site commercial de l'entreprise peut régler son achat pour un paiement électronique où grâce à un cryptage des données bancaires, il règle sans avoir eu recours à un support physique, un numéro de carte ou de compte, un code secret et l'opération est effectuée.

Le chèque électronique tendra à terme, à se développer. L'acheteur adressera un chèque électronique à sa banque en indiquant les coordonnées et le montant à créditer.

Les tentatives de porte-monnaie électronique vont aussi se développer mais la garantie de succès repose sur l'extension des bornes de paiement chez les commerçants et un coût d'utilisation incitatif.

La sécurité des transactions constitue un élément fondamental pour l'utilisation de cette nouvelle forme de monnaie, de sorte que les utilisateurs lui accordent la même confiance que celle qui est réservée aux autres formes de monnaie.

Cette approche historique de la dématérialisation de la monnaie, nous a montré les différentes étapes franchies qui nous amènent aujourd'hui à la forme la plus accomplie de la dématérialisation puisque la monnaie électronique permet la disparition totale du support matériel.

La condition récurrente à l'utilisation de toute monnaie peu importe son support reste bien sûr la confiance.

Les métamorphoses de la monnaie dans ses formes et ses fonctions ne sont pas sans poser des problèmes de comptabilisation, de mesure et de contrôle de la masse monétaire au travers d'agrégats précis qu'il a fallu redéfinir régulièrement point que nous allons désormais aborder.

III – DEFINITION DE LA MONNAIE A PARTIR DES AGREGATS MONETAIRES.

Comme nous l'avons vu précédemment, les autorités monétaires doivent alimenter l'économie en monnaie pour satisfaire aux besoins de moyens de paiement et de financement de celle-ci.

L'adéquation entre les besoins en monnaie de l'économie et la quantité de monnaie à émettre s'avère une mission particulièrement délicate à remplir par la Banque Centrale et le secteur bancaire.

En effet, trop de monnaie émise et les risques inflationnistes réapparaissent, avec les risques d'une défiance monétaire, pas assez de monnaie émise, la rareté faisant la cherté, les risques de déflation se font jour.

Ayant très vite compris, les enjeux de cette gestion, de cette optimisation de la quantité de monnaie, les autorités monétaires, se sont dotées d'agrégats, grandeurs monétaires visant à mesurer la masse monétaire selon ses différentes formes, de sorte à gérer au mieux la création ou la destruction de monnaie.

Mais malgré cet outil de gestion, la mesure reste problématique, car les habitudes d'utilisation de la monnaie par le public peuvent changer selon les périodes et la rapidité de conversion dans ses différents supports, peuvent troubler voire fausser la comptabilisation.

L'analyse économique en matière monétaire ne peut affirmer sans prendre partie d'un point de vue théorique, si c'est l'offre de monnaie qui détermine la demande ou l'inverse. En effet, comme nous aurons l'occasion de le développer ultérieurement, trois conceptions de la monnaie s'affrontent en économie, qui induisent leur conception de l'offre et de la demande de monnaie.

Il y a la conception de la monnaie neutre "fluide", où la monnaie est considérée comme un instrument d'échange, sa seule utilité réside dans cette fonction. Les agents économiques rationnels n'ont aucun motif, objectif ou subjectif de détention.

A très court terme, la détention de monnaie se justifie pour la synchronisation des échanges. A long terme, cette détention n'a pas de sens, car cette monnaie placée rapporte un intérêt et donc se transforme en épargne. Cette thèse est largement partagée par les "classiques" et les "néo-classiques".

Les économistes qui adhèrent à la théorie quantitative de la monnaie, font valoir une thèse différente, en affirmant la non neutralité de la monnaie et sa nécessaire neutralisation.

Un accroissement de la quantité de monnaie génère pour ceux-ci systématiquement de l'inflation. C'est pourquoi, l'offre de monnaie doit être réglementée strictement de sorte à neutraliser la monnaie. Ainsi elle deviendra effectivement neutre. Les monétaristes partagent ce point de vue.

Les économistes qui présentent la monnaie comme non neutre et donc active, développent une théorie faisant valoir les qualités spécifiques de la monnaie. Nous qualifierons cette théorie monétaire de théorie qualitative de la monnaie impulsée par Alfred Marshall, développée par Arthur Cecil Pigou, avec l'équation dite de Cambridge et parachevée avec le concept de préférence pour la liquidité de Keynes. Nous parlons aussi de la théorie du portefeuille qui place la monnaie au sein de la gamme des actifs financiers objet d'un arbitrage.

La masse monétaire détenue par les agents est détenue selon Keynes pour trois motifs. Le motif de transaction, dépend du volume des dépenses des agents et du niveau général des prix. Le motif de précaution renvoie à l'utilisation de la monnaie pour faire face à des dépenses imprévues. Elle rassure face à l'incertitude et aux aléas. Ce motif de préférence de la liquidité consiste alors à sacrifier des opportunités de gains pour la thésaurisation, plutôt que d'acheter des titres financiers, les agents conservent de la monnaie.

Cette conservation s'explique aussi dans une logique d'arbitrage entre des gains actuels et des gains futurs. Les perspectives de rendement anticipé et l'évolution des risques laissent apparaître des gains futurs substantiels. Afin de profiter des gains à venir, les agents préfèrent détenir de la liquidité. Le moment venu, ils achètent les produits financiers adéquats. Le motif de détention de la monnaie est donc lié à la spéculation.

La monnaie est ici détenue dans le cadre d'un arbitrage avec les autres actifs disponibles. Ainsi plus les rendements actuels des actifs non monétaires (actions, obligations, titres etc.) seront élevés, plus la détention de monnaie pour ce motif sera faible.

Le taux d'intérêt apparaît ici comme le taux qui récompense la renonciation à la liquidité et non le taux qui récompense l'épargne. Les keynésiens adhèrent à cette approche de la monnaie.

La demande de monnaie dépend de différents facteurs que nous allons détailler.

Le premier facteur à prendre en compte concerne les habitudes d'utilisation de la monnaie selon ses différentes formes.

La monnaie scripturale s'impose dans la plupart des pays développés. La diffusion du chèque s'est opérée par une diminution de l'importance relative de la monnaie fiduciaire.

Cette substitution est avérée en France. En Allemagne, le phénomène est moins évident, car lors de la création de l'euro, la coupure de 500 euros a été émise pour tenir compte de l'habitude de consommateurs allemands, qui utilisent la monnaie fiduciaire fréquemment pour régler leurs achats quel que soit le montant.

Les titres interbancaires de paiement (TIP) qui donne le droit au débiteur de prélever la somme due sur le compte progressent dans leur utilisation.

De même, la progression la plus significative dans les paiements est celle de la carte bancaire.

Mais les changements d'habitudes s'opèrent à long terme, ce dont l'offre de monnaie doit avoir conscience.

Le second facteur déterminant la demande de monnaie concerne le niveau des dépenses et des prix.

Plus le niveau des dépenses dans une économie est élevé, plus les agents demandent de la monnaie pour effectuer leurs transactions. En situation de croissance, les besoins de liquidités sont donc élevés.

De même, il faut mentionner cette relation triviale entre prix et monnaie, plus les prix sont élevés, plus il faut mentionner cette relation triviale entre prix et monnaie, plus les prix sont élevés, plus il faut de monnaie pour effectuer les échanges.

Le passage à l'euro, a révélé ce phénomène aux agents de cette zone monétaire. La plupart d'entre eux suite au taux de conversion fixe, ont vu leur revenu monétaire divisé par ce taux, mais parallèlement les prix ont été divisés du même taux. Nous considérons comme un phénomène marginal à court terme, les effets d'arrondis et la hausse de prix opérés par certains qui profitant de la désorientation passagère des consommateurs, ont profité de l'occasion pour majorer leur prix.

Il faut aujourd'hui moins de monnaie pour acheter le même panier de consommation qu'il n'en fallait avant l'euro.

Le troisième facteur qui influe sur la détention de monnaie renvoie à l'arbitrage entre monnaie et placements.

Cette détention est fonction de l'offre de placements de sa diversité, du degré de liquidité de ces placements, de leur niveau de rémunération net, c'est-à-dire après l'impôt.

La capacité de transformation d'un produit financier en monnaie ajoute à la rapidité de conversion d'un actif financier en monnaie. Ainsi, la masse monétaire peut subitement augmenter face à la vente massive de certains produits, ce qui perturbe l'offre de monnaie.

De même, les variations des taux d'intérêt peuvent engendrer une variation de la demande de crédit ou de titres. La politique fiscale peut avoir des incidences majeures sur les arbitrages entre les actifs financiers eux-mêmes et les actifs non financiers. Elle provoque alors des modifications de la demande de monnaie. Une défiscalisation totale ou partielle accordée aux placements immobiliers induira de nouveaux arbitrages, rendant la détention de titres, d'actions de telles ou telles sociétés, moins rémunératrice.

D'autres facteurs exogènes peuvent aussi influencer sur la demande de monnaie. Une forte croissance économique, des perspectives de gains élevés sur certains marchés financiers, ou marchés de l'immobilier, peuvent engendrer des oscillations majeures de la demande.

Pour faire face à de telles variations, les autorités monétaires se sont dotées d'agrégats visant à percevoir au mieux les besoins en monnaie de l'économie, mais aussi visant à piloter au mieux cette demande.

Comme nous l'avons vu, la monnaie n'a jamais cessé d'évoluer, dès lors les principes de construction des agrégats monétaires ont périodiquement été révisés. Depuis le début des années 1980, ils ont été redéfinis à trois reprises par une réforme en 1986, puis en 1991 et une refonte totale a eu lieu avec l'harmonisation monétaire consécutive à la mise en place de l'euro.

Nous n'allons pas faire ici l'historique de l'évolution de la définition des agrégats mais exposer ceux qui président à la gestion monétaire actuelle.

Les agrégats monétaires de la zone euro sont au nombre de trois, M1, M2, M3.

Ils fonctionnent comme ont toujours fonctionné les agrégats monétaires, c'est-à-dire de façon imbriquée M3 intègre M2 et M2 intègre M1, à la manière de poupées russes.

Trois notions fondamentales, les définissent :

➤ **La notion du secteur émetteur de monnaie**

Il s'agit des Institutions Financières Monétaires résidentes (IFM) qui émettent de la monnaie, il y a donc :

- ✓ La Banque Centrale Européenne (BCE)
- ✓ Les Banques Centrales Nationales (Banque de France, Bundesbank etc.)
- ✓ Les établissements de crédits et autres institutions, comme les fonds de placements collectifs de type monétaire, de type OPCVM, Organisme de Placements Collectifs de Valeurs Mobilières, qui émettent des titres à court terme négociables comme les SICAV Société d'Investissement à Capital Variable ou des FCP, Fonds Communs de Placement, portefeuille de valeurs mobilières extrêmement liquides.

➤ **La notion de secteur détenteur de monnaie**

Il s'agit des IFM non résidentes qui détiennent de la monnaie européenne.

➤ **La notion des exigibilités des IFM**

Il s'agit de caractériser les exigibilités en fonction de leur caractère monétaire ou non.

Dans quelle mesure des supports détenus par les IFM sont capables de se transformer en monnaie ?

Ainsi nous obtenons trois agrégats :

M1 : La monnaie au sens strict, billets et pièces et dépôts à vue, le degré de liquidité est total et l'exigibilité immédiate.

M2 : Agrégat intermédiaire, il englobe M1 et tous les dépôts pouvant être rapidement transformés sans coût en moyens de paiement et les engagements à court terme, moins de deux ans, dont la transformation en monnaie est stipulée à l'échéance du contrat (dépôt à terme). L'exemple des livrets (livrets d'épargne A, populaire etc.) pour la France correspond aux dépôts disponibles sans coût, donc très liquides.

M3 : Agrégat de référence, englobe M2 et les instruments négociables émis à court terme qui s'apparentent à des actifs financiers ne comportant pas ou peu de risques en capital et aisément transformables en monnaie.

Ces agrégats mesurent la quantité de monnaie détenue par les Agents Non Financier (ANF), est exclue de cette mesure, la monnaie détenue par les non-résidents et les institutions financières.

La création monétaire est alors mesurée par le taux de croissance de l'agrégat M 3, pour l'ensemble de la zone euro. Ainsi la BCE détermine une valeur de référence en pourcentage, qui indique la valeur objectif de sa politique monétaire.

Cette valeur est fixée en fonction :

- Des objectifs de croissance du PIB des pays de la zone,
- De la vitesse de circulation de la monnaie,
- De l'évolution du niveau général des prix

Pour poursuivre notre développement, il nous faut envisager désormais successivement le modus operandi de la création monétaire et celui de la politique monétaire, chose que nous allons faire dans les deux séquences à venir.

Séquence 2 :

La création monétaire et ses mécanismes.

« L'importance de la monnaie découle essentiellement du fait qu'elle constitue un lien entre le présent et l'avenir. »

J.M. Keynes

Introduction : Qu'est que la création monétaire ?

Le processus de création monétaire consiste à transformer des actifs non monétaires en actifs monétaires.

Il s'agit de l'acte de monétisation d'un actif réel ou financier, des créances ont été transformées en moyens de paiements.

Ce processus va de pair avec celui de la destruction monétaire, qui est l'opération inverse c'est-à-dire l'opération de démonétisation d'un actif ou d'une créance. Il ne s'agit pas d'une destruction physique de monnaie mais d'une restitution de la monnaie.

Pour illustrer notre propos, prenons l'exemple d'un ménage ou d'une entreprise qui sollicite auprès d'une banque commerciale, un prêt pour une opération immobilière d'un montant de 100 000 euros.

En accordant un prêt bancaire de ce montant, la banque va jouer son rôle d'agent intermédiaire. Elle peut financer ce prêt à partir des dépôts collectés, ou à partir de ses avoirs propres ou demander un financement auprès de la Banque Centrale ou encore auprès des marchés financiers.

Le choix de la source de financement fera l'objet d'un arbitrage, selon une logique coûts/avantages, d'un point de vue monétaire et non monétaire, risques divers, coûts d'intermédiation, coûts de transactions etc.

Si le choix d'un financement par la Banque Centrale est opéré, il y a création monétaire. Il y a création de monnaie dite centrale, monnaie en provenance de la Banque Centrale émise à destination de la banque commerciale en question.

Cette monnaie centrale reçue par la banque commerciale est alors utilisée par celle-ci pour octroyer le prêt bancaire sollicité.

Si la durée de ce prêt est de 10 ans, une fois la période écoulée, le ménage ou l'entreprise parvient au terme de son plan de remboursement de ses mensualités et solde son emprunt, à savoir le montant dû et les intérêts.

Le remboursement désormais effectué, la création monétaire opérée dix ans plus tôt, a été détruite par un simple jeu d'écritures comptables qui soldent les comptes entre le créancier et son débiteur.

Mais avant d'envisager le solde définitif du prêt, reprenons l'opération au début, lorsque le ménage achète sa maison, ou l'entreprise son local, le montant emprunté est versé au vendeur du bien immobilier.

Ce dernier par un très heureux hasard et surtout pour la simplification de notre exemple, détient un compte bancaire dans la banque qui a prêté cette somme aux acheteurs.

Notre vendeur décide de confier cette somme à cette banque pour une durée de 10 ans. Il épargne la somme dont il laisse la gestion à la banque pour la faire fructifier selon les produits financiers les plus avantageux. La banque dispose donc à nouveau de cette somme pour effectuer une opération de prêt à un tiers.

Ainsi 1 euro de monnaie centrale crée, peut donner naissance à 2 ou 3 ou 4 ou x euros de crédit bancaire, selon un mécanisme de multiplication.

Une fois les crédits remboursés, la monnaie créée disparaît.

Ainsi la variation de la masse monétaire se présente comme la résultante de flux continus de création et de destruction de monnaie.

Nous pouvons dès à présent indiquer le lien immédiat entre instrument monétaire et instrument financier. En effet, dans notre exemple, si le ménage a fait l'acquisition d'une maison dont la valeur monétaire au moment de la vente est de 100 000 euros, dix ans après cette valeur monétaire peut avoir doublé ou triplé. Qu'il s'agisse de sa résidence principale ou secondaire, l'opération d'un point de vue financière apparaît très vite rentable, car il y a acquisition d'un élément d'actif valorisant le patrimoine du ménage.

Ainsi au fil du temps, la frontière entre actifs financiers, instruments de crédits et instruments monétaires, n'a cessé de se déplacer. Elle est devenue de plus en plus floue.

Sans doute John Stuart Mill avait-il perçu cette évolution lorsqu'il définissait la monnaie ainsi :

"Le pouvoir d'achat d'un individu à un moment donné se compose : premièrement de l'argent qu'il a en poche, deuxièmement de la monnaie qu'il a en dépôt chez un banquier et des créances payables à vue qu'il possède et troisièmement de tous les crédits dont il pourrait disposer ".

Principles of political economy.

Les facteurs qui permettent alors de départager un actif selon sa nature monétaire ou financière, renvoient :

- à son degré de liquidité : croissant ou décroissant,
- à son degré de risque : faible ou élevé en perte en capital,
- à l'institution qui le gère.

La création monétaire jadis

Jadis, la création monétaire s'opérait à partir des réserves d'or, selon des règles de couverture totale ou partielle.

Les billets émis, avaient soit leur poids en or, correspondant aux réserves en banque, soit seuls 70% ou 80% des billets avaient leur exacte couverture en or, le pourcentage non couvert en métal, étant jugé acceptable par les autorités monétaires, voire encouragé par les autorités politiques.

Seul l'accroissement des réserves d'or pouvait entraîner un accroissement de la création monétaire fiduciaire.

Mais ces billets dont l'or, constitué la source de la création et la contrepartie de la masse monétaire créée, pouvaient être déposés puis retirés à vue par leurs propriétaires.

Ces billets mis à disposition des banques, pouvaient y rester et n'être plus utilisés soit parce que leurs détenteurs désiraient les placer, soit parce qu'ils

préféraient utiliser un autre support monétaire : le chèque, la monnaie, scripturale.

En utilisant ces encaisses monétaires en les plaçant ou en les prêtant, la banque devenait l'agent de la création monétaire scripturale car elle pouvait sous certaines règles prudentielles, prêter plus qu'elle n'avait d'encaisses fiduciaires.

La création monétaire aujourd'hui

A partir des années 1970, des changements radicaux et irréversibles sont intervenus en matière monétaire. L'or a été démonétisé et ne sert plus comme contrepartie à l'émission monétaire.

Les années 1980, ont profondément changé l'environnement monétaire et financier. La dérégulation des marchés monétaires et financiers, leur désintermédiation et leur déréglementation, ont considérablement réduit le pouvoir d'intervention des banques centrales nationales.

Les "3D " ont manqué l'ère de la globalisation des marchés monétaires, des marchés des changes et des marchés financiers.

Consciente des nouvelles contraintes imposées par ce contexte, l'Union Européenne a opté pour une union monétaire, seule méthode pour retrouver une autonomie monétaire face à la globalisation.

Cette période a été aussi marquée par l'émergence des banques de second rang comme acteur central de la création monétaire. Si jadis, les dépôts faisaient les crédits, aujourd'hui les crédits font les dépôts car la déréglementation a des capacités de financement ou de refinancement échappant à l'aval des banques centrales.

Mais les innovations financières mettent les banques à l'épreuve de la libéralisation financière. En effet, la désintermédiation a mis à mal les banques, avec la mise à disposition par les marchés financiers, des financements très concurrentiels ainsi que des produits d'épargne très attractifs.

Faire des crédits et collecter les dépôts, spécificités de l'intermédiation bancaire, ne constituent plus les domaines réservés des banques.

La création monétaire échappe donc pour partie aux banques. La dématérialisation de la monnaie avec la monnaie électronique aujourd'hui

amorce une dynamique dans laquelle la gestion et la création monétaire vont être le fait d'autres acteurs.

Plan de la séquence :

I. Le schéma d'ensemble et les acteurs de la création monétaire.

II. Etude détaillée du processus de création monétaire : la monnaie centrale, multiplicateur de crédit et diviseur de crédit.

I.- LE SHEMA D'ENSEMBLE ET LES ACTEURS DE LA CREATION MONETAIRE.

De nombreux acteurs interviennent dans le processus de création monétaire, mais tous ne jouent pas le même rôle et ne détiennent pas le même pouvoir de création.

Ce schéma peut être appréhendé à partir du paradigme du marché.

Sur le marché monétaire se rencontrent l'offre et de la demande de monnaie. Mais il ne s'agit d'un marché basique, car certains demandeurs peuvent aussi être des offreurs. Ainsi une banque commerciale peut à la fois offrir du crédit bancaire et demander les moyens pour le financer.

Pour certains, les marchés monétaires et financiers sont supposés représenter les archétypes parfaits du paradigme de concurrence pure et parfaite. En effet, les informations sont censées être connues de tous, tout le temps. Les intervenants y jouent le rôle de simples atomes. Les capitaux parfaitement mobiles circulent librement et les monnaies sont homogènes.

Or l'étude de ces marchés d'un point de vue empirique et théorique conduit à relativiser grandement la pertinence de ces suppositions.

Peut-on considérer une Banque Centrale comme un simple atome alors que son pouvoir monétaire lui confère des prérogatives que les autres agents n'ont pas ?

Peut-on faire l'hypothèse d'une information parfaite lorsque certains opérateurs disposent de plus d'informations et de meilleure qualité ? Ces mêmes praticiens des marchés possèdent de par leur pratique et leur expérience, une aptitude certaine à interpréter et à décrypter leur évolution. Ne sont pas payés pour cela ?

L'asymétrie d'information est alors patente. Ces mêmes opérateurs deviennent alors des intermédiaires indispensables au sens de la théorie de l'agence, pour prendre les meilleures positions pour gérer les changes ou les portefeuilles.

Peut-on faire raisonnablement l'hypothèse que toutes les monnaies se valent lorsque certaines sont systématiquement utilisées comme « habitat préféré » pour le règlement des échanges ?

Il y a donc une offre de monnaie et une demande toutes deux polymorphes révélant la complexité du marché monétaire.

Pour appréhender cette réalité, nous allons prendre les relations monétaires établies par les agents économiques et envisager les relations qui entraînent le mécanisme de la création monétaire.

La création monétaire fait intervenir :

- Les ménages et les entreprises,
- Les banques commerciales de second rang,
- La banque centrale,
- Le trésor public, émanation de l'Etat,
- Les marchés financiers des changes.

Envisageons maintenant les relations monétaires qui s'établissent dans ce schéma :

a) Les relations entreprises - ménages et banques de second rang :

Les entreprises et les ménages demandent aux banques de second rang :

- des instruments de paiements, pièces, billets, chèques, cartes bancaires,
- des devises,
- des crédits bancaires.

Ils immobilisent leurs liquidités sous la forme de dépôts à vue.

Les banques de second rang répondent à cette demande diverse en offrant les instruments de paiements et en offrant les crédits bancaires nécessaires au financement des besoins de l'économie mais certaines conditions.

Mais comme les banques ne constituent plus le seul intermédiaire possible, les ménages et les entreprises peuvent solliciter d'autres intermédiaires ou

directement les marchés financiers. A titre d'exemple, nous pouvons illustrer notre propos ainsi :

Les compagnies d'assurances proposent des produits d'assurance vie, certaines officines des crédits à la consommation et des cartes de crédit, certaines institutions des crédits ciblés, crédits pour l'immobilier, la grande distribution propose des cartes de paiements, des crédits à la consommation, autant d'exemples empruntés au quotidien.

Mais paradoxalement, la désintermédiation en ouvrant les possibilités d'une finance directe a élargi le champ d'action des banques et rendu leur intermédiation encore plus nécessaire.

En effet, une économie de marché financier donc désintermédiée correspond souvent à des agents qui possèdent déjà d'énormes capacités d'autofinancement ou à des institutions financières très spécialisées capables de répondre à des financements pour des segments de marché très fins.

D'autre part, certaines opérations très médiatisées ont montré combien les opérateurs des marchés financiers hésitaient à s'engager sur des projets à long terme très incertains. L'exemple du financement du tunnel sous la Manche suffit à prouver les insuffisances de la finance directe pour des projets d'infrastructures de ce type.

Les banques jouent un rôle crucial dans le financement de l'économie, car elles peuvent fournir des liquidités très importantes et des moments précis sans disposer d'une épargne préalable.

Par leur création monétaire sans contreparties immédiates, donc ex nihilo, elles avancent les liquidités nécessaires par une évaluation des risques en cours.

Cette injection de monnaie demandée pour être dépensée, génère un revenu et produit un effet multiplicateur sur l'ensemble de l'économie. Cette démonstration, Keynes l'avait réalisée en précisant qu'au plan macroéconomique, l'investissement ne se sera jamais entravé par un manque d'épargne mais par un manque de monnaie.

Mais si les banques constituent des market maker en matière de liquidités. Elles ont acquis en statut parce qu'elles garantissent les dépôts et qu'elles font l'objet d'un encadrement spécifique par la banque centrale, par l'observation d'une réglementation prudentielle, dont les réserves obligatoires, les ratios prudentiels font partie qui encadrent les opérations de transformations et d'intermédiations financières.

La sécurisation du système bancaire, ainsi assurée, la confiance des agents est alors acquise et comme nous savons qu'en matière financière, qui désire gagner beaucoup doit risquer beaucoup les agents qui éprouvent une aversion face aux risques, préféreront une rémunération de leurs dépôts bancaires inférieurs à celle qu'ils auraient pu avoir en choisissant certains actifs sur les marchés financiers.

Les banques de second rang constituent donc un maillon très fort de la création monétaire, car ce pouvoir acquis dès le XIXème siècle puis renforcé au XXème siècle avec la bancarisation des économies, constitue son cœur de métier.

Une banque commerciale possède un ensemble d'informations sur ses clients qui non seulement lui permet de les classer selon leur degré de risque mais aussi de répondre au mieux à leurs besoins. En fonction de leur situation du moment, elle sait quel type de produits peut être proposé à sa clientèle.

Cette clientèle se décompose en trois pans, [les particuliers](#), l'ensemble des ménages, [les petites entreprises](#), les artisans, les commerçants, part importante de l'activité économique appelés généralement dans le vocabulaire bancaire "les professionnels " et [les entreprises](#) où il s'agit des grosses entreprises et même de firmes multinationales. Ces agents peuvent soit avoir des besoins de financement, soit dégager les capacités de financement dans les deux cas, la banque répond à ces besoins, en offrant une ligne de crédit pour le financement du projet, ou en captant les dépôts.

La capacité du chargé clientèle à analyser les informations disponibles, en fait non seulement un gestionnaire du compte mais un interlocuteur particulier pour le développement du patrimoine ou de l'activité économique des agents.

Les banques de second rang se trouvent donc en relation avec les marchés financiers et leur autorité de tutelle, la banque de premier rang, la banque centrale dans la création monétaire.

Envisageons successivement ces relations.

b) Les relations marchés financiers et banques de second rang

Une fois de plus, les relations qui s'établissent sont des relations de dépendance réciproque. Si certains ont caressé le secret espoir de rendre les banques non indispensables avec la désintermédiation, les faits les ont largement contrariés.

La banque a besoin des marchés financiers et réciproquement. Les banques connaissent bien le fonctionnement des marchés, ont accès à des informations qu'elles savent décrypter. Cette position asymétrique, leur donne un avantage pour intervenir à moindre coût.

Ainsi en matière de financement ou de couverture de risques, la banque peut prêter seule ou elle peut proposer un montage pour un financement faisant intervenir plusieurs autres banques ou encore faire appel au marché par l'émission d'actions ou d'obligations.

Un financement par le crédit bancaire génère une création monétaire s'il n'y a pas de contreparties, le recours au marché obligataire ou aux actions consiste à capter des liquidités disponibles.

Son implication peut être variable, simple courtier rémunéré à la commission, ne prenant aucun risque ou ayant conçu le montage et l'introduction en bourse à un cours convenu.

Les banques interviennent aussi sur le marché des changes, soit comme simples courtiers où il s'agit d'acheter ou de vendre des devises pour des clients, soit comme gestionnaire de compte de dépôts en devises, car l'entreprise concentre l'essentiel de son activité à l'international et souhaite disposer des liquidités permanentes en devises, soit par des opérations de couverture contre les risques de change.

Prenons l'exemple d'une entreprise européenne comme Airbus. Son principal concurrent est Boeing. Les prix des avions sont libellés en dollar américain. Mais la comptabilité d'Airbus est exprimée en euros, le coût de revient d'un avion aussi.

Pour éviter que les fluctuations du taux de change entre le dollar et l'euro, ne pénalisent l'activité d'airbus, l'entreprise minimise les risques par des opérations de couverture sous-traitée à sa banque.

Cette banque gère donc l'incertitude des changes et les risques inhérents. Ainsi lorsque les entreprises européennes génèrent des excédents commerciaux avec

des pays hors zone euro. Les devises obtenues peuvent, soit alimenter les réserves de changes et en tant que créances sur l'extérieur et servir à la création monétaire, soit être vendues contre de l'euro, ayant pour effet d'apprécier le taux de change de l'euro face à la devise vendue.

Mais ces opérations s'opèrent en étroite relation avec la banque centrale.

c) Les relations entre la banque centrale et les banques de second rang.

Avant d'envisager les relations entre ces deux types acteurs majeurs de la création monétaire, il nous faut définir leur contexte d'intervention.

L'économie monétaire dans laquelle, ils opèrent, peut soit être une économie d'endettement, soit une économie de marché financier.

L'économie d'endettement est une économie caractérisée par un fort degré d'intermédiation et donc de finance indirecte. Les intermédiaires financiers, bancaires ou non, jouent un rôle prédominant dans la création monétaire.

Les banques constituent l'intermédiaire prioritaire du financement de l'activité économique et entretiennent des relations étroites avec la banque centrale qui joue le rôle de financeur ultime, de dernière instance, qualifié de "prêteur en dernier ressort."

La politique monétaire de la banque centrale privilégiée dans ce cas, réside dans une régulation quantitative des liquidités, du crédit et de la création de monnaie centrale.

L'économie de marché financier se caractérise par une finance directe, désintermédiée, où les banques ne jouent plus un rôle crucial. L'accès direct au marché par les agents ou par des organisations de gestion collective de l'épargne permet la levée de fonds pour le financement de l'activité des entreprises. Ce mode de financement de l'économie caractérise une pratique anglo-saxonne.

La multiplicité des canaux de création rend la régulation monétaire, particulièrement délicate voire impossible. C'est pourquoi, cette régulation s'opère alors par les taux d'intérêt déterminés par la confrontation entre les offreurs et les demandeurs de capitaux.

La Banque Centrale intervient sur le niveau des taux d'intérêt en achetant ou vendant des titres négociables et notamment des titres publics. Ainsi en raréfiant l'offre, la banque centrale contribuera à l'élévation des taux d'intérêt

inversement en les vendant de sorte à ce qui soient abondants, elle fait baisser le niveau des taux d'intérêt. Il s'agit d'une politique dite d'open market. La monnaie crée, vise alors à financer les dépenses publiques ou les créances sur l'extérieur en devises.

Un autre facteur contextuel majeur à prendre en compte est celui de l'indépendance de la banque centrale face au pouvoir politique. En effet, l'histoire monétaire est jalonnée de liaisons dangereuses entre le pouvoir monétaire et le pouvoir politique, le second ayant régulièrement la tentation de manipuler le premier afin de créer de la monnaie pour financer ses déficits publics.

Les risques inflationnistes deviennent alors très élevés, les anticipations des agents, les intègrent et la monnaie est l'objet d'une certaine défiance. Pour éviter cette situation et ses conséquences, l'indépendance apparaît comme une garantie de séparation des pouvoirs et conforte la crédibilité des autorités monétaires. Cette indépendance est à la fois organisationnelle et opérationnelle.

La politique budgétaire dépend du gouvernement, la politique monétaire de la banque centrale, il n'y a pas de subordination entre les deux et la mise en œuvre de la politique monétaire, son dispositif, le choix des moments d'interventions incombe complètement au gouverneur de la banque centrale.

La Banque Centrale n'est pas un atome sur le marché monétaire et financier. Elle vise au contraire à l'orienter, à le réguler voire même le surveiller. Ainsi, elle possède des prérogatives exclusives.

Seule la banque centrale possède le monopole de l'émission de la monnaie métallique et fiduciaire. Elle n'a pas de relation directe avec les ménages et les entreprises, sauf dans des situations précises. Face au surendettement, elle interdit l'usage des instruments de paiements, chèques, cartes et veille à l'apurement des dettes. Elle étudie précisément l'évolution conjoncturelle de l'économie afin de prévoir les besoins en monnaie.

Elle exerce sur le secteur bancaire, une mission de réglementation et de surveillance, visant bien sûr la légalité et la prudence des opérations effectuées.

La Banque Centrale émet de la monnaie centrale à destination des banques de second rang. Ce canal de la création monétaire est un vecteur de la régulation de la liquidité bancaire, pouvoir important de la banque centrale possible grâce à son monopole en matière d'offre de monnaie centrale.

La monnaie centrale est offerte et demandée sur le marché interbancaire, entre la banque centrale, les banques de second rang et les établissements de crédit.

Emise exclusivement par la Banque Centrale, la monnaie centrale est constituée de billets et d'avoirs en compte déposés en réserve par les banques auprès de la Banque Centrale.

Les banques de second rang et les établissements de crédit se trouvent quotidiennement en situation d'excédents ou de déficits. Elles offrent ou demandent de la monnaie centrale sur le marché interbancaire sur des échéances très courtes, 24 heures, une semaine, un mois.

Les taux d'intérêt pratiqués dépendent de la durée, pour 24 heures, il s'agit du taux du jour le jour appelé le "JJ", en plus précisément dans la zone euro, Eonia (Euro OverNight Index Average, taux moyens pondérés sur une journée) ou au-delà de l'Euribo (European Intebank Offered Rate) taux à terme jusqu'à un an.

Ainsi la Banque Centrale peut, soit agir sur la quantité de monnaie centrale mise à disposition, soit sur le prix de la monnaie centrale.

Lorsqu'elle décide de créer de la monnaie centrale, parce qu'elle estime que la liquidité bancaire est insuffisante, elle achète des titres qu'elle paie en monnaie centrale, ce qui provoque une hausse de prix des titres, une augmentation des liquidités disponibles et donc une baisse des taux d'intérêt sur le marché interbancaire, et donc une baisse des taux directeurs (taux plancher et taux plafond qui encadrent "le JJ").

Il y a alors une augmentation du crédit disponible. La masse monétaire a augmenté du montant de la monnaie centrale émise.

Inversement, la Banque Centrale peut retirer de la monnaie centrale en vendant des titres, et ainsi réduire les liquidités, le crédit, freiner la masse monétaire voire entraîner une destruction de monnaie.

Comme la quantité de monnaie offerte, est fixée par la Banque Centrale, c'est le prix de monnaie, le taux d'intérêt qui varie.

Cette politique monétaire est appelée politique de base monétaire. En fixant son offre de base monétaire Mo , la Banque Centrale impose aux banques de second rang et aux établissements de crédits d'ajuster leurs réserves au volume de leurs prêts.

La création monétaire relève alors d'un accroissement de liquidités mises à la disposition des banques de second rang selon des techniques d'assouplissement quantitatif appelées "quantitative easing" (facilités quantitatives).

Lorsque les Banques Centrales décident d'agir sur les taux d'intérêt, elle opte pour une politique monétaire dite de taux. Elle fixe le prix de la monnaie centrale à partir des taux directeurs.

La Banque Centrale adapte l'offre de monnaie centrale en fonction de la demande. Ainsi, pour les demandes exprimées au taux plancher, il s'agit d'interventions dites d'open market, destinées à des opérations de refinancement. La procédure est celle de l'appel d'offres, les banques indiquent à la Banque Centrale leurs besoins en monnaie centrale et le taux qu'elles proposent. La banque centrale dispose.

Pour les demandes exprimées au taux plafond, il s'agit d'opérations de refinancement qui visent à aider une banque de second rang en situation de déficit de compensation imprévue. La banque n'ayant pas pu ou su prévoir avec exactitude le montant des paiements au cours d'une journée bancaire. Un "prêt marginal" est accordé au taux plafond.

En jouant ainsi sur le niveau des taux directeurs, la Banque Centrale facilite l'octroi de liquidités ou incite à la prudence.

En développant la pratique des appels d'offres de la banque centrale, par des opérations d'open market, dont à l'origine ces opérations consistaient à acheter ou vendre des titres publics par la banque centrale, elles concernent aujourd'hui toutes les opérations des banques centrales pour des titres publics ou privés, un ajustement particulièrement fin, peut être obtenu entre les besoins en monnaie centrale est disposée à faire.

En effet, en faisant des propositions soit sur les taux que les banques sont prêtes à payer pour obtenir une certaine quantité de monnaie centrale, ou la quantité qu'elles souhaitent en fonction des taux fixés par la banque centrale, la pratique vise à combiner la politique de base monétaire et la politique de taux en fonction des situations.

Mais la création de la monnaie centrale par la banque centrale est enregistrée dans le bilan de la banque centrale.

A l'actif du bilan, nous trouvons les actifs monétaires qui constituent les contreparties de l'émission de monnaie.

Ainsi à partir du bilan simplifié, nous avons à l'actif, les créances sur l'économie et les créances sur l'extérieur : les créances sur l'économie sont les crédits octroyés par la Banque Centrale aux autres banques, comme "banque des banques ", les créances sur l'extérieur sont obtenues à partir des opérations effectuées avec l'étranger et réglées en devises.

Comme les agents économiques résidents demandent le change de ces devises, la Banque Centrale, les échange en émettant de la monnaie, donc en les transformant dans sa propre monnaie.

Ces devises conservées en réserve de change constituent donc une créance sur l'étranger à partir de laquelle a été créée de la monnaie.

Au passif du bilan, nous trouvons la somme des billets et pièces en circulation les réserves bancaires auprès de la banque centrale qui constituent la base monétaire (M_0), la monnaie centrale, monnaie prêtée aux banques, établissements de crédit.

L'actif et le passif s'égalisent obligatoirement.

Comme nous avons pu le voir, la banque centrale constitue un pilier fondamental du processus de création, le prêteur en dernier ressort.

d) Les relations entre la banque centrale et les marchés financiers.

La banque centrale émet la monnaie centrale, elle mène la politique monétaire, veille à la sécurité des paiements, et surveille le système bancaire. Doit-elle aussi assurer la gestion des risques systémiques afin de prévenir le risque de faillite bancaire et financière pouvant aboutir à la faillite de la monnaie ?

La banque centrale doit-elle assurer la fonction au prêteur en dernier ressort (PDR) ?

Cette expression utilisée pour la première fois par Francis Baring en 1797, développée par Henry Thornton en 1802 et complétée par Walter Bagehot en 1873, à propos du rôle de la Banque d'Angleterre, confère à la Banque Centrale un rôle de garant et de sauveteur.

En centralisant les réserves d'or, la Banque Centrale est devenue la détentrice de la monnaie ultime, capable de donner confiance et d'enrayer un mouvement de panique selon Thornton.

Mais couvrir la défaillance d'une banque afin de procéder au sauvetage de celle-ci et ainsi préserver tout le système bancaire, crée un précédent qui peut gêner les banquiers centraux.

En effet, cette opération peut aboutir à une sorte de responsabilisation des banques face aux risques pris. Cette action de sauvetage peut nuire aux objectifs essentiels de la Banque Centrale et accentuer une prise de risque de la part des acteurs.

En cas de problèmes, la Banque Centrale couvrira le risque.

Mais la Banque Centrale possède t-elle la capacité effective de remplir ce rôle face aux marchés financiers actuels ?

Nous développerons cette question ultérieurement, dans la séquence 5, consacrée aux marchés financiers.

II. - ETUDE DETAILLEE DU PROCESSUS DE CREATION MONETAIRE: LA MONNAIE CENTRALE, MULTIPLICATEUR DE CREDIT ET DIVISEUR DE CREDIT

A. Création de monnaie centrale et le multiplicateur de crédit.

Le multiplicateur de crédit s'inspire du multiplicateur de dépenses keynésien, où une dépense initiale (ΔG) génère un accroissement du revenu (ΔY) supérieur à la dépense initiale grâce à k , coefficient multiplicateur : $\Delta G \times k = \Delta Y$.

Le principe de fonctionnement du multiplicateur de crédit est similaire.

La banque centrale émet une quantité de monnaie centrale (ΔMc) mise à disposition des banques de second rang qui va générer une distribution de crédits bancaires entraînant un accroissement de la Masse Monétaire (ΔMM) supérieur à la quantité initiale de monnaie centrale créée.

Un mécanisme de multiplication s'est déroulé et on note m , la valeur du multiplicateur dit multiplicateur de crédit :

$$\Delta Mc \times m = \Delta MM$$

$$\text{ou } \Delta C \times m = \Delta MM.$$

En effet si on note :

ΔMc : la monnaie centrale créée mise à disposition du secteur bancaire, comme cette monnaie va servir à distribuer du crédit bancaire, on peut aussi :

$$\Delta Mc = \Delta C \text{ où}$$

ΔC : correspond aux crédits distribués à partir de la monnaie centrale,

ΔMM : Masse monétaire créée.

M : coefficient multiplicateur, multiplicateur de crédit.

Il s'agit alors de trouver la valeur de m .

ILLUSTRATION DU MECANISME DE MULTIPLICATION DES CREDITS

Supposons que la banque centrale met à disposition la somme de 100 millions d'euros auprès d'une banque de second rang, la banque A.

La banque A va utiliser cette somme pour distribuer de nouveaux crédits aux entreprises et aux ménages.

Une partie de cette somme, une fois prêtée sera détenue sous la forme de billet (30% du montant).

Sur le montant restant, c'est-à-dire $100 - 30 = 70$ millions, la Banque Centrale contraint le secteur bancaire de conserver des réserves obligatoires, supposons 20% de la somme restante soit $70 \times 20\% = 14$ millions.

Ainsi la banque A, à partir des 100 millions a distribué effectivement 56 millions de crédits ($(100 - 30) - 14 = 56$)

Pour simplifier notre exemple, nous supposerons que les crédits distribués par la banque A se retrouve intégralement collecté par la banque B.

Ce qui revient à supposer que tous les clients de la banque A ont acheté un bien à des clients de la banque B, qui une fois en possession de la somme l'ont déposée dans leur banque, la banque B.

Ainsi la banque B se retrouve avec 56 millions de dépôts dont elle va immobiliser à hauteur de 30% en billets soit 16,8, puis 7,84 sont mis en réserve, le reste 31.36 millions sont alors distribués en crédits.

Supposons que cette somme se retrouve intégralement à la disposition de la banque C qui destine 30% aux billets, 9,40. 4,39 aux réserves et 17,57 aux crédits bancaires.

Nous pouvons poursuivre le mécanisme jusqu'à épuisement de la somme des crédits à distribuer.

Ainsi, nous avons :

➤ 1^{ère} étape

BANQUE CENTRALE

ACTIF	PASSIF
Création de monnaie centrale pour la banque A 100	

On sait que $\beta = 30\%$ et $\Omega = 20\%$

➤ 2^{ème} étape

BANQUE A

ACTIF		PASSIF	
Billet	30	Dépôts	100
Réserve	14	Monnaie centrale	
Crédits	56		
TOTAL	100	TOTAL	100

➤ 3^{ème} étape

BANQUE B

ACTIF		PASSIF	
Billet	16,8	Dépôts	56
Réserve	7,84		
Crédits	31,36		
TOTAL	56	TOTAL	56

➤ 4^{ème} étape

BANQUE C

ACTIF		PASSIF	
Billets	9,40	Dépôts	31,36
Réserves	4,39		
Crédits	<u>17,57</u>		
TOTAL	31,36	TOTAL	31,36

Le processus peut être résumé par le tableau suivant :

Périodes t	ΔMc	ΔC	ΔR	$\Delta \beta$
t ₀	100	100	0	0
t ₁	0	56	14	30
t ₂	0	31,36	7,84	16,80
t ₃	0	17,57	4,39	9,40
t _n	0	0	0	0
TOTAUX	$\Sigma Mc = 100$	$\Sigma C = 227,20$	$\Sigma R = 25,70$	$\Sigma \beta = 74,30$

Lorsque l'on poursuit le processus jusqu'à épuisement des crédits, nous constatons que la somme totale des crédits distribués dépasse largement le

montant initial de monnaie centrale créée et qu'à chaque étape du processus, les crédits font les dépôts "loans make deposits".

Il s'agit désormais de trouver l'expression du coefficient multiplicateur de crédit, m de sorte à exprimer la relation suivante :

$$\Delta M_c \times m = \Delta M_M \text{ où } \Delta M_M = \Sigma C$$

$$\underline{m = ?}$$

Avant de poursuivre notre démonstration, il nous faut définir les coefficients β et Ω

β correspond au taux de préférence du public pour la monnaie fiduciaire. Une fraction de la monnaie scripturale créée, va être convertie en billets, ainsi $B = \beta.C$

B = Montant des billets,
 C = Montant des crédits,
 B = part des crédits convertie en billet.

$$\beta = B / C \quad (\beta < 1)$$

Ω correspond au coefficient de réserves bancaires imposé par la banque centrale, fixé proportionnellement au montant des crédits

$$\Omega = R / C \quad , R = \text{réserves bancaires } (\Omega < 1)$$

Ce taux est un outil à disposition de la banque centrale afin de réguler les crédits distribués.

Les coefficients ainsi définis, nous pouvons entreprendre la recherche de la valeur de m en fonction de β et Ω .

Lors de la première étape, nous avons :

$$\Delta M_c = \Delta C_0$$

$$\Delta B_1 = \beta \cdot \Delta C_0$$

$$\Delta R_1 = (\Delta C_0 - \beta \cdot \Delta C_0) \times \Omega$$

$$\Delta R_1 = (\Omega - \Omega \cdot \beta) \cdot \Delta C_0$$

$$\Delta C_1 = (\Delta C_0 - \Delta B_1) - (\Delta R_1)$$

$$= (\Delta C_0 - \beta \cdot \Delta C_0) - ((\Omega - \Omega \cdot \beta) \cdot \Delta C_0)$$

$$= \Delta C_0 \cdot ((1 - \beta) - (\Omega - \Omega \cdot \beta))$$

$$= \Delta C_0 \cdot ((1 - \beta) - \Omega (1 - \beta))$$

$$\underline{\Delta C_1 = \Delta C_0 \cdot (1 - \beta) \cdot (1 - \Omega)}$$

Lors de la seconde étape, nous avons :

$$\Delta C_2 = \Delta C_1 \cdot (1 - \beta) \cdot (1 - \Omega)$$

$$\Delta C_2 = \Delta C_0 \cdot (1 - \beta)^2 \cdot (1 - \Omega)^2$$

Nous pouvons généraliser le raisonnement ainsi :

$$\Sigma C_t = \Delta C_0 + \Delta C_1 + \Delta C_2 + \dots + \Delta C_n$$

$$\Sigma C_t = \Delta C_0 (1 + (1 - \beta) (1 - \Omega) + (1 - \beta)^2 (1 - \Omega)^2 + \dots + (1 - \beta)^n (1 - \Omega)^n)$$

On pose $q = (1 - \beta) (1 - \Omega)$

d'où $\Sigma C_t = \Delta C_0 (1 + q + q^2 + \dots + q^n)$

Il s'agit d'une suite géométrique du type $S_0 = U_0 + U_1 + \dots + U_n$

dont $U_0 = 1$ est le premier terme et dont la raison est $q = (1 - \beta) (1 - \Omega)$

On note $S_n = (1 + q + q^2 + \dots + q^n)$

donc $\Delta C_t = \Delta C_0 \times S_n$

Par définition nous savons que si $q \neq 1$

$$S_n = U_0 + U_1 + \dots + U_n = U_0 \times \frac{1 - q^{n+1}}{1 - q}$$

Avec $U_0 = 1$

Lorsque $|q| < 1$ la suite est convergente et sa limite est $\frac{U_0}{1 - q}$

Dans le cas présent,

$$|q| < 1, \Omega < 1, \beta < 1$$

La suite est donc convergente et sa limite est

$$\begin{aligned} U_0 / (1 - q) &= 1 / (1 - ((1 - \beta)(1 - \Omega))) \\ &= 1 / (1 - (1 - \Omega - \beta + \Omega \cdot \beta)) \\ &= 1 / (1 - 1 + \Omega + \beta - \Omega \beta) \\ &= 1 / (\Omega + \beta - \Omega \beta) \end{aligned}$$

Lorsque n tend vers plus l'infini, nous noterons plus l'infini par : $+\infty$

$$\lim_{n \rightarrow +\infty} S^n = \lim_{n \rightarrow +\infty} \frac{1 - q^{n+1}}{1 - q}$$

Comme $q^{n+1} = 0$
 $n \rightarrow +\infty$

$$\lim_{n \rightarrow +\infty} S^n = \lim_{n \rightarrow +\infty} \frac{1 - q^{n+1}}{1 - q} = \frac{1}{1 - q} = 1 / (\beta + \Omega - \Omega \cdot \beta)$$

Comme $\Sigma C_t = \Delta C_0 \times S_n$

On peut écrire $\Sigma C_t = \Delta C_0 \times 1 / (\beta + \Omega - \Omega \cdot \beta)$

Comme $\Delta C_0 = M_c$ et $\Sigma C_t = \Delta MM$

Nous avons $\Delta MM = M_c \times 1 / \beta + \Omega - \Omega \beta$

$m = 1 / \beta + \Omega - \Omega \beta$: expression du multiplicateur de crédit

Dans l'exemple numérique choisi, les résultats sont donc

$$\Delta MM = 100 \times 1 / 0,3 + 0,2 - (0,2 \times 0,3)$$

$$\Delta MM = 100 \times 1 / 0,44$$

$$\Delta MM = 100 \times 2,27272 \Rightarrow \Delta MM = 227,27 \text{ millions d'€}$$

Ainsi 100 millions d'euros de monnaie centrale ont donné lieu à une distribution de 227,27 millions d'euros de crédits bancaires, le multiplicateur de crédit s'élevant à 2,272.

Une autre lecture est possible, celle du diviseur où $d = 1/m$, $d = 0,44$ ainsi pour obtenir 100 millions d'euros de crédits bancaires, il suffit de créer 44 millions de monnaie centrale.

Restons pour l'instant avec le multiplicateur.

Le multiplicateur de crédit exprime donc la variation de la masse monétaire consécutive à la variation de la monnaie centrale.

La monnaie centrale émise est la base monétaire à partir de laquelle les crédits pourront ou non se multiplier. Si le multiplicateur est égal à l'unité, il est inactif et réduit à sa simple base.

Dans ce cas, la Banque Centrale contrôle l'émission monétaire et limite la création monétaire. La Banque Centrale a une maîtrise absolue de la création monétaire et si besoin en relevant le taux de réserves obligatoires, limite encore la création de monnaie.

Cette approche considère la Banque Centrale comme le principal acteur de la création monétaire, selon une logique exogène. Elle est particulièrement prisée par les économistes monétaristes.

Toutefois, certaines limites doivent être mentionnées. L'aspect pédagogique du raisonnement implique certaines simplifications qui réduisent la portée de celui-ci.

En effet, il y a une reproduction de règles mécaniques de répartition et une logique d'utilisation systématique des dépôts en crédits. Si la préférence pour la monnaie fiduciaire varie, le montant des crédits va varier d'autant, faire l'hypothèse de stabilité de la demande de billets constitue une hypothèse forte. Est-elle toujours vérifiée ?

De plus, il n'y a pas à priori de raisons qui justifient une utilisation systématique des crédits. L'offre de crédit peut ne pas rencontrer une demande de crédits identique au même moment. L'offre ne crée pas forcément la demande.

Seule la banque centrale impulse le mouvement de création monétaire, or nous savons que les banques de second rang répondent aux besoins de l'économie et exprime une demande de monnaie juste suffisante aux besoins enregistrés. Une approche à partir d'un diviseur de crédit pourrait alors s'imposer.

B) Le diviseur de crédit et la monnaie centrale.

Au lieu de considérer les banques de second rang comme des agents passifs de la création monétaire, supposons des banques acteurs de la création monétaire.

Pour pouvoir distribuer les crédits bancaires demandés par sa clientèle, la banque s'adresse à la Banque Centrale et demande une création de monnaie centrale à partir du coefficient s où $d = \Omega + \beta - \Omega \cdot \beta$, sachant que obtenir x millions d'euros de crédits bancaires, il suffit de créer $d \cdot x$ de monnaie centrale, où $d = 1/m$.

Dans ce cas, la création monétaire prend un caractère endogène, la banque de second rang impulse le mouvement et la Banque Centrale devient en quelque sorte une instance qui suit ou accompagne le mouvement.

Les deux conceptions de la création monétaire exogène et endogène se trouvent ici exprimée sans que l'on puisse trancher puisque selon les périodes et les pays, l'une l'emporte sur l'autre et inversement.

Séquence 3 : La politique monétaire.

« Mais si nous sommes tentés de voir dans la monnaie un élixir qui stimule l'activité du système, rappelons-nous qu'il peut y avoir plusieurs obstacles entre la coupe et les lèvres ».

J.M. Keynes, *La Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*.

Introduction : Qu'est que la politique monétaire ?

La politique monétaire fait partie de l'ensemble vaste des politiques économiques qui visent la réalisation d'objectifs macroéconomiques, comme le plein emploi, le maintien de la croissance économique, la préservation de la stabilité des prix ou de l'équilibre extérieure, ou qui cherchent à combattre des problèmes tels que le chômage, l'inflation, les déficits publics et extérieurs.

La politique monétaire s'inscrit donc dans un dispositif général, celui des politiques dites selon conjoncturelles ou structurelles.

Les politiques conjoncturelles cherchent à réguler le cycle économique soit en l'accompagnant, on parlera alors de politiques pro cycliques, ou à l'inverse lorsqu'il s'agit d'intervenir pour combattre un cycle récessif, on parlera de politiques contra cycliques.

Il se pose alors un problème crucial énoncé par les économistes MUNDELL et TINBERGEN, à savoir la compatibilité des objectifs à réaliser et le choix des instruments les plus efficaces pour les atteindre.

A propos de la politique monétaire, Robert MUNDELL se fait plus précis, lorsqu'il présente en 1962, son triangle d'incompatibilité.

En effet, il met en relation le système de changes, les mouvements de capitaux et la politique monétaire et démontre que certaines situations sont incompatibles entre elles.

Ainsi pour mener une politique monétaire autonome, il faut disposer d'un contexte où le système de change est fixe et les capitaux ne circulent pas.

Si le système de changes devient flottant et que les capitaux circulent librement, alors la politique monétaire est contrainte et ne peut plus être autonome, elle ne peut être que concertée.

Toutefois, il ne faut pas oublier de prendre en compte le statut et le rôle de la monnaie considérée. En effet, toutes les monnaies ne se valent pas sur le plan international. Il existe une hiérarchie des devises qui évolue au fil du temps.

De 1944, date de la conférence de Brettons Wood à aujourd'hui, l'évolution de la politique monétaire va suivre la logique développée par MUNDELL.

Dans un contexte de changes fixes et d'immobilité des capitaux, la politique monétaire se présentait comme une politique de régulation de la demande, utilisée dans le cadre de la policy mix, de la combinaison avec la politique budgétaire.

Au début des années 1970, les changes deviennent flottants et au cours des années 1980, les capitaux sont parfaitement mobiles, ce qui va changer profondément la nature de la politique monétaire.

De plus, face aux technologies de l'information qui ont accru la quantité et la qualité des informations disponibles, face à la globalisation des marchés de biens et de services et des marchés financiers, la politique monétaire n'a pas cessé de s'adapter à cet environnement changeant, en redéfinissant régulièrement ces objectifs et ces moyens d'actions.

Mais malgré tous les changements, les grands traits de la politique monétaire demeurent.

Nous pouvons définir la politique monétaire comme l'ensemble des mesures par lesquelles les autorités monétaires, cherchent à rendre la création, la circulation et le stockage de monnaie, compatible avec la réalisation des objectifs monétaires, financiers et économiques définis par ces mêmes autorités et ceux des gouvernants. Ces objectifs sont soit d'ordre interne soit externe.

Lorsque les autorités monétaires sont totalement indépendantes du pouvoir politique ce qui est le cas de la FED (Federal Reserve Board) aux Etats-Unis et de B.C.E (Banque Centrale Européenne), il y a une diarchie en matière de politique monétaire. Il y a aussi potentiellement des risques de conflits d'objectifs entre ceux de politique économique du gouvernement et ceux définis par la Banque Centrale.

La politique monétaire vise prioritairement à assurer à l'économie un niveau optimal de liquidité en garantissant la stabilité de la valeur interne et externe de la monnaie.

Comme le pouvoir d'achat de la monnaie est une fonction inverse, du niveau général des prix, la Banque Centrale va veiller à la préservation du pouvoir d'achat interne de la monnaie et du pouvoir d'achat externe, le taux de change.

Pour garantir le pouvoir d'achat interne, il faut aujourd'hui, non seulement surveiller l'évolution du niveau général des prix à la consommation mais aussi l'évolution du prix des actifs sur les marchés financiers, sur les marchés de l'immobilier etc.

Ainsi le champ d'intervention de la politique monétaire s'est considérablement élargi depuis la seconde guerre mondiale.

Pendant la période des "Trente glorieuses" (1945-1975), elle visait essentiellement à réguler la demande et à contribuer à la réalisation de la croissance et du plein emploi.

A partir de 1975/80, elle contribuait prioritairement à lutter contre l'inflation.

Parallèlement à partir de 1980, elle cherchait à gérer les fluctuations des taux de change, en les stabilisant.

Les années 1990, ont vu l'émergence de nouvelles crises financières. Ces crises financières s'illustraient par des défaillances de paiements, comme en août 1982, lorsque le Mexique demandait un moratoire, pour différer le remboursement du service de sa dette. Les risques de contagion à l'ensemble de la zone sud américaine ont fait courir au système financier mondial, un risque d'effondrement avec le problème de la dette.

Au début des années 1990, sont apparues des crises financières d'un nouveau genre.

Des monnaies de pays dont l'état des finances publiques n'étaient pas a priori en préoccupation, ont fait l'objet d'arbitrages spéculatifs entraînant une crise financière majeure. Conjugués aux opportunités offertes par la libéralisation des marchés et par la création d'innovations financières majeures, les risques de crise systémiques se sont alors considérablement accrus.

Ainsi en décembre 1994, le Mexique fut une nouvelle fois touché. En 1997, la crise asiatique sévit. Puis la Russie et le Brésil, la Turquie en 2000 furent

touchés. L'Argentine en 2001, puis à nouveau le Brésil et la Turquie en 2002, connurent des crises monétaires que celles-ci soient liées.

Face à cette nouvelle situation, la politique monétaire a vu entrer dans son champ de compétences, la stabilisation de la sphère financière pour continuer à préserver la valeur de la monnaie. Mais avant d'envisager les métamorphoses progressives de la politique monétaire, voyons comment les économistes ont envisagé son rôle.

Plan de la séquence :

I. Les controverses théoriques sur le rôle de la monnaie et de la politique monétaire.

II. Les métamorphoses de la politique monétaire.

I. – LES CONTROVERSES THEORIQUES SUR LE ROLE DE LA MONNAIE ET SUR LE ROLE DE LA POLITIQUE MONETAIRE.

A. Les controverses sur le rôle de la monnaie.

Pour comprendre le rôle que les économistes vont assigner à la politique monétaire, il nous faut au préalable définir le rôle qu'ils attribuent à la monnaie et ainsi ils en déduisent le rôle de la politique monétaire.

Pour les économistes, trois sujets portent à controverse lorsque l'on aborde la monnaie :

- le premier concerne, la capacité explicative de la théorie quantitative de la monnaie,
- le second est lié au premier car il renvoie à la pertinence analytique de l'approche dichotomique,
- le troisième renvoie à la neutralité supposée ou souhaitée de la monnaie.

L'action à entreprendre en matière monétaire a très souvent voire le plus souvent été envisagée dans un cadre analytique quantitativiste. Conçue dans un schéma dichotomique, elle vise la neutralité ou à neutraliser le rôle de la monnaie.

La pratique de la politique monétaire recherche la gouvernance monétaire, la gouvernance financière et la gouvernance des changes. Ces trois pratiques ont d'abord été pensées dans un cadre conceptuel quantitativiste. Au commencement de la politique monétaire était l'équation de Fisher.

a. Le rôle de la théorie quantitative de la monnaie

Lorsque Ricardo expose sa théorie quantitative de la monnaie, il ouvre la voie à des exposés de plus en plus élaborés et à sa formalisation mathématique.

En 1912, Irving Fisher, dans *The Purchasing Power of Money, Le Pouvoir d'achat de la Monnaie*, propose, son équation quantitativiste ainsi :

$$\mathbf{M \cdot V = P \cdot T}$$

M correspond à la Masse Monétaire,

V correspond à la vitesse de circulation de la monnaie

P correspond au niveau général des prix à la consommation

T correspond au volume des transactions.

Cette équation dite des échanges, décrit à première vue, une égalité évidente, un truisme.

La quantité des biens et services échangés, (T) multipliée par leur prix respectif (P) correspond à la quantité de monnaie (M) correspondant à la valeur monétaire de ces échanges.

Mais comme un même support monétaire, une pièce ou un billet peut servir à plusieurs reprises dans ces échanges, il faut intégrer la vitesse de circulation de la monnaie.

Pour se persuader de cette réalité, il suffit de prendre deux billets, la plus petite coupure existante et la plus forte dans une monnaie. Pour l'euro, il s'agit du billet de 5 euros et le billet de 500 euros. On constate aisément que leur état d'usure respectif diffère.

Le billet de 5 euros est souvent très usagé, en état relativement dégradé, alors que le billet de 500 euros est neuf ou quasi-neuf.

Leur vitesse de rotation dans la circulation monétaire, n'est pas la même pour chacune de ces coupures.

Le billet de 5 euros permet une circulation des marchandises plus importantes en fréquence car sa durée de détention est faible, alors que le billet de 500 euros est utilisé occasionnellement, il est le plus souvent conservé ainsi sa durée de détention est plus élevée.

C'est pourquoi, comme un même support monétaire peut servir à plusieurs transactions, il faut adjoindre à M, sa vitesse de circulation V.

Ainsi P.T, correspond à la valeur des échanges, transactions opérées dans la sphère dite réelle, alors que M.V correspond à la valeur de la monnaie, à la sphère monétaire.

Nous avons donc d'un côté la sphère réelle (PT) et de l'autre la sphère monétaire (MV), l'approche dichotomique est ainsi posée.

Fisher, nous indique que deux variables sont constantes.

Il s'agit de T et de V car à court terme, le volume de transactions et la vitesse de circulation ne peuvent varier.

Cette hypothèse de constance de T repose sur l'inélasticité de l'offre de biens et services à court terme en situation de plein emploi. En effet, les entreprises ne peuvent répondre à un accroissement des quantités demandées à court terme par un accroissement de leur offre puisque toutes leurs capacités productives sont utilisées. Ainsi T est constant.

L'hypothèse de constance de V repose sur l'observation empirique d'une certaine stabilité des comportements des agents face à l'usage qu'ils ont de la monnaie.

Une fois, ces deux hypothèses posées, Fisher transforme l'égalité en causalité. En effet, il explique que P, le niveau général des prix varie en fonction de M, la masse monétaire. Ainsi l'égalité devient une causalité :

$$\mathbf{M \cdot V = P \cdot T}$$

$$\rightarrow \mathbf{P = f(M)}$$

+

Comme le volume des biens ne varie pas, tout accroissement de la masse monétaire se traduit par une hausse du niveau général des prix donc de **l'inflation monétaire**.

Dès lors, la conclusion de politique monétaire est facile à déduire.

Pour lutter contre l'inflation, il suffit de contrôler quantitativement la création de monnaie.

Une seconde équation semble aller dans ce sens en matière de recommandations de politique monétaire, il s'agit de l'équation de Cambridge, exposée par Alfred Marshall, et développée par A.C. Pigou.

Mais cette équation diffère de celle de Fisher, car elle fait valoir une approche de la demande d'encaisses monétaires et une vision qualitative de la monnaie, dont Keynes va s'inspirer pour critiquer l'équation de Fisher.

En effet, Keynes va contester le sens de la causalité de l'équation de Fisher en faisant valoir que ce n'est pas l'accroissement de la masse monétaire qui génère la hausse des prix mais l'inverse.

Comme les prix sont élevés, il faut plus de monnaie pour réaliser les échanges :

$$M \cdot V = P \cdot T$$

$$\rightarrow M = f(P)$$

+

D'autre part, il conteste l'hypothèse de stabilité de la vitesse de circulation, conforme à une conception de la monnaie comme simple instrument d'échange.

Comme la monnaie a des qualités intrinsèques qui peuvent amener à sa détention, ce que Keynes va appeler plus tard, la préférence pour la liquidité, il n'y a pas de raisons objectives de supposer cette vitesse reste stable, au contraire il est fort possible qu'elle soit instable.

De plus, Keynes indique de l'hypothèse de constance des volumes de transactions suppose une incapacité du système productif à croître, l'offre de biens et services, face à une augmentation de la demande.

Cette situation est possible dans un cas particulier, celui du plein emploi des capacités productives et de la main-d'œuvre.

Dans ce cas, l'offre est parfaitement inélastique. Ainsi à supposer que cette équation soit juste, elle renvoie à une situation économique de plein emploi, situation aussi rare qu'éphémère pour Keynes, qui indiquera dans *La Théorie Générale*, qu'au plein emploi, la théorie quantitative recouvre tous ses droits.

Ainsi pour Keynes, l'inflation a une autre origine que monétaire. Toutefois pour des raisons autres que celles développées par les quantitativistes, Keynes et les Keynésiens refuseront l'usage de la politique monétaire de façon autonome pour relancer l'activité économique et donc l'usage de celle-ci afin de relancer l'activité économique.

b. L'approche dichotomique

Deux conceptions de l'économie monétaire vont s'affronter alors, la conception dichotomique où l'on distingue deux sphères, l'une réelle, l'autre monétaire, et la conception intégrée où il est impossible de dissocier la production de la monnaie, l'expression *économie monétaire de production* de Keynes consacre cette conception.

Pour les adeptes de l'approche dichotomique, **la monnaie n'exerce aucun rôle sur la production, elle doit être neutre, ou neutralisée en cas d'inflation.**

L'économie réelle est celle où s'effectue la production, les échanges, la répartition du revenu et l'allocation des facteurs de production, sujet principal de la science économique. La monétisation de l'économie s'opère après.

A l'inverse, les adeptes de la conception intégrée, considère que la production, les échanges, la consommation ne peuvent croître qu'à la condition d'une création monétaire suffisante à la croissance.

Il ne s'agit pas de financer la croissance par la création monétaire, mais de répondre aux besoins de l'économie en lui donnant les moyens de sa croissance.

Comme le démontre Keynes, la limite à l'investissement n'est pas l'épargne mais l'insuffisance de monnaie créée.

Dès lors, la dissociation entre économie et monnaie n'a pas de sens, parce que l'économie est par essence monétaire.

La politique monétaire vise alors à favoriser la croissance et la réalisation de plein emploi. Cette différence de conceptions renvoie à une conception opposée de la neutralité de la monnaie.

c. La neutralité de la monnaie

Une nouvelle fois, deux conceptions s'affrontent. D'un côté, nous trouvons les économistes qui ne reconnaissent à la monnaie qu'un rôle limité aux transactions. Elle n'est qu'un voile, un fluide, "l'huile qui lubrifie le mouvement commercial " pour Hume, "la voiture de la valeur " pour Say.

Comme son utilité provient de cette simple fonction, elle n'a pas d'utilité en elle-même, elle n'est pas désirée pour elle-même au contraire sa détention entraînerait un manque à gagner en matière de placements financiers.

La loi de Walras nous indique, que lorsque n-1 marchés sont en équilibres, le nième marché, celui de la monnaie est forcément en équilibre. La monnaie est de fait neutralisée dans le système walrasien, car l'équilibre du marché monétaire est déduit de l'équilibre des autres marchés.

Pour les économistes monétaristes de l'école de Chicago, comme Milton Friedman ou les économistes libéraux comme Hayek, si la monnaie peut ne pas être neutre car elle peut engendrer un processus inflationniste, il faut tout faire pour la rendre neutre donc la neutraliser.

A l'inverse, les économistes keynésiens développent la thèse de la monnaie active, car elle intervient dans le processus de croissance et doit être considérée comme un élément faisant partie des actifs. La monnaie peut être demandée pour elle-même.

Voyons désormais de façon plus approfondie, les conséquences de ces controverses théoriques sur le rôle de la monnaie à propos de la politique monétaire.

B. Les controverses sur le rôle de la politique monétaire

Les divergences entre les keynésiens et les monétaristes à propos du rôle de la monnaie vont trouver un prolongement dans le rôle de la politique monétaire.

Les keynésiens envisagent la politique monétaire dans le dispositif général qui permet de rétablir le plein emploi et de favoriser la croissance.

Les autorités monétaires aident les gouvernants, en accompagnant la politique budgétaire expansionniste par une politique monétaire, elle aussi expansionniste de sorte à neutraliser le taux d'intérêt voire même à le faire baisser pour ne pas décourager les investissements privés.

Les monétaristes assignent à la politique monétaire une autre mission, car elle vise à garantir la stabilité des prix. Il s'agit d'opérer un contrôle quantitatif de la monnaie pour freiner sa création et de stabiliser les anticipations des agents.

Examinons les positions respectives de ces deux courants.

1) La politique monétaire selon les keynésiens

La postérité ne rend pas toujours justice aux économistes. Pour Keynes, cela est particulièrement vérifié, car s'il est pertinent de le présenter comme l'économiste qui a préconisé l'intervention de l'Etat dans l'économie et comme l'inspirateur des politiques économiques de relance, il ne faut pas oublier que son principal sujet d'étude a été la monnaie.

La richesse de son œuvre atteste de cet attrait, il débute sa carrière d'économiste par une étude du pouvoir d'achat de la monnaie qui lui vaut le prix d'Adam Smith à Cambridge. Il poursuit son étude de la monnaie avec les fluctuations de la roupie, attaque Fisher et s'impose comme le spécialiste des problèmes monétaires avant, pendant et après la première guerre mondiale. Il termine sa carrière notamment en proposant à l'époque un projet perçu comme utopique, la mise en place d'une monnaie de règlement unique et commune à l'ensemble de la planète.

Sa critique de la théorie quantitative constitue un élément permanent de son œuvre. C'est d'ailleurs dans son ouvrage, *Essai sur la Réforme monétaire*, où en contestant l'hypothèse de constance de la vitesse de circulation de la monnaie,

qu'il écrit, si la vérification se fait à long terme, "à long terme nous serons tous morts " .

Mais la véritable rupture théorique à propos de la monnaie et du rôle de la politique monétaire intervient *avec la Théorie Générale de l'Emploi, de l'intérêt et de la monnaie* en 1936.

- Il y démontre que la monnaie n'est pas neutre d'une part parce qu'elle peut modifier le niveau de la production et de l'emploi et d'autre part parce qu'elle peut être désirée pour elle-même.
- Les agents économiques opèrent dans un univers incertain. Les entrepreneurs anticipent un prix d'offre exprimé en monnaie, à partir duquel ils anticipent un certain montant de profit monétaire, un certain niveau de production et un certain niveau d'emploi. Ce prix d'offre anticipée appelée par Keynes, **demande effective**. Ainsi, **la demande effective correspond au niveau de la demande globale anticipée par les entrepreneurs à partir de laquelle il détermine le niveau de la production, de l'investissement et de l'emploi**. Mais il n'y a pas de raisons pour que leurs anticipations correspondent au plein emploi de la main-d'œuvre.

Au contraire, l'équilibre obtenu entre le prix d'offre et le prix de demande, a toutes les chances de correspondre durablement à un équilibre de sous-emploi.

Dès lors, il faut agir sur les composantes de la demande globale susceptibles d'amener à la situation du plein emploi de main-d'œuvre. Une action sur l'investissement par une baisse du taux d'intérêt pourrait aller dans ce sens mais pour que les entrepreneurs achètent de nouveaux matériels productifs, il faut qu'ils aient confiance dans l'avenir, or ce n'est pour l'instant pas le cas. Seul l'Etat par un accroissement des dépenses budgétaires peut assurer la réalisation du plein emploi.

Un autre moyen pour y parvenir, serait d'accroître la quantité de monnaie offerte. Ainsi l'offre de monnaie dépassant la demande de monnaie, le taux d'intérêt diminuerait. Cette diminution du taux d'intérêt pourrait entraîner une hausse de l'investissement productif et le multiplicateur d'investissement agissant à nouveau porter le revenu national au niveau du plein emploi.

Mais une politique monétaire autonome est écartée par Keynes comme moyen de réaliser le plein emploi, il écrit sur ce sujet :

"Si l'offre demeure parfaitement élastique tant qu'il subsiste du chômage, et devient parfaitement inélastique dès que le plein emploi est atteint, si d'autre part la demande effective varie dans la même proportion que la quantité de monnaie, la théorie quantitative de la monnaie peut être énoncée dans les termes suivants : "Tant qu'il existe du chômage, l'emploi varie proportionnellement à la quantité de monnaie, lorsque le plein emploi est réalisé, les prix varient proportionnellement à la quantité de monnaie " .

La Théorie Générale

En effet, pour Keynes, la monnaie est loin d'être "un élixir de croissance ", il ne faut pas négliger le rôle de la demande de monnaie.

En situation d'incertitude face à l'avenir, les agents peuvent légitimement exprimer une préférence pour la liquidité, pour trois motifs :

un motif de transaction,
un motif de précaution,
et un motif de spéculation.

Les deux premiers motifs dépendent du niveau de revenu alors que le second dépend du niveau des taux d'intérêt.

Ainsi la demande de monnaie, de liquidité peut être exprimée de la manière suivante :

$$L = L(Y) + L(i)$$

Dès lors, la monnaie peut être thésaurisée. Un accroissement de l'offre de monnaie pour réaliser le plein emploi pourrait alors ne pas atteindre cet objectif à cause de la préférence pour la liquidité.

Si l'intégralité du supplément de monnaie créée est purement et simplement thésaurisée, l'économie reste en situation de sous emploi, c'est pourquoi Keynes préfère le recours à la politique budgétaire pour relancer l'économie, qui peut être accompagnée par une politique monétaire accommodante.

Nous pouvons souligner un fait remarquable à savoir : un consensus à minima entre keynésiens et monétaristes, concernant leur opposition partagée à l'utilisation de la politique monétaire expansionniste de façon autonome, mais pour des motivations bien sûr différentes.

Nous pouvons aussi souligner le rôle fondamental du taux d'intérêt, déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande de monnaie, défini comme la récompense de la renonciation à la liquidité et non comme la rémunération de l'épargne et comme le coût du crédit.

Deux contributions majeures vont contribuer à l'accréditation de l'analyse de Keynes.

Il s'agit d'abord du modèle IS/LM, élaboré par JR Hicks, dès 1937, puis des travaux de Phillips et Lipsey, en 1958, résumé par la courbe de Phillips.

Le modèle IS.LM va montrer comment la politique monétaire accompagnatrice, neutralise l'élévation du taux d'intérêt et permet à la politique de relance budgétaire d'atteindre complètement son effet de stimulation du revenu et donc de l'emploi.

Si la filiation keynésienne de ce modèle est somme toute très contestable, ses qualités pédagogiques sont indéniables. Il ouvre même la voie à une vulgate keynésienne proche des classiques.

Il ne faut pas oublier que Keynes, lui-même, avait indiqué à Hicks qu'il n'avait pas d'objections majeures à lui adresser, puisque ce modèle démontrait comment une intervention exogène des autorités gouvernementales sur la demande globale, parvenait à atteindre le plein emploi et résoudre le problème du chômage involontaire.

Il faut savoir que Keynes avait à plusieurs reprises précisé, qu'il était plus attaché à ses idées qu'à la forme utilisée pour les exposer.

Le modèle va alors faire l'objet de discussions à propos de la forme de la courbe LM. La droite LM représente l'équilibre sur le marché de monnaie, L représente la demande de liquidité, qui dépend du niveau de revenu, $L_1(Y)$ et du niveau du taux d'intérêt $L_2(i)$.

- La détention de monnaie pour les motifs de transaction et de précaution augmente avec le niveau de revenu, $L_1(Y)^+$; $L_1 = \Omega \cdot Y$ et $\Omega > 0$

La détention de monnaie a des fins spéculatives, décroît avec le niveau du taux d'intérêt. Plus le taux d'intérêt est élevé, plus la demande de monnaie pour spéculer est faible, car cette détention devient coûteuse et les perspectives d'obtenir des produits financiers à des taux plus élevés, deviennent hautement improbables.

A l'inverse, un niveau de taux d'intérêt très faible ou faible, conduit les agents à délaisser les produits financiers jugés insuffisamment rémunérateurs et à préférer la liquidité dans la perspective de gains futurs forcément plus élevés, ainsi $L_2(i)$, $L_2 = \beta \cdot i$; $\beta < 0$.

La détention de monnaie à des fins de spéculations est partitionnée. Pour des seuils de taux d'intérêts élevés et très élevés, la demande de liquidité à cette fin est très faible voire inexistante, elle est quasiment nulle, il y a une préférence absolue pour les titres.

A l'inverse, pour des seuils de taux d'intérêts bas ou très bas, les agents privilégient la détention de monnaie aux titres, la demande de monnaie devient alors totalement inélastique au niveau du taux d'intérêt au regard de leur très faible niveau, il y a alors une préférence absolue pour la liquidité, situation qualifiée par Keynes de "trappe à liquidité".

Lorsque le taux est très élevé, la demande de monnaie devient parfaitement élastique au niveau du taux d'intérêt. En fonction de son niveau, le taux d'intérêt détermine la détention de liquidité, pour que les agents consentent à se séparer de cette liquidité, il faut que le taux augmente, le taux d'intérêt se présente donc dans le schéma keynésien comme **le taux qui récompense la renonciation à la liquidité.**

Comme l'offre de monnaie est égale à M et comme la réalisation de l'équilibre monétaire implique l'égalité entre l'offre et la demande de monnaie, nous avons :

$$M = L$$

$$M = L_1(Y) + L_2(i)$$

$$M = \Omega \cdot y + \beta \cdot i$$

$$\Omega > 0, \beta < 0$$

$$M = \Omega \cdot y - \beta \cdot i \quad \Rightarrow \quad i = (\Omega \cdot Y - M) / \beta$$

$$\frac{di}{dY} = \Omega / \beta > 0$$

Le problème consiste à trouver la valeur de (Ω/β) , la valeur de la perte de la droite.

Si la pente est positive, la droite LM prend une forme traditionnelle, si par contre la droite LM est horizontale, c'est-à-dire complètement inélastique aux variations du taux d'intérêt et infiniment élastique aux variations du revenu, la nécessité d'une politique monétaire accommodante est dans ce cas inutile, car toute politique de relance opère sans augmentation du taux d'intérêt.

La forme horizontale de LM correspond à la situation où le niveau du taux d'intérêt est tellement bas, qu'il y a une préférence pour la liquidité. Cette situation correspond à **la trappe à liquidité**.

La neutralisation du taux d'intérêt en raison de sa faiblesse, donne au multiplicateur d'investissement ou de dépenses publiques sa pleine efficacité sur le revenu et donc l'emploi.

Nous comprenons les raisons qui motivaient le souhait de Keynes, d'avoir le niveau de taux d'intérêt le plus bas possible.

A l'inverse, si la forme de LM est verticale, le niveau du taux d'intérêt est très élevé et il suscite une préférence absolue pour les produits financiers, réduisant à minima la détention de monnaie à des fins spéculatives.

On peut même considérer que seuls les motifs de transaction et de précaution, interviennent dans la demande de monnaie.

Dans ce cas, la droite LM est totalement inélastique aux variations du revenu et est devenu infiniment élastique aux variations du taux d'intérêt. Dès lors, toutes les politiques de relance menées de façon autonomes par les autorités politiques sans concertation avec les autorités monétaires sont assurées d'échouer.

Graphiquement cette politique se traduit par un déplacement de IS de façon verticale où le niveau de revenu reste inchangé et seul le taux d'intérêt varie.

Seul, un accroissement de l'offre de monnaie pourrait assurer le succès de cette politique.

Dès lors, les débats entre économistes vont se cristalliser sous la forme de la courbe LM.

Mais il est désormais acquis que la politique monétaire fait partie du dispositif des politiques de régulation de la demande globale.

- Le second réconfort de l'analyse keynésienne vint d'une étude statistique menée par Phillips. Celui-ci montra l'existence d'une relation inverse entre taux de chômage et le taux d'inflation. Ainsi lorsque le niveau de chômage s'élève alors que le niveau d'inflation est faible, il suffit de relancer l'économie pour inverser la tendance et lorsque le niveau d'inflation augmente, il suffit de freiner l'activité économique. La régulation de l'activité économique s'opérait alors par une combinaison des politiques budgétaires et monétaires, ("policy mix ") ou encore par l'alternance entre les phases maîtrisées de relance puis de ralentissement de la conjoncture, ("stop and go ").

L'analyse empirique confirmait la théorie puisque selon l'analyse keynésienne, l'inflation ne pouvait apparaître qu'au plein emploi, car en situation de sous emploi, tout accroissement de la demande s'opère par les quantités, une fois le plein emploi réalisé, les quantités ne pouvant plus à court terme augmenter, l'ajustement s'opère par les prix.

Ce schéma va dominer la pratique de la politique monétaire jusqu'au milieu des années 1970, où le contexte économique et les contre attaques monétaristes et libérales mirent en cause le keynésianisme de la synthèse.

2) La politique monétaire selon les monétaristes

Le premier économiste a mené la contre attaque est Milton Friedman. La stagflation, situation où coexistent un niveau de chômage élevé et un niveau d'inflation élevé, lui permet de donner une assise empirique à sa démonstration théorique.

Il infirme la courbe de Phillips et rejette la possibilité de mener une politique économique à long terme à partir de l'arbitrage inflation - chômage. En effet, la courbe de Phillips à long terme est condamnée à devenir une droite verticale où le taux de chômage à un niveau élevé, deviendra inélastique et seul le taux d'inflation sera infiniment élastique.

Les anticipations des agents en matière d'inflation, ne les conduisant pas à être les victimes de l'illusion monétaire. Elles leur permettent d'adapter leurs comportements.

Ces anticipations adaptatives leur permettent de prendre leurs décisions en matière d'emploi, de consommation, d'investissement à partir de variables réelles et non nominales.

Dès qu'ils ont conscience qu'une hausse du salaire monétaire ne fait que compenser la hausse du niveau général des prix, ils savent que le pouvoir d'achat réel est maintenu, mais qu'ils n'ont pas de raison d'accroître leur offre de travail.

Ainsi, les politiques de relance n'ont pour seul effet à long terme que d'accroître le niveau général des prix.

Conformément à son affirmation fétiche, selon laquelle "Partout et toujours, l'inflation est un phénomène monétaire", il démontre que la politique monétaire doit être consacrée à garantir la stabilité des prix et non à soutenir l'activité économique.

Il reçoit le soutien de la nouvelle économie classique qui en travaillant sur les anticipations, la rationalité et l'information va poursuivre dans la voie ouverte par Friedman et remettre en cause la pratique keynésienne de la politique économique.

En effet, la capacité des agents à anticiper de façon rationnelle les effets prévisibles d'une politique économique, leur permet de prendre les décisions capables de contrecarrer les effets attendus par les gouvernants.

La formulation des anticipations rationnelles donne aux agents une capacité prédictive en matière de politique monétaire. Une politique expansionniste se traduira par un nouveau plus élevé d'inflation, ils sont capables d'interpréter les informations économiques. Dès lors, il est opportun de freiner la création monétaire pour juguler l'inflation,

Il faut aussi envoyer un certain nombre de signaux pour stabiliser les anticipations des agents.

La politique monétaire vise non seulement à maîtriser la création monétaire pour lutter contre l'inflation mais aussi à stabiliser les anticipations de sorte à neutraliser les anticipations inflationnistes.

Le courant libéral va lui aussi apporter sa contribution à la remise en cause des politiques keynésiennes. Friedrich August Hayek, désormais entendu et écouté, va à la fin des années 1970, va porter des coups redoutables à l'analyse

keynésienne, en exposant des thèses qui avaient provoqué le mépris de Keynes. En 1931, dans *Prix et Production*, Hayek affirmait "Une fois la crise déclarée, nous ne pouvons rien faire pour en sortir avant son terme naturel".

La faiblesse des taux d'intérêt monétaire fixés par les autorités monétaires ayant permis une rentabilisation artificielle des investissements productifs.

La structure productive a augmenté, ainsi que l'offre à cause de la faiblesse artificielle du taux d'intérêt. Une fois, le taux d'intérêt à nouveau fixé par le marché des capitaux, ce dernier remonte et entraîne la mise en sommeil des capacités productives devenues désormais non rentables.

La manipulation artificielle du taux d'intérêt conduit à une surcapitalisation, en d'autres termes à une hypertrophie de l'appareil productif.

Lorsque la liquidation commence, la crise doit alors aller jusqu'à la liquidation totale des capacités productives non rentables.

La responsabilité incombe aux autorités monétaires qui en baissant artificiellement le taux d'intérêt monétaire, ont précipité l'économie dans la crise.

Seule, une régulation libre par le marché peut, selon Hayek, éviter ce type de situation.

La contre attaque a totalement porté ses fruits puisque désormais, la politique monétaire a pour principal objet le maintien de la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie en d'autres termes, la lutte contre l'inflation.

Mais la disparition de la stabilité des taux de changes, avec la fin du système de Brettons Woods, amorcée à la fin des années 1960, ajoute alors une nouvelle mission à la politique monétaire, celle de la stabilité des changes.

La politique monétaire avec les mutations fondamentales de l'environnement économique et monétaire s'est progressivement transformée en politique de stabilisation, aux trois aspects suivants :

- ✓ Politique de stabilisation des prix des biens de consommation, des prix des actifs, biens immobiliers, mobiliers, actifs financiers,
- ✓ Politique de stabilisation de la conjoncture économique
- ✓ Politique de stabilisation des changes.

Nous allons donc désormais envisager les mutations progressives enregistrées par la politique monétaire et leurs impacts sur ses moyens d'actions.

II. – LES METAMORPHOSES DE LA POLITIQUE MONETAIRE.

La disparition du système de Brettons Woods qui garantissait des taux de change fixes, la progressive libéralisation des mouvements de capitaux puis la globalisation et les nouveaux instruments financiers, ont modifié l'environnement opérationnel de la politique monétaire, en lui retirant un nombre conséquent d'instruments et ne lui laissant que la régulation par les taux d'intérêt.

Si les années 1945-75 ont largement été influencées par une lecture keynésienne de la politique monétaire, alors que les années 1980 ont été marquées par le triomphalisme du monétarisme, les années 1990/2000 ont été celles du pragmatisme monétaire.

Si nous pouvons observer une interaction constante entre les théories, les faits et les principes d'action, les stratégies actuelles des banques centrales en matière de politique monétaire reposent beaucoup plus sur une approche concrète et pragmatique que sur des fondements dogmatiques.

Il s'agit d'adapter la stratégie à l'environnement en préservant les objectifs fondamentaux.

A. Le dispositif de la politique monétaire : objectifs et instruments

La politique monétaire se présente comme un système à trois étages, nous pouvons prendre l'image d'une fusée à trois étages, trois niveaux.

Le premier étage est celui des objectifs finals :

Parmi les objectifs finals, nous trouvons des objectifs spécifiques à la politique monétaire et des objectifs généraux de la politique économique.

Ainsi, nous pouvons avoir comme objectifs finals :

- Le maintien de la stabilité du pouvoir d'achat interne et externe de la monnaie, ce qui renvoie à la lutte contre l'inflation et à la stabilisation du taux de change de la monnaie.
- La stabilisation des anticipations inflationnistes et en matière de fluctuations des changes
- La réalisation du plein emploi, de l'équilibre des balances extérieures, la croissance, la stabilisation du cycle, du secteur bancaire, des marchés financiers etc.

Nous pouvons noter que la Banque Centrale Européenne a pour seul objectif final la stabilité des prix, alors que la FED, a en plus de cet objectif final, une autre prérogative édictée par la loi Humphrey-Hawkins, à savoir la recherche du plein emploi et la progression modérée des taux d'intérêt à long terme.

Cette approche de l'objectif final s'inspire de l'analyse monétariste qui définit un taux d'inflation en relation avec le marché de l'emploi, le N.A.I.R.U, Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment.

Ce taux de chômage n'engendre par une accélération de l'inflation, il est évalué dans la fourchette de 4 à 5% de la population active.

L'analyse keynésienne assigne à la politique monétaire un objectif social dans sa construction au plein-emploi, et vise un taux de chômage de l'ordre de 2% de la population active.

Cet objectif final, la garantie de la stabilité des prix à la consommation est par essence, l'objectif prioritaire de toute politique monétaire.

Mais lorsque nous prenons l'ensemble des prix qui interviennent dans la définition du pouvoir d'achat de la monnaie, nous trouvons en plus des prix des biens et services, les prix des actifs, les prix des produits importés.

Les prix des actifs avec la globalisation subissent de fortes fluctuations, source d'instabilités et le prix des produits importés avec la mondialisation des échanges dépendent des coûts divers et variables.

Ainsi la forte volatilité des cours du baril de pétrole, entraîne des fluctuations de prix à la consommation sur lesquelles la Banque Centrale n'a pas de prise.

Pour réaliser son objectif final, la Banque Centrale définit des objectifs intermédiaires, moyens indirects pour atteindre la cible.

Le second étage est donc celui **des objectifs intermédiaires**.

Deux objectifs intermédiaires peuvent être retenus, ceux qui visent des objectifs quantitatifs et ceux qui visent des objectifs de prix.

Les objectifs quantitatifs portent sur la définition d'un rythme d'évolution de la masse monétaire avec une fourchette de deux taux de croissance de M3, taux minimum, taux maximum.

Si dans les années 1970 et 1980, le taux de croissance servait d'objectif intermédiaire pertinent pour la politique monétaire, la globalisation et les innovations de produits financiers ont rendu un contrôle quantitatif particulièrement difficile.

Ainsi, l'augmentation annuelle de M3 constitue désormais plus une valeur de référence qu'un véritable objectif intermédiaire et la plupart des banques centrales des pays développés ont abandonné cet objectif intermédiaire pour privilégier des objectifs en termes de prix et de taux.

Les objectifs en termes de prix et de taux portent sur :

1. l'inflation future prévue, l'inflation anticipée à un horizon donnée, il s'agit de la cible d'inflation. Cette cible d'inflation définie comme objectif intermédiaire informe sur les objectifs finals des autorités monétaires et correspond à des objectifs en termes de taux d'intérêt.
2. des objectifs de taux d'intérêt directs, à court terme.

La cible d'inflation doit être choisie de façon pertinente car la réalisation, de l'objectif défini attestera ou non de la crédibilité de la Banque Centrale.

Elle doit donc fixer une cible finale d'inflation, ni trop haute, ni trop basse, car de la capacité de la politique monétaire à orienter les anticipations d'inflation découle sa crédibilité, sa lisibilité, sa fiabilité et sa prédictibilité.

En disant ce qu'elle souhaite, ce qu'elle anticipe et prévoit, ce qu'elle fera, la Banque Centrale affirme sa crédibilité et la transparence de sa politique et ainsi acquiert la confiance des agents.

Ainsi les objectifs intermédiaires doivent être définis de façon pertinente puis clairement exposés par des procédés de communication institutionnelle clairs et des informations intelligibles, laissant des signaux facilement lisibles par les opérateurs.

Les expériences passées ont montré combien un langage sibyllin ou des déclarations intempestives des responsables donnaient des informations contradictoires et ruinaient la confiance, entraînant des anticipations négatives pour la politique monétaire.

Le troisième étage de la politique monétaire réside dans **le choix des instruments**.

Avec la globalisation, le choix des instruments s'est considérablement réduit.

En effet, tout contrôle quantitatif est aujourd'hui devenu quasiment impossible puisque les agents peuvent obtenir sur n'importe quel marché les liquidités recherchées, seul le contrôle par les taux reste actif.

L'analyse monétariste a perdu un de ses principaux outils.

Les banques centrales agissent donc par l'intermédiaire des taux d'intérêt, soit par le recours au taux de réescompte soit par des opérations d'open market.

Le réescompte,

Une banque commerciale a escompté un effet de commerce d'un particulier en lui appliquant un taux d'escompte. Elle lui a versé le montant de cet effet de commerce moins le montant de l'escompte et décide d'attendre l'arrivée à échange de cet effet.

Mais si à son tour, La banque commerciale souhaite encaisser cet effet, elle le porte au réescompte auprès de la Banque Centrale qui lui applique le taux de réescompte.

Si la banque centrale élève le taux de réescompte, elle freine la conversion des effets en liquidités. Cette technique est encore utilisée par la FED et la Banque Centrale du Japon (BOJ) mais abandonnée par la BCE.

Les opérations d'open market, consistent comme nous l'avons précédemment vu dans le cadre de la création monétaire, à inviter les établissements de crédit à faire des propositions de taux qu'elles sont prêtes à payer pour obtenir de la monnaie centrale qu'elles désirent en fonction des taux d'intérêt fixés par la banque centrale.

Ainsi la banque centrale pèse sur la liquidité et envoie un signal en matière de taux. Le taux d'intérêt constitue les instruments privilégiés de la politique monétaire et leurs variations entraînent des modifications d'arbitrage sur les marchés de capitaux, à savoir les marchés monétaires, les marchés des actifs financiers et les marchés des changes.

Mais avant d'aborder le rôle joué par les taux d'intérêt dans la politique monétaire, faisons brièvement le point sur les métamorphoses intervenues en matière de politique monétaire et celles à venir.

La politique a progressivement changé de nature jadis politique accompagnatrice de la régulation de la demande, sa portée s'est concentrée sur la réalisation de la stabilisation des prix dans un contexte macroéconomique internationale qui rendait toute action sur les quantités de monnaie illusoire.

Les nouveaux produits financiers accessibles à tous attestaient de l'instabilité des comportements en matières de détention d'encaisses monétaires et dès lors de l'instabilité de la demande de monnaie.

Dès lors le choix du ciblage d'inflation, "inflation targeting", changea la nature de la politique monétaire.

Pour la détermination d'un niveau d'inflation future anticipée, la Banque Centrale définit de façon très claire sa politique monétaire, ses prévisions et donne une meilleure lisibilité à la lecture de son action.

Pour la transparence de son action, elle affirme sa crédibilité à la condition d'avoir pour résultat à la soustraction inflation réalisée moins inflation anticipée égale ou très proche de zéro : $P_r - P_a = 0$

Mais en pratiquant de la sorte, la Banque Centrale a toutes les chances d'influer sur les anticipations des agents et de les transformer en anticipations autorcalisatrices.

En indiquant l'avenir à des acteurs en situation d'incertitude, en réduisant leur asymétrie d'information face à la banque centrale, en confortant la confiance qu'il lui confère, la Banque Centrale les persuade que l'avenir sera conforme à

ces prévisions. Comme ils adoptent le comportement allant dans le sens, la précision se réalise, ce qui renforce la crédibilité de la Banque Centrale et la confiance des agents en celle-ci.

Il y a toutefois quelques risques.

Si les agents sont amenés à douter et à perdre momentanément confiance pour diverses raisons, les anticipations des agents pourront contrarier celles de la Banque Centrale.

D'autre part, la désynchronisation entre l'inflation du moment est celle anticipée, peut laisser croire à une certaine passivité des autorités monétaires, si le niveau d'inflation du moment augmente fortement sans qu'il y ait de réponse immédiate de la Banque Centrale.

Le doute de la réelle volonté de la Banque Centrale à agir contre l'inflation peut engendrer de nouvelles anticipations.

Ainsi, la stabilisation des anticipations repose sur les fondements relativement fragiles. Prévoir un avenir relativement certain, est chose aisée, prévoir un avenir troublé, incertain, deviendra très compliqué.

Il faut aussi indiquer la très forte dépendance de la détermination du niveau d'inflation anticipé, de son modèle de prévision et de l'indice des prix à la consommation retenu.

Si l'outil ne perçoit pas les changements en cours, la cible retenue risque de ne pas être conforme à la réalité. Une inflation masquée pourrait malmener la politique monétaire.

En effet, l'inflation peut elle aussi changer de nature.

Nous avons pour habitude de définir l'inflation comme une hausse du niveau général des prix, hausse cumulative et auto entretenue. Les prix mesurés par l'indice des prix concerne les prix à la consommation, Indice des Prix à la Consommation (I.P.C).

Or, si cet indice s'avère particulièrement précieux pour mesurer le coût de la vie, l'évolution du pouvoir d'achat et ainsi pratiquer des revalorisations du SMIC, du niveau des retraites, des pensions alimentaires etc.

Il n'intègre qu'une partie de l'évolution des prix car l'évolution des prix des actifs n'est pas mesurée.

Ainsi, la faiblesse de la progression de l'inflation, amenant des conclusions d'une situation macroéconomique où l'inflation est absente, serait le produit d'un artefact, d'un outil donnant un résultat conforme à sa réalité mais non à la réalité.

L'inflation n'a pas disparu, elle a changé de nature en devenant financière.

Dès lors, n'incombe-t-il à la Banque Centrale d'intégrer dans ses objectifs, le ciblage de l'inflation financière.

En inscrivant cet objectif à l'ensemble de ses objectifs, la politique monétaire investirait un nouveau champ d'intervention.

Garante de la stabilité bancaire, la Banque Centrale deviendrait la garantie de la stabilité financière. Sur le sujet, les avis sont très partagés.

Les banquiers centraux y sont pour la plupart opposés. D'autres font valoir que ce n'est pas souhaitable et de toute façon impossible. A l'inverse, d'autres font valoir que le ciblage d'inflation peut être étendu sans problèmes majeurs.

Mais avant d'examiner le sujet de cette nouvelle controverse actuelle sur le rôle de la Banque Centrale face à la finance internationale, étudions les liens entre la politique monétaire et le prix des actifs.

La politique monétaire et le prix des actifs

Avant de poursuivre notre exposé, précisons le sens des mots, un actif est un élément patrimonial de la richesse d'un individu, il peut prendre différentes formes.

- Il peut s'agir d'un actif immobilier, une maison, un appartement, un garage, un terrain, tout actif incapable de se déplacer ou d'être déplacé.
- Il peut s'agir d'un actif mobilier, actif réel ou financier. Parmi les actifs réels, on dénombre les meubles, les œuvres d'arts, les voitures de collection, etc. tout actif qui peut se déplacer ou être déplacé. Parmi les actifs financiers, on dénombre les différents titres, actions, obligations, emprunt d'achat etc.

L'acquisition de ces actifs fait l'objet d'un placement ou d'un investissement. Il faut bien faire attention que le sens du mot investissement ici ne renvoie pas à la demande d'un bien de production, ni à l'acquisition de ce bien à des fins productives.

Les ménages qui investissent dans l'automobile, en achetant des actions, opèrent un placement financier et non l'achat d'une machine outil.

Le mot investissement sorti de son contexte, change de sens. Ainsi les investisseurs institutionnels appelés les "zinzins", sont des opérateurs financiers, banques, assurances, compagnies d'agents de changes qui procèdent à des placements.

L'ensemble de ces motifs a en commun certaines spécificités, concernant leurs prix. Ce prix est fixé sur un marché spécifique. Le prix de vente de l'actif diffère le plus souvent de son prix d'achat. Ainsi, l'acquéreur s'expose à des gains ou des pertes en capital, selon la situation et la période.

Comme il souhaite réaliser des gains, il doit apprécier le risque de gain et de perte et décider de courir le risque, en fonction de la prime de risque.

Alors, il exigera une prime de risque d'autant plus élevée que le risque sera élevé.

Le niveau général des prix et plus particulièrement l'inflation influe sur le prix des actifs. De même, la fiscalité pratiquée va influencer sur le choix des actifs.

La politique monétaire va elle aussi peser sur le prix des actifs par le niveau des taux d'intérêt. Prenons deux exemples pour expliciter ce lien, le premier concerne le marché de l'immobilier, le second marché des actions.

1. Premier exemple : La politique monétaire et le prix des actifs immobiliers

Les prix des biens immobiliers sont fonction de l'offre et de la demande.

L'offre dépend du parc existant et des capacités de production du BT P.

La demande dépend des opportunités à accéder à la propriété. Le niveau des loyers donc le marché locatif vont peser sur la demande de logements pour ceux qui souhaitent devenir propriétaire et pour ceux qui désirent louer.

Une fiscalité attrayante peut doper la demande. De même, un niveau d'inflation élevé, soutiendra la demande pour tous ceux qui auront compris que la période est propice à l'endettement. En situation inflationniste, qui s'endette, s'enrichit et qui épargne s'appauvrit.

Le niveau des taux d'intérêt va alors intervenir. Il est fixé par la Banque Centrale. Son niveau dépend de la durée, du montant emprunté, de la qualité du client, et de l'état de la concurrence entre les organismes de crédit.

Ainsi des taux d'intérêt faibles auront pour effet de rendre le crédit attractif.

En donnant à la demande des biens immobiliers, les moyens de concrétiser leurs projets, la demande va se confronter au le parc immobilier existant ou aux capacités productives du bâtiment.

En fonction de la réactivité du marché, l'ajustement se pourra se faire par les quantités de logements disponibles ou prochainement disponibles.

Si par contre, il existe une pénurie de logements, les prix de biens immobiliers vont fortement augmenter.

Il y alors risque de **bulle spéculative**.

Les prix de ces actifs augmentent très vite et atteignent des niveaux de prix très élevés.

La Banque Centrale en relevant le niveau des taux d'intérêts peut alors en rendant le crédit plus coûteux, freiner la demande et ainsi modifier l'état de la confrontation de l'offre et de la demande sur le marché immobilier.

Cette mesure va dans le sens de la stabilisation de l'inflation immobilière mais risque aussi d'avoir un impact plus ou moins réussi sur le secteur du bâtiment.

2. Deuxième exemple : La politique monétaire et le cours des actions

Une action est un titre de propriété de l'entreprise dont est détenteur l'actionnaire. Cette action, comme l'ensemble des actions, est cotée sur un marché financier.

Son cours, c'est-à-dire, son prix, fluctue en fonction de l'offre et de la demande. Ainsi, l'actionnaire voit le cours de son action fluctuer, à de seuils plus élevés ou plus bas, que son cours d'achat.

Tant qu'il décide de conserver son action, il ne réalise ni son gain, ni sa perte.

Le dividende est la rémunération versée en contrepartie du risque que prend l'actionnaire en achetant cette action.

Une fois, l'exercice comptable clôturé, les comptes approuvés par le conseil d'administration de l'entreprise, le montant du dividende est fixé par le C.A. et voté par l'assemblée générale des actionnaires, puis versé, cela s'appelle le détachement de coupon.

Ainsi des anticipations positives sur le versement de dividendes supérieurs à ceux attendus, ont pour effet d'élever le cours de l'action.

Comment la politique monétaire influence-t-elle le cours des actions ?

Lorsque la banque centrale augmente les taux d'intérêts, cela affecte le cours des actions.

Cette décision rend plus attractifs les placements dépendant directement ou indirectement du niveau des taux d'intérêt décidé.

De plus, les actions sont des placements risqués.

Pour courir le risque de détention des actions, les actionnaires vont demander une prime de risque sur les actions ce qui va influencer sur le cours des actions et sur leur dividende, à la baisse.

Inversement, une baisse des taux d'intérêts fait monter le prix des actions.

Ainsi, la politique monétaire est en mesure de réguler le cours des actions. Mais peut-elle aller au-delà ?

La politique monétaire a-t-elle vocation à gérer les bulles financières ?

Dans quelle mesure la Banque Centrale peut-elle mieux que quiconque déterminer "le juste prix" d'une action et se poser en rôle d'arbitre ?

Pour l'instant, la politique monétaire ne couvre pas encore le champ de la stabilité financière. A-t-elle encore le choix de se garder d'intervenir ? Quels pourraient être ses moyens ?

Son action ne peut passer que par le taux d'intérêt que nous allons désormais étudier.

B. Le principal canal de la politique monétaire : les taux d'intérêt.

Les variations du taux d'intérêt directeurs sont devenues le canal quasi-unique d'action des grandes banques centrales.

Pour la zone euro, il s'agit des variations du taux des facilités permanentes, de sorte à encadrer le taux du marché au jour le jour, **EONIA**, European Overnight Index Average.

Ainsi nous devons parler d'une gamme de taux d'intérêt qui concerne le très court terme, le court terme, le moyen terme et le long terme. Ainsi, l'**Euribor**, Euro Interbank Offered Rate, est le taux d'intérêt à court terme (3 mois).

La B.C.E dispose de trois taux d'intérêts directeurs, deux concernent les facilités permanentes et le taux de refinancement régulier.

Auparavant, la Banque de France ne disposait que du taux d'appels d'offre et du taux de prises en pension de 5 à 10 jours. Mais avant de détailler le rôle de chacun de ces taux, envisageons ce qui peut apparaître comme un véritable maquis/

1. Le maquis des taux d'intérêt

Le taux d'intérêt est une réalité complexe qui se situe à la jonction de la sphère réelle, de la sphère monétaire, bancaire et financière.

Il n'existe donc pas un taux d'intérêt mais une multiplicité de taux, aux mécanismes, aux modes de formation, aux délais d'action spécifiques.

Tous ces taux ont en commun leur relation avec le temps, et comme le temps c'est de l'argent, il y a de forte chance que le taux d'intérêt soit le prix du temps.

Dans la myriade des taux d'intérêt, nous devons distinguer d'emblée, les taux monétaires ou nominaux des taux réels : les premiers sont exprimés en monnaie et n'intègrent pas le niveau des prix à la consommation, alors que les seconds l'ont intégrée.

Ainsi, si le niveau d'inflation est évalué par l'indice des prix à la consommation à 10%, et que le taux d'intérêt à moyen terme est de 5%, cela signifie que le taux d'intérêt réel est négatif quel que soit le déflateur utilisé.

Les agents ont donc intérêt à emprunter et à ne pas épargner voire même à désépargner, situation courante pendant les trente glorieuses, où le niveau des taux d'intérêt réel était en moyenne de -5%.

Une fois, cette précision réalisée, il nous faut énoncer la hiérarchie des taux d'intérêt entre le court terme et le long terme.

Cette hiérarchie, nous indique que plus l'horizon est lointain et incertain, plus le niveau des taux d'intérêt sera élevé.

Ainsi, un ménage qui emprunte, acquittera un taux d'intérêt plus élevé s'il s'endette pour 20 ans que s'il s'endette pour 5 ans ou pour un an.

L'incertitude sur le niveau d'inflation, les risques de diverses natures, s'avèrent plus élevés à 20 ans qu'à 5 ans.

Ainsi, la structure dite normale des taux d'intérêt se caractérise par des taux croissants à mesure que la durée s'accroît.

Nous avons connu des situations de structure anormale de taux d'intérêt, avec des taux de court terme plus élevés que les taux longs, mais il s'agit de situations macroéconomiques exceptionnelles.

Lors de la réunification allemande, au début des années 1990, par crainte d'une inflation soutenue anticipée, la Bundesbank a procédé à une inversion de sa structure des taux, pour freiner le recours au crédit et immobiliser la liquidité dans les produits de court terme.

Dans le cadre du S.M.E., et conformément à la théorie de la parité des taux d'intérêt, la Banque de France a ajusté sa structure des taux sur celle de l'Allemagne pour minimiser les fluctuations du cours du Franc face au D.M.

En France, lors de tout contrat de prêt, l'organisme de crédit, banques ou autres, doivent indiquer le taux effectif global, T.E.G, taux d'intérêt nominal qui comprend la totalité des frais, frais de dossier, d'assurances etc.

Il s'agit du coût total du crédit supporté par l'emprunteur.

Mais les taux d'intérêt proposé aux agents économiques sont calculés à partir des taux d'intérêt directeurs décidés par la Banque Centrale et les taux du marché monétaire.

2. La détermination des taux directeurs

La détermination des taux d'intérêt directeurs s'opère selon les objectifs de la politique monétaire, mais doivent dans un environnement globalisé tenir compte de la parfaite mobilité des capitaux et donc de la parité des taux d'intérêt réels.

Supposons qu'une Banque Centrale d'une monnaie dominante (dollar, euro, yen) décide une variation de ses taux directeurs.

Un arbitrage s'opère alors pour savoir qu'elle est la banque centrale qui offre les taux les plus rémunérateurs et celle qui offre les taux les moins chers pour les crédits.

Dès lors, de forts écarts entre les taux directeurs de ces trois banques centrales vont avoir un impact non négligeable sur les fluctuations du taux de change de leur monnaie.

Pour minimiser ces variations en fonction des niveaux d'inflation respectifs, on observe une égalisation des taux d'intérêt réels et donc une parité, ainsi la contrainte de change limite la marge de manœuvre dans la fixation des taux d'intérêt directeurs.

- Au 1^{er} janvier 1999, la BCE a la responsabilité de la politique monétaire, elle dispose d'un taux de la facilité de prêt marginal à 4,5% et d'un taux de la facilité de dépôt à 2% et le taux de refinancement (réfi) est à 3%. Le taux au jour le jour (EONIA) évolue alors dans la un corridor avec un taux plancher de 2% et un taux plafond à 4,5%.
- En automne 1999, le taux plafond est porté à 4,75%, resserrement de la politique monétaire pour faire face à des tensions inflationnistes et à une dépréciation de l'euro face au dollar, générant de l'inflation importée.
- En mai 2001, après la stabilisation réussie, la BCE abaisse le taux plafond à 4,25%.
- En décembre 2002, la BCE pour favoriser la conjoncture européenne, décide de diminuer l'ensemble de ses taux directeurs :

- Le refi est fixé à 2,75%,
- Le taux des facilités permanentes, dépôts est de 1,75%.
- Le taux des facilités permanentes, prêts est de 3,75%.

Ce dernier taux, taux plafond sera de 2,75% à la fin de l'année 2002.

Les variations des taux d'intérêt directeurs ont donc évolué de 3% à 2,75% et atteint le sommet de 4,75%.

Cette période est caractérisée par une faiblesse du niveau des taux directeurs en concordance avec une faible inflation avoisinant les 2%, inflation cible anticipée par la B.C.E.

Parallèlement, le taux de change de l'euro s'est d'abord déprécié, par rapport au dollar, période dite de "l'euro faible", pour s'apprécier à partir de 2000, période de "l'euro fort", appréciation obtenue avec l'intervention de la B.C.E mais aussi due à la faiblesse des taux directeurs américains, entraînant une dépréciation du dollar face à l'euro.

En agissant sur le niveau des taux d'intérêt directeurs, la B.C.E a régulé les fluctuations du change de l'euro face au dollar est à assurer la stabilité du pouvoir d'achat externe de la monnaie, le change.

Nous allons donc appréhender dans la séquence à venir le fonctionnement des changes.

Ainsi, comme nous l'avons démontré, la politique monétaire a changé de nature depuis les Trente glorieuses et constitue une des politiques économiques les plus déterminantes de la stabilité du système économique.

Face à la globalisation, l'Union européenne a répondu en créant une union monétaire commune plus efficace. Elle est dotée de nouveaux instruments comme les opérations d'open market, les offres de facilités permanentes et l'imposition de réserves obligatoires.

Mais l'instrument privilégié de son action réside dans les taux d'intérêt directeurs, capables de garantir la stabilité du pouvoir d'achat interne et externe de la monnaie.

Il reste cependant quelques questions en suspens :

- ✓ La politique monétaire devra-t-elle à terme prendre en charge la stabilité financière ?
- ✓ Les risques de conflits d'objectifs entre la politique monétaire et la politique budgétaire ne vont-ils pas se poser de façon plus tendue à l'avenir ?

Séquence 4 : La monnaie et les systèmes monétaires internationaux.

« Le Dr Freud rapporte que certaines raisons profondes enracinées dans notre subconscient veulent que l'or, et non point une autre matière, satisfasse des instincts puissants et serve de symbole. »

J.M. Keynes.

« A vrai dire, l'or est déjà une relique barbare ».

J.M. Keynes.

Pourquoi produire plus cher des biens et des services que nous pouvons nous procurer meilleur marché à l'étranger ?

La spécialisation des individus ou d'un pays dans la production où ils sont les plus compétitifs leur permet en échange de cette production de leur procurer les biens et les services qu'ils ne peuvent produire.

L'échange international a longtemps été présenté comme un jeu à sommes positives, où tous seraient gagnants.

S'il y a un avantage certain à disposer de biens et services produits uniquement à l'étranger, il existe une crainte naturelle que cette mise à disposition se fasse par un appauvrissement de la nation avec la disparition de secteurs d'activités et de leurs emplois, conséquence de la concurrence étrangère.

S'il y a bien un avantage à commercer avec l'étranger, il y a aussi un coût à l'ouverture internationale.

Dés lors, les nations ont toujours souhaité échanger à la condition que l'avantage retiré soit, bien sûr, supérieur à son coût.

Ainsi, l'histoire économique est jalonnée d'une succession de périodes où alternent des périodes d'intensification des échanges où le libre échange l'emporte puis des périodes de ralentissement de l'ouverture à l'international, où le protectionnisme s'impose.

Comme l'a indiqué Keynes dans *la Théorie Générale*, la théorie classique a grandement exagéré les avantages du libre échange.

Il apparaît souvent qu'il y a dans l'échange international un gagnant et un perdant.

Mais à l'époque où les classiques britanniques vantent les mérites du libre échange, la Grande-Bretagne est la première puissance mondiale, première puissance industrielle, commerciale et maritime.

Pour quelles raisons aurait-elle à l'époque, refusé de participer aux échanges internationaux alors qu'elle était en mesure de s'imposer ?

Lorsque l'on est le plus fort et que l'on est sûr de gagner, il serait absurde de ne pas jouer.

Comme l'a très vite compris Ricardo. Les deux lois majeures qu'il énonce en économie vont en ce sens.

Avec sa loi dite des avantages ou des coûts comparatifs, il entretient l'illusion d'un gain partagé dans l'échange entre les deux pays pris en exemple, la Grande Bretagne. Le Portugal en se spécialisant dans la production de vin, obtiendrait plus de drap de la Grande Bretagne, que s'il continuait à le produire lui-même. La Grande Bretagne elle aussi plus de vin grâce à son drap dans l'échange que si elle persistait à le produire.

Tout est apparemment pour le mieux dans le meilleur des mondes de l'échange égal.

Or si nous pouvons mentionner les insuffisances de cette loi ne tenant pas compte des différences de qualités entre les produits, ou entre la productivité des mains d'œuvre de chaque pays.

Qui se risquerait à comparer un vin portugais à un vin anglais ? Qui se risquerait à comparer la productivité d'une main d'œuvre britannique conditionnée aux nouvelles cadences de la révolution industrielle à celle d'une main d'œuvre portugaise aux pratiques archaïques ?

A ces deux questions, la réponse est bien sûr, personne.

Mais la véritable démonstration que le commerce international est un jeu où il y a des gagnants et des perdants, nous est donnée par la fameuse des rendements décroissants.

Cette découverte conjointe de Ricardo et de Malthus détruit les avantages supposés de la loi des avantages comparatifs.

En effet la loi des avantages comparatifs démontrés qu'il est de l'intérêt du Portugal de se spécialiser dans la production de vin et ainsi obtenir par l'échange international plus de drap qu'il ne pourrait en produire, grâce à son vin.

Le seul problème à terme pour le Portugal comme pour tous les pays se spécialisant dans une production agricole, sera la loi des rendements croissants puis constants et surtout décroissants.

La mise en culture de terre à fertilité décroissante conduira le Portugal à affronter une élévation de ses coûts de production et donc une dégradation de sa compétitivité.

La Grande-Bretagne continuera-t-elle à acheter un vin portugais de plus en plus cher, peut-être choisira-t-elle le vin italien ?

En tout cas, grâce à cette loi, Ricardo a compris avant tout le monde qu'il est de l'intérêt de la Grande-Bretagne d'externaliser les rendements décroissants en se spécialisant dans un secteur connaissant à l'époque des rendements croissants.

En privilégiant les intérêts de la Grande Bretagne, Ricardo se vengerait-il d'un Portugal qui a conduit son grand père à fuir son pays natal pour échapper à l'inquisition ?

Les premiers économistes qui ont fait part de leur méfiance à l'égard de l'échange international ont été les mercantilistes.

Considérant les métaux précieux et notamment l'or comme source de la richesse des nations, ils voyaient toutes fuites d'or du royaume comme un appauvrissement.

Ainsi, ils préconisaient la réalisation d'excédents commerciaux afin de collecter de l'or en échange du paiement des marchandises et l'extension de la production nationale vers les domaines les plus diversifiés, afin de limiter le plus possible les importations.

Ils préconisaient la mise en place de mesures protectionnistes pour freiner les importations et ainsi les fuites d'or.

Mais cette politique entraînait des mesures réciproques de la part des pays sujets au protectionnisme. Dès lors, le résultat obtenu allait dans le sens d'une atonie des échanges internationaux.

Avec *La Richesse des Nations*, Adam Smith infirma le point de vue mercantiliste. En montrant que la richesse d'une nation ne résidait pas dans ses réserves d'or et que l'or n'était que l'expression de cette richesse.

Il montra les vertus des échanges internationaux, en limitant toutefois les secteurs exposés à la concurrence internationale.

Avec Smith, la logique et la politique de la recherche des excédents commerciaux afin de capter l'or, laissaient la place à la logique et la politique de l'équilibre ou de l'échange équilibré.

Afin que tous soient gagnants dans leur participation à l'échange international, il fallait rechercher l'équilibre comptable et l'équilibre économique.

Mais pour de multiples raisons, la recherche de l'équilibre devint une quête illusoire. Les pays qui réalisaient les excédents les cumulaient alors que ceux qui réalisaient les déficits commerciaux, ne cessaient de les amplifier.

Le problème du règlement des soldes se posait.

Afin de percevoir et de mesurer les flux, les pays, dès le début du XIX^{ème} siècle, les comptabilisèrent au travers du plus ancien document macroéconomique connu, la balance des paiements.

Ainsi enregistrés, les flux laissaient apparaître les déséquilibres. La question de leur règlement était posée.

Lorsque l'or était accepté par tous, le règlement des soldes s'opérait par des entrées ou des sorties d'or.

Mais lorsqu'une monnaie présentait tous les attributs de ce métal, on l'utilisa.

Ainsi la livre sterling devint la monnaie des règlements internationaux jusqu'à la première guerre mondiale.

Le XX^{ème} siècle allait voir le dollar américain jouer ce rôle.

La monnaie nationale d'un pays devenait une monnaie internationale et possédait un pouvoir extraordinaire, celui de régler les dettes au-delà de ses propres frontières, pouvoir libérateur reconnu et accepté par tous.

Cette situation mettait bien sûr, la monnaie retenue dans une situation de monnaie dominante. Ainsi, les règlements des soldes s'opéraient à partir de cette devise.

La balance des paiements devint donc aussi un outil pour savoir si l'économie nationale avait collecté suffisamment de cette devise pour opérer ses règlements.

Mais faute d'avoir engrangé assez de cette devise, la monnaie nationale devait être échangée contre la devise en question, ainsi un rapport d'échange se déterminait entre les deux monnaies, le taux de change.

Les variations des taux de change s'opéraient en fonction des excédents et des déficits commerciaux jusqu'à ce que par tâtonnement s'établisse un taux de change d'équilibre.

Mais avant d'étudier le fonctionnement des changes, passé et présent, nous allons au préalable étudier le document comptable indispensable à la comptabilisation des flux monétaires internationaux, la balance des paiements.

I. - LA BALANCE DES PAIEMENTS.

A) Lire une balance des paiements.

1. Présentation générale.

La balance des paiements est un document comptable qui enregistre les flux d'opérations commerciales, financières et monétaires pour une période donnée, l'année, le trimestre ou le mois entre les résidents et les non-résidents. Pour la France, la Banque de France met à disposition sur son site Internet, le document pour chaque année écoulée.

Comme tous les documents comptables, la balance des paiements est toujours équilibrée, seuls les comptes qui la composent, connaissent des déséquilibres.

Dès lors, parler d'une balance des paiements excédentaire ou déficitaire, n'a pas plus de sens que dire du bilan d'une entreprise qu'il est déficitaire ou excédentaire.

Seuls les comptes, qui la composent sont en déséquilibres.

La méthode d'enregistrement des opérations, s'opère selon le principe de la comptabilité en partie double, une opération donne lieu à deux écritures, l'une au crédit d'un compte, l'autre au débit d'un autre compte.

Les flux entrants de devises sont notés au crédit et les flux sortants sont enregistrés au débit.

On distingue alors deux types d'opérations :

- Les opérations autonomes,
- Les opérations induites.

Les opérations autonomes peuvent soit générer des entrées des devises soit des sorties des devises.

Lorsque les opérations autonomes entraînent une entrée de devises, le flux entrant est enregistré au crédit de la BP, car il entraîne un accroissement des recettes.

Les opérations induites correspondantes à ces opérations, sont enregistrées au débit de la BP.

Pour illustrer ce propos, prenons l'exemple d'un producteur français de vin de champagne, qui vend pour un montant de 6 millions d'euros de bouteilles en Grande-Bretagne. Il réalise une exportation, opération autonome qui crédite de 6 millions d'euros la BP.

Cette opération autonome induit un règlement pour moitié en devises, règlement au comptant et pour moitié par un crédit commercial accordé par l'exportateur au client britannique.

L'opération induite, induit un règlement en devises immédiat et à venir, inscrits au débit de la BP. Ainsi, nous avons :

CREDIT	DEBIT
Exportation de champagne : 6 000 000	Crédit commercial : 3 000 000 Réserves de changes : 3 000 000
TOTAL CREDIT : 6 000 000	TOTAL DEBIT : 6 000 000

Pour compléter notre illustration, prenons l'exemple d'un négociateur français de vins et spiritueux qui achète pour 4 millions d'euros de Whisky aux producteurs écossais.

Il réalise une importation, opération autonome qui débite de 4 millions d'euros la BP. Le règlement s'opère pour moitié au comptant et pour l'autre moitié par un crédit commercial.

L'opération induite enregistrée au crédit de la BP se décompose entre 2 millions d'euros puisés dans les réserves de changes et de 2 millions d'euros de crédit commercial. Ainsi, nous avons :

CREDIT	DEBIT
Crédit Commercial : 2 000 000 Réserves de changes : 2 000 000	Importation de whisky : 4 000 000
TOTAL CREDIT : 4 000 000	TOTAL DEBIT : 4 000 000

Supposons que les crédits commerciaux soient réglés dans le mois.

L'exportation de champagne a engendré une entrée de devises alors que l'importation a provoqué une sortie de devises. Ces deux opérations commerciales autonomes, exportations et importations, induisent deux flux monétaires, opérations induites d'entrée et de sorties de devises, que nous pouvons présenter ainsi :

CREDIT	DEBIT
Exportation : 6 000 000	Importations : 4 000 000 Variation : 2 000 000 de la réserve de changes
TOTAL CREDIT : 6 000 000	TOTAL DEBIT : 6 000 000

La France réalise avec la Grande-Bretagne dans cet exemple, un excédent commercial en matière de produits viticoles, puisque le solde de la balance commerciale en vin est égale à :

$$\begin{aligned}\text{Exportations} - \text{Importations} &= 6 \text{ millions d'euros} - 4 \text{ millions d'euros} \\ &= 2 \text{ millions d'euros} > 0\end{aligned}$$

Ainsi la Grande-Bretagne puise dans ses réserves de change ou vend de la livre sterling pour régler de solde.

La France en réalisant cet excédent commercial, voit ses réserves de changes augmentées de 2 millions d'euros.

Ainsi les flux entrants de devises sont notés au crédit et les flux sortants au débit.

Pour les flux entrants, leur origine peut correspondre à des opérations autonomes, d'exportations de biens et services, de vente de titres nationaux à des non résidents, titres privés, emprunts d'état, bon de trésor, d'emprunts contractés à l'égard de non résidents etc.

Inversement, les flux sortants peuvent avoir pour origine, des importations de biens et de services, achats de titres étrangers par des résidents, titres privés ou bons de trésorerie par des non-résidents, remboursement d'un emprunt contracté auprès de non-résidents, (principal service de la dette (intérêts)), envois des gains des travailleurs immigrés dans leur pays d'origine etc.

L'approche macroéconomique de l'ensemble des opérations autonomes et des opérations induites vise à privilégier le sens de variation des flux, de sorte à savoir s'il y a augmentation ou diminution des réserves de changes, ou s'il y a augmentation ou diminution des avoirs des résidents et ainsi de percevoir comment les flux affectent le stock, c'est-à-dire le patrimoine des résidents, sous ses formes réelles, monétaires ou financières.

C'est pourquoi, il faut toujours mener une lecture attentive des soldes et ne pas tirer de conclusions hatives sur certains déficits.

En effet, un déficit commercial est souvent synonyme de perte de compétitivité de l'économie considérée, mais l'analyse du déficit peut largement relativiser cette interprétation, lorsqu'il s'agit d'importations d'équipements.

De même, l'acquisition par une firme résidente d'une firme concurrente par une Offre Publique d'Achat (O.P.A) réussie, se traduit par une sortie de devises mais elle accroît les actifs de l'entreprise nationale et son pouvoir de marché.

Il y a donc deux phases dans l'approche d'une balance des paiements, la première lecture puis l'analyse détaillée.

Voyons maintenant comment est structurée une balance des paiements.

2. Structuration de la balance des paiements

La Balance des Paiements est composée de trois comptes principaux :

- 1. Le compte des transactions courantes
- 2. Le compte de capital
- 3. Le compte financier ou des questions financières

Il existe un quatrième compte intitulé "erreurs et omissions ". Il s'agit d'un compte d'ajustement qui permet d'équilibrer artificiellement la Balance des Paiements.

Il indique la difficulté d'établir un équilibre comptable avec les informations disponibles.

Mais la variation des réserves de changes, comptabilisée par la Banque Centrale est une information connue sans difficulté

1. Le compte des transactions courantes se compose en quatre sous-comptes :

- 1.1. Biens,
- 1.2. Services,
- 1.3. Revenus,
- 1.4. Transferts.

La balance des transactions courantes regroupe ainsi :

- 1.1 Les opérations sur les biens, exportations et importations de marchandises déterminent la balance commerciale.**
- 1.2 Les opérations sur les services, exportations et importations de services, tels que les transports, les voyages, services d'assurance, financiers etc....**

Lorsque l'on regroupe les opérations de biens et services, le solde entre les exportations et les importations permet d'apprécier la compétitivité de l'économie sous certaines réserves.

- 1.3 Les opérations sur les revenus concernent les revenus des salariés envoyés à l'étranger ou perçus de l'étranger et les investissements directs, de portefeuille ou autres qui génèrent des revenus, revenus envoyés à l'étranger ou en provenance de l'étranger.**
- 1.4 Les opérations de transferts courants sans contrepartie comptabilisent les subventions et les versements effectués à des pays tiers ou reçus de pays tiers et les versements effectués à destination de tiers ou reçus de tiers : on y trouve par exemple l'aide humanitaire, les versements des pays de l'union européenne au budget de l'union, les versements des travailleurs immigrés à leur pays d'origine.**

L'addition des soldes de ces quatre comptes détermine le solde de la balance des transactions courantes.

- 2. Le compte capital concerne uniquement les transferts en capital et les opérations sur les brevets, les droits d'auteurs, de franchises.**

D'un montant très faible, ce compte retrace notamment les opérations de cessions d'actifs fixes ou d'annulation ou de remises de dettes sans contrepartie pour le créancier.

3. Le compte financier ou compte des opérations financières recense tous les mouvements de capitaux entre les résidents et les non-résidents. Il se décompose en cinq sous-comptes :

- 3.1 Investissements directs (ID),
- 3.2 Investissements de portefeuille,
- 3.3 Produits financiers dérivés,
- 3.4 Autres investissements,
- 3.5 Avoirs de réserve.

3.1 Le compte des investissements directs de l'économie à l'étranger et inversement, enregistre les flux financiers par des résidents pour acquérir, accroître ou inversement pour liquider " un intérêt durable " dans une entreprise non résidente.

En pratique, on considère qu'il y a investissement direct de l'économie lorsque l'investisseur détient au moins 10% du capital social de l'entreprise investie, 10% des actions ou des droits de vote de l'entreprise dans laquelle il investit.

3.2 Le compte des investissements de portefeuille, sont enregistrées les transactions sur des titres (actions en dessous du seuil de 10%) des créances (obligations) et instruments du marché monétaire (titres du marché monétaire).

3.3 Le compte des produits dérivés correspond aux achats et ventes de ce type de produits (options, swaps etc.) destinés à se protéger contre les risques de taux d'intérêt ou sur les prix. Ils sont comptabilisés nets par type d'instruments.

3.4 Le compte des autres investissements comprend les crédits commerciaux, crédits liés aux financements des exportations et des importations et les prêts bancaires.

3.5 Le compte des avoirs de réserve, retrace les variations des avoirs de la banque centrale :

- Avoirs en devises, monnaie fiduciaire, dépôts et titres,
- Or "monétaire " détenu par la banque centrale,
- les droits de tirage spéciaux DTS,
- la position de réserve sur le FMI.

L'addition de ces cinq sous-comptes, nous donne le solde de la balance des opérations financières.

Pour les pays industrialisés, le compte des opérations financières représente environ 90% des flux enregistrés alors que le compte "haut de la balance ". Celui des opérations courantes, on pèse plus pour 10%.

La globalisation financière transparaît clairement dans la financiarisation de la Banque des Paiements.

L'addition des soldes des trois principaux comptes, nous donne alors la position déficitaire ou excédentaire ou équilibrée de l'économie sur l'ensemble des opérations commerciales, financières et monétaires effectuées avec les non-résidents.

La situation déduite alors sera celle de la position extérieure, c'est-à-dire le solde des créances et des engagements d'un pays à l'égard du reste du monde.

Une position extérieure positive correspond à un pays créiteur net et une position extérieure négative désigne un pays débiteur net à l'égard du reste du monde.

L'analyse économique de la Balance des Paiements pose alors le problème de la convergence vers l'équilibre ou la reproduction des excédents ou des déficits à moyen terme et de leur pérennité.

B) Analyse d'une balance des paiements

Le solde de la balance globale est égal à la somme des soldes de la balance des opérations courantes et de la balance des opérations financières.

Si comme tout document comptable, la balance des paiements est équilibrée, cet équilibre est obtenu à partir de la variation de la position extérieure.

Ainsi, si nous notons le solde de la balance des transactions courantes : SC et le solde des opérations financières SF et ΔR , la variation de la réserve de change

L'équilibre comptable de la balance des paiements est obtenu par :

$$SC + SF + \Delta R = 0 \text{ ou } SC + SF = \Delta R$$

Nous avons alors trois cas de figures concernant ΔR .

1. $\Delta R = 0$:

L'équilibre comptable de la balance des paiements correspond ici à un équilibre économique, les soldes se compensent entre eux.

Il n'y a donc pas d'impact, ni sur les quantités de devises en réserve, la réserve de change, ni sur le prix des devises face à la monnaie intérieure, le taux de change.

Cette situation est obtenue par une égalisation parfaite des soldes en valeur absolue, $|SC| = |SF|$ parce que les deux soldes sont égaux en valeur absolue avec soit un excédent de la balance des opérations courantes qui compense le déficit de la balance financière ou un déficit de la balance des opérations courantes qui est compensé par l'excédent de la balance financière.

2. $\Delta R < 0$:

L'équilibre comptable est obtenu par une diminution des réserves de changes, ou par une variation du taux de change de la monnaie intérieure face aux autres devises.

La monnaie intérieure est alors vendue contre les devises nécessaires au règlement du solde et il y a alors de fortes chances pour que la monnaie intérieure enregistre une dépréciation de son taux de change face aux autres devises.

Dans un système de changes flexibles pur, cette dépréciation du change devrait permettre un retour à l'équilibre, car elle provoque un renchérissement des importations alors que les exportations sont devenues meilleures marchés.

3. $\Delta R > 0$:

L'équilibre comptable est alors obtenu par un accroissement des réserves de changes ou par une variation du taux de change de la monnaie intérieure.

Dans le cas présent, il s'agit d'une appréciation puisque la monnaie intérieure est demandée sur le marché des changes pour le règlement des soldes des pays tiers. Cette appréciation devrait handicaper à terme la compétitivité du pays concerné.

Cette approche théorique a très souvent été infirmée par les faits.

En effet, sur le marché des changes, toutes les monnaies ne se valent pas et « le risque pays », risques de défaillance dans le remboursement de ces dettes, ne sont pas les mêmes.

Si un pays possède une monnaie dominante du système monétaire internationale, il lui suffit d'émettre de la monnaie sous différentes formes pour financer ses déficits, déficit de la balance des opérations courantes et même déficit budgétaire, on parle alors de déficits jumeaux "twin deficits".

Cette situation a caractérisé les Etats-Unis pendant les années 1980 et au début des années 2000.

Le dollar permet aux Etats-Unis, la perpétuation de déficits de ce type, tant que le dollar sera accepté comme monnaie internationale.

Pour un pays qui ne possède pas la monnaie dominante du système monétaire international se pose rapidement la question de la soutenabilité des déséquilibres externes.

Ainsi, la question du risque pays se pose, lorsque les déficits se cumulent et s'accumulent sous la forme d'une dette.

La confiance des créanciers dans la capacité du débiteur à faire face à ses engagements est cruciale. Ainsi l'Australie, le Canada, la Russie, le Mexique, la Turquie, n'auront pas le même crédit auprès des mêmes créanciers.

Dès lors, le pays concerné doit donner un certain nombre de gages dans sa capacité à honorer ses engagements par une politique économique de réduction des déficits en augmentant la prime de risque par des taux d'intérêts réels plus rémunérateurs pour conserver les capitaux mais parallèlement, ils s'exposent à des effets récessionnistes probables.

Il existe toutefois le risque d'un effet "boule de neige ", l'endettement se cumule, le pays ne peut même plus rembourser le service de la dette donc les intérêts. La crise mexicaine de 1982 et le problème de la dette lors des années 1980, les politiques d'ajustement structurel, témoignent du cercle infernal de l'endettement.

A l'inverse, les pays qui réalisent des excédents, continuent à les accumuler et font face à l'appréciation continue de leur monnaie. Pour s'affranchir de cette contrainte, il leur faut opter pour la compétitivité qualité.

L'Allemagne de l'Ouest avec le Deutsche Mark et le Japon avec le Yen ont connu cette situation. Les Japonais qualifient ce phénomène d'ENDAKA.

On peut se demander si après tout, l'intuition mercantiliste était fondée ?

La question de l'ajustement des soldes de la balance des paiements et du retour à l'équilibre se pose alors de façon cruciale pour l'analyse économique.

Le processus de rééquilibrage privilégié par l'analyse économique dépend alors de la lecture opérée, soit la lecture dite "par le haut " ou la lecture dite "par le bas ".

Nombre d'économistes ne considèrent que l'équilibre de la balance des transactions courantes.

Pour eux à l'exception des Etats-Unis avec le dollar, aucun pays ne peut durablement rester importateur net de capitaux et donc soutenir une dette à long terme.

Leurs travaux portent donc sur l'équilibre de la balance courante, l'impact d'une dévaluation, les élasticités critiques, la courbe en "j".

D'autres économistes en opérant cette lecture par le bas de la balance des paiements, privilégient l'approche monétaire de la balance des paiements.

Nous allons désormais envisager ces deux lectures.

1. Le retour à l'équilibre par l'équilibre du solde courant.

L'équilibre de la balance des transactions courantes dépend :

- De la variation des prix domestiques et des prix étrangers, qui dépend de la variation des taux de change et du différentiel d'inflation,
- Des fluctuations du revenu national et des revenus étrangers qui déterminent le niveau de la demande interne et externe.

Pour retrouver l'équilibre de la balance courante, il faut faire en sorte le montant des exportations et des importations s'égalisent durablement de sorte que le déficit se transforme en équilibre voire en excédent.

A priori, une intervention sur les prix intérieurs et sur le taux de change, de sorte à modifier la compétitivité prix des produits nationaux, apparaît comme envisageable.

Il s'agit d'agir sur les prix intérieurs de sorte à gagner en compétitivité.

Il s'agit donc **d'une politique de désinflation compétitive**, ainsi le différentiel d'inflation est favorable aux produits nationaux, ce qui leur redonne une compétitivité interne et externe.

Il s'agit aussi d'agir sur le taux de change de la monnaie soit en le laissant, se dévaloriser soit en procédant à une dévaluation de la monnaie nationale.

Face aux autres devises, qui a pour effet de diminuer le prix des produits nationaux à l'étranger et donc de gagner en compétitivité externe, alors que les prix des produits étrangers sur le territoire national augmentent, ce qui renforce la compétitivité interne des produits nationaux. Il s'agit alors **d'une politique de dévaluation compétitive**.

Les effets attendus sur la balance des transactions courantes prennent la forme de la courbe en "J", appliquée à la balance commerciale.

La forme de la courbe suit celle de la lettre "J", car elle se décompose par un effet en deux temps.

Lors de la dévaluation de la monnaie nationale, on assiste dans un premier temps à **un effet prix** qui dégrade le solde de la balance commerciale, les quantités importées restent les mêmes bien que leurs prix aient augmenté et les quantités exportées restent les mêmes malgré la baisse de leur prix.

Lorsque le seuil minimal est atteint, la modification s'opère par la prise en compte de l'effet quantité, une substitution s'est opérée entre les produits nationaux meilleurs marchés et les produits étrangers, ainsi les quantités importées diminuent et les quantités exportées augmentent de sorte à atteindre l'équilibre de la balance commerciale voire même l'excédent.

Mais l'amélioration du solde de la balance commerciale est subordonnée à des effets quantité supérieurs aux effets prix.

Le théorème des élasticités critiques de Marshall – Lerner – Robinson, précise les conditions de la réussite d'une dévaluation.

L'amélioration du solde de la balance commerciale dépend de la forte élasticité des exportations et des importations aux taux de change réels.

Ainsi pour qu'une dévaluation améliore le solde de la balance commerciale, il faut que la somme des élasticités - prix des demandes de produits exportés et importés soit supérieure à 1.

On peut écrire : la variation du solde commercial à la suite d'une dévaluation ainsi :

$$\Delta SC = p_x \cdot \Delta X + \Delta p_x \cdot X - p_m \cdot \Delta M - \Delta p_m \cdot M$$

X = exportations, p_x : prix des exportations

M = importations, p_m : prix des importations

$$e X/p_x + e M/p_m > 1$$

Comme la dévaluation a un double effet, une amélioration de la compétitivité prix et une dégradation de termes de l'échange, il faut alors savoir quel est l'effet qui va l'emporter, l'effet prix ou l'effet quantité.

Si les quantités restent inchangées, la dévaluation n'améliorera pas le solde commercial si par contre l'effet prix l'emporte alors l'objectif est atteint.

L'effet dominant dépend donc de la sensibilité du commerce extérieur aux variations des prix, d'où l'utilisation des élasticités demande par rapport aux prix.

Mais il ne s'agit pas des seules conditions nécessaires à la réussite d'une dévaluation pour rééquilibrer le solde de la balance des transactions courantes.

Nous pouvons indiquer d'autres conditions comme :

- La capacité de l'appareil productif national a répondre à l'augmentation de la demande.
- La situation macroéconomique internationale où la croissance mondiale est plus soutenue que la croissance nationale de sorte que les exportations sont stimulées par la croissance extérieure alors que les importations sont freinées par la moindre croissance nationale.
- Les comportements de marges des entreprises peuvent réduire l'impact d'une dévaluation, car si les entreprises étrangères décident de réduire

leurs marges, l'effet prix sur les importations est minoré, de même si les entreprises nationales décident d'accroître leurs marges, l'effet prix sur les exportations est lui aussi minoré, dès lors le prix des importations augmente moins suite à la baisse des marges et le prix des exportations, baisse moins en raison de la hausse des marges, l'impact sur les quantités se traduit donc par une moindre baisse des importations et une moindre hausse des exportations.

- De plus, certaines importations comme le pétrole ou les matières premières, ne sont pas parfaitement substituables. Il y a une quasi-rigidité de la demande globale qui considère ces importations comme des consommations intermédiaires indispensables à la production ou/et comme des consommations finales indispensables pour les consommateurs. Le résultat de la dévaluation se concrétise dans une majoration des prix des produits importés, ce qui peut nuire à la compétitivité prix nationale. Nous assistons alors au phénomène de **l'inflation importée** suite à la dévaluation.
- L'approche par le multiplicateur de commerce extérieur fait valoir qu'une dévaluation réussie stimule le niveau du revenu national et donc l'emploi.

$$\text{On pose : } Y + M = C + I + G + X$$

$c = dC/dY$: propension marginale à consommer,

$d = dM/dY$: propension marginale à importer,

en variation on peut écrire :

$$dY + dM = dC + dI + dG + dM$$

$$\text{d'où } dY + MdY = c.dY + dI + dG + dM$$

$$dY (1 + m - c) = dI + dG + dx$$

$$\text{d'où : } dY = 1/1+m-c$$

Nous obtenons le multiplicateur suivant :

$$k = 1/(1+m-c) .$$

Tout accroissement d'une des composantes de la demande globale entraîne un accroissement du revenu.

Les exportations stimulant donc le revenu, le multiplicateur est légèrement réduit de la valeur de la propension marginale à importer.

2. Le retour à l'équilibre par l'approche monétaire de la balance des paiements (AMBP)

L'approche monétaire de la balance des paiements "modèle de Polak " (1957) (1997), relie le solde de la balance globale à l'évolution de la masse monétaire et explique que tout déséquilibre entre l'offre et la demande de monnaie se traduit par le déséquilibre de la balance globale.

Ainsi, lorsque le solde de la balance des paiements est déficitaire, la variation de la position monétaire extérieure est négative, les réserves de changes diminuent ($\Delta R > 0$) et la masse monétaire interne augmente.

Dès lors, tout déséquilibre entre l'offre et la demande de monnaie, déséquilibre monétaire interne entraînera le déséquilibre de la balance des paiements.

Dans un schéma, où toute la monnaie sert à des fins de transactions, un excès d'offre de monnaie interne doit être exporté, c'est-à-dire dépensé par l'achat de biens et services importés.

Il y a donc déficit de la balance des transactions courantes. Mais en faisant baisser le niveau des réserves de changes pour le règlement de ce déficit, il y a ainsi diminution de la masse monétaire et l'excès de monnaie disparaît.

Il y a rééquilibrage automatique de l'offre et de la demande de monnaie et ainsi de la balance des transactions courantes. La balance globale est alors équilibrée.

Il s'agit bien d'une lecture "par le bas " car le solde de la balance des opérations courantes reflète les comportements monétaires des agents, et le retour à l'équilibre est obtenu par la variation des réserves de changes, de la masse monétaire, donc par la quantité de monnaie.

L'ombre de la théorie quantitative de la monnaie n'a donc pas fini de planer sur l'analyse économique du retour à l'équilibre.

Entre les deux lectures, nous retrouvons le clivage déjà rencontré entre les keynésiens et les monétaristes.

Mais désormais arrivés à ce stade de notre exposé sur le retour à l'équilibre de la balance des paiements, il nous faut désormais prendre en considération l'impact du système de changes en distinguant l'équilibrage en changes flexibles et l'équilibrage en changes fixes, mais pour ce faire, un détour historique s'impose.

II. - LE MARCHÉ DES CHANGES.

A. Les taux de change et leurs déterminants.

1. Quelques définitions.

Le taux de change en cours d'une monnaie est un rapport bilatéral entre deux monnaies entre elles sur le marché des changes, en fonction de l'offre et de la demande des deux monnaies en question.

Ainsi nous disposons de deux rapports de change. Si nous prenons le taux de change du dollar et de l'euro, nous avons le taux de change du dollar par rapport à l'euro et le taux de change de l'euro par rapport au dollar, l'une des deux monnaies est exprimée en fonction de l'autre. Il s'agit du même rapport mais inversement proportionnel pour l'une ou l'autre.

Au 30 juin 2006, nous avons :

1 Euro = 1.278 dollars US, taux de change de l'euro face au dollar : $e_{\$/\text{€}}$ et 1 dollar = 0,782 euro, taux de change de dollar face à l'euro = $e_{\text{€}/\$}$

Il s'agit donc d'un rapport qu'il suffit d'inverser pour obtenir l'expression désirée.

Ainsi, lorsqu'une monnaie s'apprécie, une même quantité permet d'obtenir plus de devises, cela correspond à la dépréciation des autres devises face à la monnaie.

Lorsque l'euro s'apprécie, la cause de l'appréciation du taux de change de l'euro face au dollar peut être liée à la politique monétaire européenne ou à la politique monétaire américaine qui souhaite déprécier le dollar. Si le résultat est le même, la cause initiale diffère.

Le taux de change dont il est question ici est le taux de change nominal (TNC), il est soit fixé sur le marché des changes, soit imposé par les autorités monétaires et/ou gouvernementales selon les cas.

Le pair de change correspond à une parité officielle, définie par rapport à un étalon de référence dans le cadre d'un régime de changes fixes. Cet étalon de référence peut être l'or, le dollar, un panier de monnaies comme jadis l'E.C.U.

Pour obtenir le taux de change réel (TCR), on déflate le taux de change nominal selon l'indice des prix du pays. Ce taux de change est donc construit et non constaté comme le T.C.N.

La stabilité du taux de change réel peut être obtenue par exemple avec une dépréciation du taux de change nominal de 5% avec une inflation de 5%.

Si on retient l'expression $e_r = e_n/p$

où e_r = taux de change réel

e_n = taux de change nominal

p = indice des prix

La stabilité de e_r est obtenue par une variation de même amplitude mais inverse entre e_n et p .

Mais le taux de change réel ne dépend pas uniquement du niveau général des prix, car les fluctuations du taux de change nominal dépendent aussi de la structure des échanges, selon les partenaires commerciaux privilégiés.

A l'époque du Franc et du Deutsche Mark, le taux de change entre les deux monnaies était tout autant tributaire du différentiel d'inflation entre eux que de l'évolution de la structure des échanges. La France et l'Allemagne étaient à l'époque et le reste encore aujourd'hui, l'un pour l'autre le premier client et le premier fournisseur, en volume et en valeur des produits importés et exportés.

Le taux de change effectif réel (TCER) vise à intégrer ces deux déterminants.

Le moyen alors pour stabiliser les fluctuations de change passe d'abord par la stabilisation du taux de change nominal, stabilisation qui implique celle des prix.

3. Les principaux déterminants du taux de change

- Les soldes de la balance des paiements ont longtemps été considéré comme, la principale variable explicative des variations des taux de change.

Déjà Ricardo expliquait les variations du change à partir des excédents ou des déficits des opérations courantes. La surévaluation ou la dépréciation du taux de change assurait l'obtention de l'équilibre.

- La théorie des Parités des Pouvoirs d'Achat (PPA) est venue compléter l'approche ricardienne en faisant valoir que le pouvoir d'achat d'une monnaie dépend du taux de change de la monnaie nationale par rapport aux autres devises et par rapport au différentiel d'inflation du pays avec ses partenaires commerciaux.

Une monnaie à fort pouvoir d'achat à un moment donné, peut alors se procurer une quantité de produits étrangers importante, ce que fournissent les importations et freinent les exportations.

Le solde de la balance commerciale se dégrade, alors le taux de change se déprécie et il va s'équilibrer de sorte, à être compatible avec l'équilibre extérieur.

Il égalisera les prix d'un panier de biens identiques, les consommateurs bien que ne disposant pas de la même monnaie auront un pouvoir d'achat à parité grâce à l'adaptation du taux de change.

On distingue la PPA absolue qui pose que deux biens identiques vendus dans deux pays sont au même prix dans chacune des deux monnaies.

Il s'agit de la loi du prix unique et la PPA relative où la variation des taux de change de deux monnaies est égale au différentiel d'inflation entre les deux pays.

Il apparaît encore plus aujourd'hui que la PPA n'explique pas complètement l'évolution des taux de change notamment par le rôle croissant joué par les flux de capitaux dans la détermination du change.

- Le rôle des taux d'intérêt est devenu à court terme depuis la globalisation financière, le principal facteur déterminant les variations du taux de change.

Ainsi, la théorie des parités des taux d'intérêt explique mieux les variations du change que la théorie de la parité des pouvoirs d'achat.

En effet, la libre circulation des capitaux, leur permet de rechercher les taux d'intérêt réel, les plus rémunérateurs, en convertissant les capitaux dans la monnaie qui procure les taux les plus élevés, sous réserve d'une confiance totale des investisseurs.

Dès lors, le moindre écart entre les taux d'intérêt va entraîner des conversions de capitaux affectant les changes.

C'est pourquoi, la stabilité des mouvements des capitaux sera obtenue lorsque le différentiel de change s'égalisera au différentiel d'intérêt.

Le rôle de la politique monétaire s'avère crucial dans la gestion du change.

- La détermination des changes dépend largement du régime système de changes, dans lequel ils opèrent, changes fixes ou flexibles.

Dès lors, un détour historique s'impose pour comprendre le système de changes actuel à partir de l'évolution passée.

B. Evolutions des systèmes de changes.

L'évolution du système de change est marquée par deux étapes principales, la première est celle qui mène de l'étalon or à l'étalon de change or, la seconde est celle qui instaure les changes flottants à la pratique des zones cibles.

1. De l'or aux devises clés.

La fin des guerres napoléoniennes et la défaite le 18 juin 1815 de Napoléon à Waterloo, consacrent la suprématie britannique. Les qualités de l'Etalon or vantées par Ricardo vont dans les faits établir la suprématie monétaire de la livre sterling.

Au début du XIXème siècle, la Grande-Bretagne est le seul pays à choisir le monométallisme or alors que la France conserve le bimétallisme or et argent.

Elle est aussi le seul pays à garantir une parité fixe de livre par rapport à l'or jusqu'en 1914, soit £ st 1 = 8 grammes d'or environ.

Les entrées et les sorties d'or dans un système d'étalon or constituent théoriquement le moyen de régler les soldes.

Mais, les coûts entraînés par de tels déplacements, l'affirmation de la City comme première place financière mondiale, la confiance absolue dans la politique monétaire de la Banque d'Angleterre, la puissance économique de la Grande-Bretagne, vont très vite transformer l'étalon or en théorie, en un étalon sterling dans les faits.

La livre sterling s'impose jusqu'en 1914 comme la monnaie dominante du système monétaire international.

La première guerre mondiale marque sur la plan monétaire aussi, un profond bouleversement. La Grande-Bretagne a perdu en 1918, sa place de première puissance monétaire pour la céder aux Etats-Unis.

Les belligérants européens ont combattu jusqu'à la ruine de leurs économies et sur ce plan, ils sont tous vaincus.

Leurs réserves d'or ont été englouties dans le matériel militaire, l'endettement a atteint des proportions abyssales pour la France, la Belgique et la Grande-Bretagne.

Leur créancier principal, les Etats-Unis possèdent en 1918 les $\frac{3}{4}$ du stock d'or mondial, ils avaient déjà en 1914, $\frac{1}{4}$.

La puissance monétaire des Etats-Unis émerge des 1918 et la conférence de Gènes en 1922, consacre la suprématie du dollar, avec la mise en place de l'étalon de change or.

Le Gold standard, l'étalon or a vécu, désormais place au Gold Exchange standard, l'étalon de change or, qui instaure une relation directe à l'or pour trois monnaies, le dollar, la livre sterling et le franc, et une relation indirecte pour les autres devises dites périphériques, qui doivent passer par les trois devises clés pour être converties en or.

Les trois devises clés doivent conserver la parité fixe de leur monnaie face à l'or. Les autres devises doivent conserver une parité fixe face aux devises clés.

Dans les faits, seuls les Etats-Unis sont en mesure de faire jouer au dollar ce rôle, la livre va tenter et la politique monétaire suicidaire de Winston Churchill pour l'industrie britannique va être fustigée par Keynes et la stabilisation remarquable de Poincaré masque le déclin monétaire français.

Les années 1930, conduiront la Grande-Bretagne et la France à renoncé définitivement à une parité or pour leur monnaie et à prendre conscience des contraintes du présent en laissant les illusions de la grandeur passée.

Mais la période de l'entre deux guerres est marquée par le repli des puissances sur elles-mêmes et leurs empires coloniaux.

Le protectionnisme, la question des réparations allemandes, instaurent un climat peu propice à la coopération.

Les Etats-Unis ne font pas jouer au dollar son rôle de première monnaie mondiale et n'alimentent pas le reste du monde en liquidités. L'étalon de change or est officiellement établi mais ne fonctionne pas dans les faits.

Il faut attendre le 22 juillet 1944, pour que l'étalon de change or soit adopté lors de la conférence de Bretton Woods, petite ville du New Hampshire.

Les Etats-Unis, la France et la Grande-Bretagne proposent trois plans pour refondre le système monétaire international.

Le plan américain proposé par White, vise à rétablir l'étalon de change or avec une seule monnaie directement convertible, le dollar au pair \$ 35, l'once d'or.

Le plan britannique proposé par Keynes, vise la mise en place d'une monnaie de règlement commune et mondiale, qu'il appelle le bancor.

Le plan français présenté par Pierre Mendès France propose de rompre avec le support métallique de la monnaie et d'opter pour les matières premières.

La situation géopolitique et le pragmatisme immédiat assurent au plan américain le succès.

Dès lors, le système de Bretton Woods du 22 juillet 1944 au 15 août 1971, va assurer une stabilité des changes propice à la croissance économique.

Toutefois, ce système présente une faille, établie par l'économiste belge Robert Triffin (1911 – 1993), qui prévoit un risque systémique à terme.

En faisant jouer au dollar, le rôle de monnaie mondiale, il faut alors que l'émission de dollars quelle que soit sa forme, excède les besoins monétaires des Etats-Unis.

De plus ces dollars conservés en dehors des Etats-Unis. Les xenodollars, doivent rester dans les réserves des banques centrales européennes en devenant des eurodollars ou dans celles dans des pays producteurs de pétrole appelés pétrodollars.

Toutefois, ces xenodollars restent convertibles en or.

Imaginons que cette conversion ne soit plus possible, les Etats-Unis ne pouvant assurer la conversion or de leur monnaie faute d'une quantité suffisante de métal, une convertibilité massive des xenodollars entraînerait alors le système de Bretton Woods à sa perte.

Triffin a ainsi anticipé l'évolution du système des devises clés.

Tant que le monde est confronté à une pénurie de dollar (dollar gap) et que la confiance dans sa convertibilité demeure incontestée, "le dollar est aussi bon que l'or", "dollar as good as gold".

A partir du moment, où le doute sur la convertibilité s'instaure, le dollar va devenir inconvertible.

En la matière, la France va amorcer le mouvement de défiance, car sur les conseils de Jacques Rueff, le Général de Gaulle impose à la Banque de France, la conversion systématique de tout dollar en or.

Entre 1959 et 1971, le stock d'or de Fort Knox a diminué de plus de moitié alors que le dollar a été émis de façon exponentielle.

La guerre du Viet-nâm et son coût vont précipiter la fin de Bretton Woods. Le **15 août 1971**, Richard Nixon déclare le dollar inconvertible pour stopper l'érosion des réserves d'or américain.

Parallèlement, les autorités monétaires américaines qui s'affranchissent aussi de leur contrainte, souhaitent toutefois que les autres pays continuent à défendre les marges de fluctuations de leur monnaie au début, de plus ou moins 1%, réduite à plus ou moins 0,75 % en 1958.

Mais la rupture unilatérale des Etats-Unis du maintien de la convertibilité or de sa monnaie entraîne de fait la mise entre parenthèse de la discipline de change à laquelle devaient se conformer les autres monnaies.

Les accords de Washington du 18 décembre 1971, proposent une marge de fluctuation de plus ou moins de 2,25%.

Mais face aux amplitudes de fluctuations du taux de change du dollar face aux autres devises, tous renoncent à défendre ces marges et de fait, le flottement généralisé des taux de changes se met en place.

Le système de Bretton Woods a cessé d'exister, les changes flottants ou flexibles s'imposent alors.

2. Des changes flottants aux zones cibles.

Les accords de Kingston à la Jamaïque en janvier 1976 reconnaissent implicitement le flottement généralisé des monnaies et la démonétisation de l'or.

Le système des changes flexibles, expression retenue par les monétaristes alors que les keynésiens lui préfèrent celui de flottants, devient le mode détermination des changes.

Le taux de change varie selon les variations de l'offre et de la demande sur le marché des changes. Il n'y a plus de parité officielle à défendre et maintenir

comme c'était jadis le cas en régime des changes fixes. Les taux fluctuent au gré des variations des marchés.

Les monétaristes font alors valoir que cette flexibilité des changes va assurer théoriquement l'équilibre automatique des soldes de la balance des paiements.

La balance des opérations courantes grâce à la flexibilité des changes va tendre vers l'équilibre puisque si l'on observe un excédent de cette balance, la monnaie va voir son taux de change s'apprécier car acheter sur le marché des changes contre les autres devises.

Ainsi, cette appréciation du taux de change de la monnaie aura pour effet de réduire la compétitivité prix des exportations et des produits nationaux, les importations étant devenues meilleures marchés. Alors, l'excédent se transforme en déficit et la monnaie se déprécie.

La dépréciation du change rétablit la compétitivité prix de sorte qu'à terme l'équilibre de la balance des transactions courantes est obtenu et stabilisé grâce au taux de change d'équilibre.

Pour la balance des opérations financières, les variations des réserves de change et donc des quantités de monnaie vont entraîner une abondance ou une rareté des capitaux disponibles, alors l'intervention des taux d'intérêt va permettre l'équilibre entre la demande et l'offre de capitaux.

Ainsi cette conception, fait apparaître les avantages de la flexibilité des taux de change dans la réalisation de l'équilibre extérieur.

Toutefois, le système de change flexible introduit une incertitude radicale sur l'évolution du taux de change, chose qui n'existait pas avec les changes fixes.

Le flottement des taux de change ne permet pas de savoir le prix d'achat ou de vente des produits à court, moyen et long terme.

Il devient alors possible de payer plus cher ou moins cher en $t+n$, des produits commandés en t .

Si les agents ont une aversion face au risque de change et face à la perte de change, ils peuvent décider de s'assurer, c'est-à-dire externaliser le risque vers un tiers qui lui garantit le prix.

Cette opération est celle de la couverture du risque de change et le cambiste, l'agent de change, l'intermédiaire.

La conséquence immédiate de cette situation se traduit par une augmentation des coûts, coûts de transactions, d'intermédiation, et donc par une augmentation des prix.

Pour les flexibilistes, le taux de change est la variable de bouclage, la variable d'ajustement de la politique économique alors que les adeptes de changes fixes, les fixistes, le taux de change est un point fixe à partir duquel les agents formulent les anticipations.

Ainsi très rapidement, le flottement pur va connaître certaines variantes, avec un flottement impur, dont le serpent monétaire européen, sera une ébauche, transformé un système monétaire européen.

Très tôt, les européens ont compris l'intérêt de s'affranchir de la tutelle monétaire du dollar.

Les américains ayant pour habitude de déclarer : "le dollar c'est notre monnaie, mais votre problème " et de pratiquer "la douce négligence " (benign neglect).

Le dollar restant la monnaie de règlement international et de réserve, les déficits américains étaient simplement financés par de l'émission monétaire.

Ce privilège monétaire, les pays européens n'en disposaient pas.

C'est pourquoi, dès 1969/70, l'idée d'une monnaie unique et commune est présentée dans les rapports de Werner et de Barre comme le moyen le plus pratique pour régler les fluctuations erratiques des changes.

La création du SME en 1979 va permettre une stabilisation progressive des taux de change pour les pays membres et créer les conditions nécessaires à la mise en place de l'euro.

Pendant les années 1970/80, le cours du dollar suit un mouvement fluctuant qui conduise certains à le qualifier de "yoyo".

En février 1985, il atteint le seuil historique de 1 dollar pour 10,6 francs, pour toutes les autres devises y compris le Yen et Deutsche Mark, l'appréciation du dollar devient problématique.

En février 1987, les accords du Louvre établirent une nouvelle pratique, le maintien des parités des monnaies dans les marges volontairement non

communiquées et donc laissées floues pour contrarier les mouvements spéculatifs.

La pratique des zones cibles voyait alors le jour.

Les banques centrales s'engagent alors à coordonner leur politique monétaire.

Cette période correspond à la mise en place effective de la globalisation et des "3D".

Nous retrouvons alors les conclusions livrées par Mundell avec son triangle d'incompatibilités.

En régime de changes flottants, de libre circulation des capitaux, la politique monétaire ne peut être que concertée.

Les pays membres de la zone euro ont estimé qu'une seule politique commune constituée la meilleure réponse. Dans ce contexte, la mise en place de l'euro n'était pas un choix comme l'ont cru certains, mais une obligation.

J. Williamson a travaillé sur les zones cibles en expliquant que la détermination d'un taux de change optimum déterminé à partir du taux de change d'équilibre fondamental, devait être faite par les banques centrales, laissant à l'appréciation de chacun la révélation de ce taux soit pour réaliser un effet d'annonce et en faire le taux cible, soit pour bénéficier d'une effet de surprise, en faisant un taux secret.

Dès lors les banques centrales coordonnent leurs interventions en matière de taux d'intérêt ou de politique d'open market, de sorte à graviter autour de ce taux de change optimal.

Aujourd'hui coexistent plusieurs types de régime de change, il y a des pays qui ont fait le choix de l'ancrage fixe face au dollar ou l'euro, d'autres qui ont opté pour un ancrage souple, et d'autres qui privilégient un flottement plus ou moins contrôlé.

Nous allons donc aborder la réalité présente du marché des changes.

C. Le marché des changes aujourd'hui.

L'échange de devises pour les règlements des opérations courantes du commerce internationale et pour les conversions de capitaux, opérations financières impliquant des transferts d'épargnes, entre zones monétaires, nécessitent l'intervention du marché des changes.

Ce marché international cote en continu, sans localisations géographiques et physiques.

Il s'agit d'un marché de gré à gré où la mise en réseau des opérateurs se fait par téléphone ou par connexions informatiques.

Ce marché est compartimenté où se distinguent le marché des changes au comptant, le marché des changes à terme et le marché des produits dérivés.

Le taux de change prix relatif des devises entre elles, peut être exprimé de différentes façons.

Il y a deux manières habituelles correspondant à deux modes de cotations.

La cotation au certain, consiste à exprimer une unité de la monnaie domestique en fonction d'une devise.

La cotation à l'incertain revient à exprimer une unité de la devise en monnaie domestique.

La cotation retenue dépend de l'endroit où l'on se trouve.

Dans la zone euro, on exprimera un euro en fonction de sa quantité de dollar 1 € sera égal à x dollars alors que dans la zone dollar on exprimera 1 dollar en y euros.

La cotation au certain d'une zone correspond à la cotation à l'incertain de l'autre.

Ce rapport d'échange entre les devises est le même mais inverse.

Comme il est facile de l'observer dans le quotidien, la cotation des devises ne s'opère pas à taux de change unique.

On peut observer un cours acheteur et un cours vendeur, l'écart entre les deux cours, la fourchette est appelée "spread", acheteur-vendeur.

Le marché des changes traite quotidiennement un volume de transactions actuellement dépassant les 2000 milliards de dollars.

En 1989, il en traitait environ 600 milliards, en 2001, 1200 milliards, et en 2004, 1880 milliards.

Il constitue le marché monétaire le plus important au monde et dont la croissance est continue.

Cette croissance ne doit pas suspendre car elle suit le dynamisme du commerce mondial et les besoins de devises et de produits pour les règlements des opérations commerciales.

De plus la parfaite mobilité des capitaux permet des placements plus volatiles selon les taux d'intérêt, les risques ou les perspectives de gains.

Dans le contexte d'incertitude d'évolution des taux de change, la position de changes, la détention de devises, expose obligatoirement à des variations de taux qui peuvent soit entraîner des pertes de change ou des gains, ils courent donc de façon passive ou active un risque de change.

Le risque est alors fonction de la durée de détention des devises. La position de change sera alors qualifiée de longue ou de courte selon la durée.

Certains agents ont une aversion face à ce risque. Ils utilisent soit des instruments de couverture, afin d'assurer leurs transactions à terme, soit optent pour les opérations sur les produits dérivés de change comme les options.

A l'inverse d'autres ont un attrait face à ce risque, source de pertes mais surtout de gains pour les plus fins spéculateurs.

Ils oeuvrent alors pour maximiser leurs gains et minimiser les pertes, acheter pour revendre plus cher notamment. Il s'agit donc de spéculer sur le cours des devises ou des produits dérivés.

Les devises les plus utilisées sont : le dollar, l'euro et le yen.

Pour le règlement des transactions au niveau mondial, le dollar totalise entre 70 et 80 % du montant des transactions.

L'euro commence à le concurrencer sérieusement, plus rapidement que la plupart des économistes l'avaient anticipé. Même s'il ne faut pas perdre de vue

que l'euro est avant tout la monnaie des européens et que sa fonction première concerne sa zone monétaire, la dépréciation du change du dollar amène les opérateurs à donner une place non négligeable à l'euro dans leur arbitrage de changes.

Les opérations de change s'opèrent donc sur trois marchés.

- 1) **Le marché au comptant**, traite les opérations entre les devises dont le délai de livraison ne dépasse pas deux jours.

Il concentre plus de la moitié des opérations de change. La détermination du taux de change au comptant dépend de la situation relative aux opérations courantes et aux mouvements de capitaux au niveau international. Mais il n'est pas rare que les anticipations des agents soient complètement déconnectées des données fondamentales de la macroéconomie, notamment lors de mouvements spéculatifs. L'évolution du taux de change fait alors intervenir la politique monétaire de la Banque Centrale, la qualité des informations disponibles, la capacité des agents à les traiter pour agir. Le mimétisme et la psychologie des agents pour prendre une position.

Face aux risques plus ou moins élevés que fait courir le marché au comptant, les agents peuvent opter pour le marché à terme.

- 2) **Le marché à terme** traite les opérations d'achat et de vente de devises, dont le délai de livraison est supérieur à deux jours.

A une date t , le cours et la quantité de devises, sont fixés pour un échange qui interviendra en $t + n$, soit dans une semaine, un mois, deux mois etc. Le marché à terme permet de se couvrir contre le risque de change pour les opérations commerciales ou financière qui impliquent la mobilisation d'un flux de devises à une date ultérieure.

Le cours fixé à l'avance ne résulte pas d'une confrontation directe de l'offre de la demande mais est calculé par les banques qui intègrent le cours ou comptant et les taux d'intérêt.

Le taux de change à terme est fixé dès le départ et restera insensible aux variations du taux de change au comptant. Il permet de fixer à l'avance, le taux de conversion d'une créance ou d'un engagement en devise. Sauf cas rarissime, le taux de change à terme diffère de celui au comptant.

La gestion de risque de change peut s'opérer aussi sur les marchés devises de change.

3) **Les marchés dérivés de change**, ne sont pas des marchés de devises, mais un marché dont les valeurs dérivent, dépendent des devises. On distingue deux types de produits dérivés :

1. Les *futures* sur devises, contrat à terme, le but de l'acheteur est de revendre à terme le contrat plus cher avant l'échéance, alors que le vendeur à terme espère acheter avant l'échéance un contrat moins cher.

Ainsi un importateur européen ayant besoin de dollars, va acquérir des futures en dollars dans le but de revendre ces contrats avant l'échéance contractuelle.

Si le dollar s'est apprécié, il enregistre une perte de change sur le marché au comptant mais la vente du contrat prévoyant la livraison de dollar à un taux inférieur que le taux au comptant, lui permet de réaliser un gain spéculatif qui compense la perte de change, en ayant utilisé qu'une fraction de la somme facturée pour l'opération commerciale.

2. La seconde possibilité est celle des *options* sur devises.

Une autre possibilité existe sur le marché des devises de change, il s'agit des marchés des options sur devises.

Une option de change est un droit d'achat ou de vente de devises à échéance, à un prix convenu à l'avance appelé prix d'exercice, moyennant le paiement d'une prime.

Cette prime rémunère le risque encouru par le vendeur. Ce droit n'est bien sûr pas une obligation d'achat ou de vente. L'option permet de couvrir le risque de change, car si l'évolution du taux de change est favorable, l'acheteur peut renoncer à exercer son option. Une option d'achat s'appelle un call et une option de vente un put.

Les opérations sur le marché des changes sont de quatre types : la couverture, l'arbitrage, le market making et la spéculation.

La couverture vise à se prémunir contre le risque de change et fait appel aux différentes techniques de couvertures.

L'arbitrage consiste à arbitrer entre les écarts de cotations des devises entre les places financiers.

Le market making consiste pour une banque a coté ferme une devise, affiche un prix d'achat et de vente pour lesquels la banque s'engage à accepter les ordres d'achat ou de vente de ses clients.

La banque assure alors la liquidité aux agents, en mettant à disposition les devises dont ils ont besoin.

La spéculation consiste à jouer une devise contre un autre en arbitrant sur les dévalorisations et les appréciations des cours de change.

L'évolution récente avec la globalisation financière internationale, laisse apparaître une intégration de plus en plus étroite entre les marchés des changes et les marchés financiers et parmi les nombreux déterminants des changes, les variables financières jouent un rôle croissant.

Nous allons donc aborder l'intégration et la globalisation financière internationale dans notre prochaine et dernière séquence.

SEQUENCE 5 : LES MARCHES FINANCIERS INTERNATIONAUX :

L'INTÉGRATION ET LA GLOBALISATION FINANCIÈRE

INTERNATIONALE ET SES CONSÉQUENCES

« S'il nous est permis de désigner par le terme **spéculation**, l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché et par le terme **entreprise** celle qui consiste à prévoir le rendement escompté de actifs pendant leur existence entière, on ne saurait dire que la spéculation l'emporte toujours sur l'entreprise. » (..)

« Les spéculateurs peuvent être aussi inoffensifs que des bulles d'air dans un courant régulier d'entreprise. Mais la situation devient sérieuse lorsque l'entreprise n'est plus qu'une bulle d'air dans le tourbillon spéculatif. »

J.M. Keynes.

Introduction

Contrairement à une opinion largement partagée, le processus de globalisation financière internationale n'est pas un phénomène récent.

Dès 1920, Keynes mentionnait le degré croissant d'intégration des marchés financiers internationaux. De plus, l'histoire monétaire et financière, nous révèle l'ancienneté des crises financières. Il suffit de se rappeler la spéculation sur les bulbes de tulipes en Hollande au début du XVIIème siècle ou le désastre de l'expérience de Law.

Par contre, le début des années 1980, marque l'avènement de la finance internationale.

Le rythme de l'intégration et de la globalisation financière a connu un développement exponentiel tant sur le plan quantitatif que sur le plan qualitatif.

En 1995, la BRI Banque des Règlements Internationaux (B.R.I.) recensait un montant de 1500 milliards de dollars échangés quotidiennement lors des opérations de changes et 50 000 milliards de dollar de produits dérivés.

Ces chiffres suffisent pour relever l'ampleur du phénomène de financiarisation des économies et de l'émergence d'une finance planétaire.

Face à des chiffres qui tout en nous médusant, nous donnent le vertige, le développement de la finance internationale relève d'une dynamique amorcée dans les années 1970.

Comment la finance s'est elle globalisée ?

La conjonction de plusieurs facteurs explique cette globalisation financière internationale.

Les problèmes monétaires et financières de l'entre deux guerres avaient conditionné le fonctionnement du système de Bretton Woods. A partir des dysfonctionnements observés, l'édification d'un nouveau système monétaire international imposait un strict contrôle des flux de capitaux afin de préserver la stabilité des taux de change.

Cette condition s'avérait indispensable pour le développement des échanges internationaux.

Dés lors, l'autonomie des politiques monétaires nationales conformément aux préconisations du triangle de Mundell, était acquise.

Mais le marché international des capitaux se développa malgré tout avec l'émergence des marchés des eurodollars puis des pétrodollars.

Les banques qui collectaient des dollars hors des Etats-Unis proposaient des conditions de rémunérations ou de prêts de dollars, à des conditions beaucoup plus avantageuses que les banques américaines ne pouvaient le faire.

La finance off-shore apparaissait : la dislocation du système de Bretton Woods et l'avènement du système des changes flottants marquait une nouvelle étape dans le développement de la finance internationale.

Les autorités monétaires désormais affranchies de la défense d'une parité, laissaient le taux de change de leur monnaie devenir la variable d'ajustement des soldes de la balance des opérations courantes.

Le taux de change s'ajustait en fonction de l'offre et de la demande de devises.

Ces dernières étaient fonctions des mouvements de capitaux, imposés par ce système de change pour permettre la régulation des marchés des changes.

Dés lors, le financement des déficits par les marchés des capitaux devenait une possibilité offerte à certains pays.

La fin des années 1970, se caractérisait par une accumulation et un accroissement des déséquilibres internationaux ainsi que par l'explosion de l'endettement international nécessitant une mobilisation accrue de l'épargne mondiale.

Le relèvement brutal des taux d'intérêt américains par la FED en 1979, pour lutter notamment contre l'inflation allait provoquer la crise de la dette des années 1980.

Loin de remettre en cause, le développement de la finance internationale les années 1980 constituaient la période d'accélération de la dynamique par la conjugaison de choix politiques et du progrès technique.

Aux Etats-Unis puis en Europe, les gouvernants optaient pour la libéralisation des marchés financiers par la désintermédiation et l'accès direct à la finance directe.

Contrairement à la finance indirecte où les emprunteurs ont recours au crédit bancaire pour financer leurs opérations, la finance directe consiste à mettre des titres sur les marchés financiers.

Ainsi, les Etats-Unis, pour faire face à leurs déficits, déficits budgétaires et commerciaux appelés déficits jumeaux, avaient des besoins de financement dépassant largement les capacités mobilisables par leurs résidents.

Leur offre de titres publics aux résidents étrangers notamment aux épargnants japonais et allemands devenait leur principal recours.

Les autres Etats les ont imité, ainsi que les entreprises et les institutions financières.

La déréglementation des marchés financiers a permis leur décloisonnement et a facilité la circulation des capitaux entre eux.

La multiplicité et la diversité des produits financiers ont capté des capitaux devenus extrêmement volatiles.

Cette mobilité accrue des capitaux leur a donné un caractère incontrôlable.

Parallèlement, le problème de la dette trouvait sa solution dans la titrisation, par la transformation de la dette bancaire en titres négociables afin de promouvoir le développement des pays émergents par la libéralisation de leurs marchés financiers.

L'apparition des "marchés émergents", renforça le développement de la finance internationale.

Depuis 1980, les marchés financiers n'ont cessé de prendre une place centrale dans la répartition nationale et internationale des capitaux.

Mais, aujourd'hui la finance internationale est devenue avec la libéralisation des marchés de plus en plus risquée.

Le rythme élevé des innovations financières, leur degré croissant de sophistication, rend leur maîtrise par les acteurs très difficiles.

Certains considèrent même la finance internationale comme une zone de non gouvernance.

Voyons quels sont les acteurs de finance internationale.

Quels sont les acteurs de la finance internationale ?

Les Etats

Les Etats par leurs gouvernements sont de très loin les premiers émetteurs de titres publics pour financer leurs déficits publics.

Ils ont été les initiateurs du développement de finance internationale privilégiant la finance directe à la finance indirecte.

De plus, ils fixent les règles, l'organisation et la fiscalité qui vont régir les marchés.

Ils favorisent aussi leur développement par la privatisation d'entreprises publiques.

Les investisseurs institutionnels, « zinzins »

Il s'agit d'entreprises spécialisées dans la détention de titres, on y trouve les assurances, les fonds communs de placement et les fonds de pension.

Les assurances sont des acteurs majeurs des marchés financiers par le biais de l'assurance vie et par la détention des obligations d'Etat. Il s'agit de compagnies nationales ou étrangères.

Les Fonds Communs de Placement (FCP), le plus souvent gérés par des filiales de banques et de compagnies d'assurances, font parties de ces investisseurs.

Afin de minimiser les risques consécutifs à un placement financier individuel, la gestion des fonds est confiée à un professionnel qui arbitre et optimise le rendement d'un portefeuille d'actions ou d'obligations.

En France, il s'agit surtout des organismes collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) qui regroupe les fonds communs de placement et les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV).

Aux Etats-Unis, on trouve les mutual funds, fonds mutualistes qui gèrent les retraites des salariés par capitalisation et les pension funds, fonds de pension, visent la valorisation du portefeuille de titres.

Les fonds de pension ont des engagements à long terme et optent pour une gestion passive du portefeuille, la prudence est privilégiée au rendement mais ils s'imposent dans la gouvernance d'entreprise (corporate governance) en fixant des objectifs des rentabilités aux managers des entreprises dont ils détiennent le capital.

Mais pour faire face à la vive concurrence, il existe des hedge funds, fonds d'investissement qui ont construit leur succès sur des promesses de rendements très élevés consécutives à des stratégies très risquées.

Ces fonds sont le plus souvent réservés à des professionnels spécialisés dans la spéculation financière.

Les entreprises

Les entreprises émettent des titres pour se financer mais seules les plus importants s'adressent aux marchés financiers.

Leur action est alors cotée. Elles sont le plus souvent détentrices d'actions d'autres entreprises, selon un logique de prise de participation croisée.

Elles visent à constituer un actionnariat stable, une sorte de « noyau dur » qui limite les risques d'OPA, Offre Publique d'Achat ou d'OPE Offre publique d'échange.

Ces opérations, lorsqu'elles sont subies signifient la perte d'indépendance de l'entreprise voire même son absorption par une autre entreprise.

Les Banques de second rang, banques commerciales

Elles constituent l'un des principaux acteurs des marchés internationaux, marchés des changes, marchés monétaires.

Elles maîtrisent la plupart des fonds qui opèrent sur les marchés d'actions ou obligataires.

Le système bancaire international a connu avec la globalisation financière internationale une extension de son rôle dans le financement de l'économie et dans la gestion des paiements internationaux.

Les Banques Centrales

Elles interviennent sur les marchés des changes pour préserver le taux de change de leur monnaie et sur les marchés en fixant les taux d'intérêt à court terme à travers leurs appels d'offre, interventions qui impactent les marchés financiers.

De plus, afin de prévenir les risques de faillite aux conséquences multiples sur les marchés, les banques centrales surveillent et contrôlent les comptes des institutions financières.

Certains posent aujourd'hui, la question de la régulation des marchés financiers par les banques centrales et la question du prêteur en dernier ressort.

Les petits actionnaires, petits porteurs

Le poids de ces actionnaires sur les marchés pèse très peu, leur nombre a plutôt tendance à décroître.

Entre 5 et 6 millions de français détiennent un portefeuille d'actions.

Amateurs de la finance, ils boursicotent et considèrent la Bourse comme un casino où, bien sûr, on peut gagner mais aussi où l'on peut perdre.

QUELS SONT LES PRINCIPAUX MARCHÉS DE LA FINANCE INTERNATIONALE ?

Le rôle des marchés dans la finance internationale dépend largement du type de finance à laquelle nous sommes confrontés. Il s'agit soit d'une finance directe soit d'une finance indirecte.

Nous traiterons cet aspect, immédiatement après avoir dressé le panorama des marchés monétaires et financiers que l'on englobe sous le vocable marchés de capitaux.

Nous commencerons par différencier les marchés monétaires des marchés financiers.

Les marchés monétaires concentrent uniquement les échanges de capitaux à court terme et moyen terme.

On y trouve les crédits interbancaires ou les titres financiers d'une durée inférieure à un an.

Leur vocation consiste à ajuster des positions en liquidités. Il s'agit d'emprunter ou de prêter des sommes à court terme afin d'équilibrer les trésoreries.

Les marchés monétaires englobent la quasi-totalité du marché des changes, où s'échangent les devises, les billets de trésorerie émis par les entreprises et les certificats de dépôt émis par les banques.

Par opposition aux marchés monétaires, les marchés financiers sont des marchés de capitaux à long terme.

Leur vocation première consiste à dégager des financements à long terme pour les entreprises et à fournir aux épargnants des placements à long terme.

Si cette vocation demeure, il s'ajoute trois spécificités complémentaires lorsque l'on examine les mobiles des opérations financières.

En effet, le détenteur de titres cherche :

- à encaisser la rémunération attachée au placement, le dividende pour l'action, l'intérêt pour une obligation,
- à acquérir un nombre insuffisant d'actions pour peser sur la politique générale de l'entreprise,
- à réaliser des plus-values par la spéculation.

Les marchés financiers ont **deux fonctions primordiales**.

La fonction primaire consiste à permettre le financement des entreprises ou des états par leur émission de titres en échange des liquidités des épargnants.

La fonction secondaire réside dans la négociation des titres émis sur le marché primaire.

Ainsi l'on distingue le marché primaire où sont échangés les titres nouvellement émis et le marché secondaire, où s'échangent les titres déjà émis.

A l'image du marché de l'automobile, le marché primaire correspond "aux premières mains", marché du neuf et le marché secondaire, au marché des occasions.

Mais en matière financière, ces deux marchés s'avèrent indissociables car l'achat de titres récents peut aboutir à une revente rapide et une reconstitution aussi rapide du portefeuille de titres en fonction de la conjoncture.

Sur ces marchés acheteurs et vendeurs s'échangent des titres financiers, dont le prix appelé cours, fluctue en fonction des quantités offertes et vendues.

Il est de coutume de présenter les marchés financiers voire l'ensemble de marchés de capitaux, comme l'archétype du marché régi par la fameuse loi de l'offre et de la demande selon les conditions de la concurrence pure et parfaite.

Or, l'examen des principaux développements théoriques à chercher à remédier aux apories du modèle supposé opérant.

A titre d'exemple, concernant l'hypothèse de perfection de l'information associée à celle de pureté, les théoriciens ont amélioré la compréhension générale à partir de leur développement en matière d'asymétrie informationnelle et en matière de théorie de l'agence.

S'il est de coutume dans la sémantique économique de parler des marchés financiers et rarement du marché financier, c'est parce que dans la pratique, il existe une très forte segmentation du marché financier en compartiments très spécialisés, régis par des pratiques et des techniques très spécifiques.

La myriade des marchés financiers existants justifie pleinement l'usage du pluriel pour les qualifier.

Les principaux marchés financiers que nous distinguerons sont :

- les marchés d'actions, où se fixe le cours des actions,
- les marchés obligataires où se fixe le cours des obligations,
- les marchés dérivés où se négocient les produits dérivés.

En 2005, les transactions sur les marchés dérivés, s'élevaient à 250 000 milliards de dollars, soit plus de vingt cinq fois supérieures au montant du commerce mondial de marchandises.

Ce compartiment constitue l'essentiel des opérations réalisées par les marchés financiers et croît à un rythme de 20% par an.

Il convient alors de s'interroger sur la nature des opérations réalisées et la part occupée par la spéculation pure.

Mais avant d'aborder, cet aspect, maintenant que nous avons connaissance des principaux acteurs et marchés de la finance internationale, examinons les spécificités de la finance indirecte puis celle de la finance directe.

La finance indirecte

La finance indirecte caractérise une économie d'endettement, une économie intermédiée. Elle fonctionne à partir d'un intermédiaire qui s'interpose entre deux types d'agents.

Il y a d'un côté les agents qui expriment des besoins de financement et recherchent des capacités de financement et d'un autre côté, ceux dégagent des capacités de financement et qui cherchent à les mettre à disposition.

Ainsi, au cœur de l'analyse et de la pratique financière nous trouvons l'intermédiation.

La thèse de l'intermédiation reconnaît les imperfections des marchés, thèse développée par E.S. Gurley et J.G. Shaw (1956 et 1960).

Elle montre que la finance directe peut être handicapée par les imperfections des marchés financiers, et que seuls les intermédiaires sont capables de lever ou d'atténuer ces imperfections.

L'intermédiaire joue alors un rôle fondamental en avenir incertain et face à des agents dont la rationalité est, forcément, limitée.

L'intermédiaire s'avère capable de gérer les coûts de transaction (R. Coase et J. Williamson) et les asymétries d'information (G. Akerlof), conformément à la théorie de l'agence.

L'intermédiaire gère aussi les risques et possède la capacité d'homogénéiser l'offre et la demande d'actifs financiers.

En effet, les caractéristiques des titres proposés par les emprunteurs dits primaires ne correspondent pas d'emblée à celles recherchés par les prêteurs dits ultimes.

Les besoins des emprunteurs peuvent s'inscrire dans le moyen ou le long terme alors que les capacités de financement relèvent du court terme.

A titre d'exemple, les entreprises peuvent chercher des financements pour des biens de production immobilisés sur un horizon de 5 à 10 ans, alors que les ménages privilégient des placements de court terme, un à deux ans, très liquides.

L'intermédiaire financier va transformer la nature de la dette primaire en proposant des titres d'une autre nature et donc en décidant de gérer les risques de cette transformation.

Ainsi, les intermédiaires financiers, financent un endettement à long terme d'agents qui ont émis des titres primaires à rentabilité longue, en transformant cet endettement à long terme, un endettement de court ou moyen terme auprès des agents à capacité de financement.

Les intermédiaires financiers émettent alors de la dette secondaire ou encore appelée dette indirecte.

L'épargne sur livret correspond à ce fonctionnement. Les livrets d'épargne lors de leur création par la caisse des dépôts et consignations, confiés en exclusivité à la Caisse d'Epargne (livret A) et la poste (livret bleu) visaient à drainer une épargne rémunérée à un taux fixe règlementé, relativement faible, mais très liquide.

Les fonds collectés servaient au financement du logement social. (HLM, habitat à loyer modéré).

La caisse des dépôts et consignations par la caisse d'épargne et la poste remplissait un fonction d'intermédiaire financier en proposant aux épargnants un produit extrêmement liquide, de très court terme et dégageant des fonds investis dans des constructions de logements à moyen ou long terme.

Ainsi, la vision classique d'une allocation optimale des capitaux et de l'adéquation parfaite entre l'investissement et l'épargne se trouvait remise en cause.

Mais Gurley et Shaw allaient aussi remettre en cause la dichotomie principale entre le réel et le monétaire, par une dichotomie secondaire, entre le monétaire et le financier.

La monnaie est le seul instrument qui assure un paiement immédiat, qui éteint une dette.

Tous les autres actifs financiers nécessitent ou préalable une conversion, qui prend du temps pour devenir de la monnaie.

De plus, ils montrent que tous les intermédiaires financiers qu'ils soient monétaires ou non, participent au processus de création monétaire.

Même si les banques constituent un acteur majeur et central dans le processus d'intermédiaire, elles ne sont pas seules à remplir ce rôle et ainsi tous les intermédiaires participent au processus de financement de l'économie et de création monétaire.

Cette dernière fonctionne selon le diviseur de crédit, les banques se refinancent auprès de la banque centrale.

La distinction entre la finance indirecte et la finance directe apparaît dans l'ouvrage de J.R Hicks, *The crisis in keynesian economics*, publié en 1974, sous les vocables d'économie d'endettement et d'économie de marchés financiers. Les économies anglo-saxonnes présentent les spécificités d'économie de marchés financiers, alors que les économies européennes et notamment l'économie française, celles d'une économie d'endettement.

La finance indirecte

L'économie de marchés financiers, économie désintermédiée, la finance directe.

Dans ce type d'économie, l'intégration entre les différents marchés financiers est très forte ce qui signifie qu'il existe une profondeur de gamme de titres qui permet le passage de court au long terme sans problème.

Il y a donc une très forte substituabilité entre les titres et une très forte liquidité.

Le taux d'intérêt est un taux de marché qui reflète l'état de la confrontation entre l'offre et la demande, ce n'est pas un taux administré.

Les déficits publics sont couverts par l'émission de titres publics, bons de trésors qui assurent la liquidité de l'économie.

Ce type d'économie ou de finance ne signifie pas la disparition des banques comme intermédiaire mais la limitation de leur rôle à celui de simple intermédiaire. Elles remplissent un rôle de pure intermédiaire financier par la transformation des échéances et captent les liquidités excédentaires.

La création monétaire fonctionne selon le multiplicateur de crédit.

Dès lors le choix de mode de financement le plus efficient semblait poser la question du choix entre finance directe ou indirecte.

Or, la globalisation financière laisse coexister les deux modes de financement voire même conduit à les mixer.

On est aujourd'hui en présence d'une double intermédiation, l'intermédiation bancaire et l'intermédiation de marché.

Ainsi le choix de la globalisation n'a pas permis l'émergence d'un type de finance en particulier mais a généré de nouvelles formes d'instabilités.

Nous aborderons dans cette séquence dans un premier temps le processus de globalisation puis les risques et les instabilités qui ont vu le jour.

I- FINANCE INTERMEDIÉE OU DESINTERMEDIÉE : LE CHOIX DE LA GLOBALISATION.

La libéralisation financière visait à établir un marché mondial financier unifié. La situation actuelle, nous donne sur le plan international la structuration suivante :

On distingue trois grands types de marchés financiers internationaux :

- les euromarchés,
- les marchés de changes,
- les marchés dérivés.

On distingue trois grands types de crédits bancaires internationaux, en monnaie domestique, les crédits domestiques et les crédits étrangers en devises, les eurocrédits.

On distingue trois principaux segments de marchés internationaux de titres : en monnaie domestique, les marchés des émissions domestiques et les marchés des émissions étrangères en devises les marchés des euro-émissions.

La libéralisation financière supposait une meilleure efficacité de la finance directe sur la finance indirecte aujourd'hui nous savons que le financement de marché admet l'intermédiation.

Ainsi l'Euromarché regroupe deux types de pratiques celles mettant en œuvre l'intermédiation bancaire internationale et celles fonctionnant selon l'émission d'euro titres.

La libéralisation financière a permis une mise à disposition d'une épargne disponible pour des investissements nouveaux et plus importants.

Les innovations financières ont ouvert de nouvelles possibilités de gestion des risques.

Mais la libéralisation financière n'a pas apporté que des bienfaits en fragilisant les marchés financiers internationaux et en les rendant plus instables.

Dès lors la globalisation des marchés financiers ne doit aujourd'hui ni être encensée ni être diabolisée.

Elle est simplement en attente d'une nouvelle régulation, d'une nouvelle gouvernance afin de stabiliser le système dans son ensemble.

A. Le rôle des innovations financières dans l'intermédiation.

La libéralisation des marchés financiers s'est inscrite dans un contexte de remise en cause du keynésianisme, de risques inflationnistes et de changes importants, et d'innovations technologiques permettant la circulation de l'information financière et la mise en réseau des marchés financiers.

Le recours au marché financier, plutôt qu'un financement par le crédit bancaire potentiellement inflationniste, l'inutilité anticipée ou souhaitée des intermédiaires bancaires et le contexte idéologique du début des années 1980 ouvrent la voie à la globalisation financière.

Les mutations en cours bouleversent l'environnement financière et on assiste à la fin d'une époque.

Cette globalisation s'opère alors selon la règle des « 3 D » :

- Décloisonnement des marchés
- Déréglementation des marchés
- Désintermédiation par la titrisation.

La déréglementation permet de décloisonner les canaux de financement et d'élargir les modes de financement possibles.

Elle permet aussi de désintermédier, en privilégiant l'émission de titres pour le financement de sorte à inciter les entreprises à opter pour l'émission de titres, actions ou obligations plutôt que de recourir au crédit bancaire.

Le décloisonnement multiplie les canaux de financement et la déréglementation supprime les contrôles notamment sur les taux d'intérêt, qui conformément aux souhaits exprimés par Wicksell puis Hayek doivent être des taux de marché et non dirigés par la Banque Centrale.

La libéralisation apporte alors sa contribution à la lutte contre l'inflation et jette les fondements d'une croissance économique aux financements sains.

De plus, le rôle des intermédiaires étant moindre, le coût de l'intermédiation disparaîtra ou sera largement réduit.

Les innovations financières ne sont pas le fait des entreprises uniquement, les Etats y trouvent aussi une source de financement de leurs déficits et de leur dette.

La déréglementation devient alors un élément fondamental dans le processus d'intensification de la concurrence. La libre concurrence permet aux marchés financiers de peser de manière déterminante dans le financement des économies.

Mais ce processus a-t-il permis aux innovations financières de remettre en cause l'intermédiation ?

L'introduction de nouveaux produits financiers a permis aux marchés d'améliorer leur capacité à analyser la solvabilité des emprunteurs et permis une gestion plus fine du risque.

Prenons l'exemple d'une banque qui aurait financé des prêts à partir de dépôts, à un taux fixe.

Elle doit gérer un "risque de taux ". Elle peut gérer ce risque grâce à un swap de taux d'intérêt.

Un swap (échange) consiste à établir un contrat d'échange, entre deux ou plusieurs co-contractants, de sommes constitutives d'un service financier préexistant ou à venir.

Un swap de taux d'intérêt est une opération d'échange de conditions de taux d'intérêt.

Il est convenu par contrat d'échange une monnaie de référence selon un échéancier préétabli, à un taux fixe et/ou variable.

Il ne s'agit pas nécessairement d'échange d'argent mais de passer un contrat selon lequel une des parties paie un taux d'intérêt fixe et reçoit un taux variable en échange.

Les opérateurs qui souscrivent à un contrat commun tirent bénéfice de leurs avantages comparatifs respectifs en empruntant auprès des marchés financiers où ils ont les meilleures conditions.

Cette technique a pour conséquence de rapprocher les primes de risques des entreprises.

Pour comprendre le mécanisme de l'échange de swaps, il faut l'envisager à l'identique de mécanisme ricardien des avantages comparatifs.

Pour illustrer ce fait, prenons l'exemple de deux agents, banques ou entreprises qui souhaitent s'endetter.

A souhaite s'endetter à taux variables en dollars et B à taux fixe pour la même durée.

A long terme et à court terme A peut s'endetter à des taux fixes ou variables plus faibles que B pour diverses raisons (meilleure notation etc.).

Ainsi A paye un taux fixe de $x\%$ et B de $y\%$,

$$y > x \text{ et } y = x + \lambda$$

L'écart de taux est donc $y - x = \lambda > 0$

A paye un taux variable de $x'\%$ et B de $y'\%$ une fois encore $y' > x'$

$$y' = x' + \lambda' \text{ l'écart de taux est donc } y' - x' = \lambda' > 0$$

L'écart de taux entre la variable et le fixe correspond à la structure des taux d'intérêts où $\lambda > \lambda'$ et $\lambda - \lambda' = \beta > 0$

A première vue seul l'argent A bénéficie des meilleures conditions d'endettement mais grâce à l'échange de swaps de taux d'intérêt, il peut encore améliorer sa situation.

En effet, chacun a intérêt à s'endetter sur le marché où il possède un avantage comparatif puis à échanger ses flux de remboursement pour obtenir une structure de taux conforme à ce qu'il recherche et pour réduire le coût de son endettement.

Pour l'échange de contrats d'endettement A et B vont obtenir des taux d'intérêt plus faibles que s'ils y étaient passés exclusivement par le marché.

A va s'endetter au taux de $x\%$ puis rétrocéder son contrat à B au taux de $x + \delta$ sachant que $x + \delta < y$.

B obtient ainsi un contrat à un taux inférieur à celui qu'il aurait du supporter et A peut s'endetter au taux variable x' diminué de δ .

Pour cet échange, les deux agents ont réduit le coût de leur endettement de δ .

Une illustration chiffrée, nous donne la situation suivante. A échange un swap à taux fixe de 6% mais racheté par B à 7%.

Sachant que B aurait supporté un taux de 8%.

A s'endette à un taux variable de 4% mais par l'échange de swap le gain de + 1% réduit ce taux à 3%.

Sans échange A supporté un taux net de 4% et B un taux de 8%.

Avec échange A acquitte un taux net de 3% et B un taux de 7%.

La diminution de taux d'intérêt s'avère profitable pour A et B, la remise est ici de - 1%.

De même, une banque qui a un excédent ou un déficit dans une devise, peut retrouver un équilibre par un swap de change qui permet de régler uniquement la différence de change entre les monnaies à chaque échéance.

L'optimisation dépend alors de la gestion de ces innovations financières.

Mais cette optimisation dépend aussi de la capacité des agents à décrypter les signaux envoyés par les marchés et faire abstraction des bruits liés aux spéculations.

Dès lors la spécificité de la gestion de produits financiers de ce type, n'a pas remis en cause l'intermédiation mais a changé la stratégie des acteurs et la nature des acteurs eux-mêmes.

La libéralisation financière a permis l'entrée de nouveaux intermédiaires en concurrence directe avec les banques commerciales et une diversification des activités bancaires.

Dès lors, si le lien traditionnel entre l'entreprise et la banque, s'est quelque peu distendu avec l'entrée des nouveaux concurrents.

Ce constat porte pour les grandes entreprises capables de profiter des opportunités des innovations financières par un accès direct au marché par de nouveaux intermédiaires.

A l'inverse les PME/PMI sont restées à l'écart de cette dynamique et conservent leur lien étroit avec leur banque commerciale.

Les nouveaux acteurs de l'intermédiation sont les investisseurs institutionnels qui regroupent des fonds de pensions et des fonds d'investissement collectif essentiellement anglo-saxons et des compagnies d'assurances.

La valeur capitalisée par ceux-ci depuis le début des années 1980, a connu une croissance exponentielle.

La conséquence de l'intensification de la concurrence a été pour le secteur bancaire français, une accélération de la concentration par la formation de groupes bancaires aux dimensions internationales (BNP Paribas, Crédit Agricole – Crédit Lyonnais).

Ainsi les innovations financières ont contribué à la globalisation des marchés financiers mais si elles ont changé la pratique de l'intermédiation, elles ne l'ont pas remise en cause.

B. Le rôle des innovations financières dans la spéculation.

S'il est incontestable que les innovations financières ont permis un gain en efficacité dans l'allocation des ressources, elles ont généré de nouvelles sources de dysfonctionnements.

Les produits dérivés tout en étant un instrument efficace dans la gestion des risques de taux d'intérêt et de change, sont devenus des instruments particulièrement prisés par les spéculateurs et donc source d'instabilité.

La spéculation a tiré profit du formidable effet de levier de ces produits puisqu'il est facile de prendre une position spéculative avec une mise initiale très faible.

De plus, la volatilité des capitaux a été renforcée par la conversion aisée de ces produits donnant naissance à des variations brutales, sources d'instabilités.

Les bulles spéculatives et les crises financières ont jalonné la décennie des années 1990, le Mexique en 1994, la crise asiatique en 1997, la Russie en 1998 et le Brésil puis en 2000, la Turquie puis à nouveau 2002 le Brésil et la Turquie.

Des crises d'un nouveau type frappent ces pays. Elles sont le résultat de mécanismes où les investisseurs internationaux jouent un rôle majeur.

Les volumes de liquidités en jeu, la libéralisation et les innovations permettent aux marchés financiers de provoquer les déséquilibres qui vont engendrer la crise, les anticipations auto réalisatrices des marchés passent à l'action, sans rencontrer de contre-pouvoirs.

Ces crises résultent clairement des dysfonctionnements du système financier international. Afin de se départir de cette tyrannie des marchés, la question de la stabilisation de la finance internationale est désormais posée.

Le développement de finance internationale procède d'une dynamique ambivalente car elle met à disposition des agents, un gisement quasi infini de fonds prêtables dont les conditions d'attribution peuvent être révisées à tout moment.

La volatilité des mouvements de capitaux conduit à une instabilité de plus en plus difficile à gérer et à des effets négatifs, pour l'économie réelle.

En effet, la part grandissante de la spéculation provoque des bulles spéculatives qui engendrent une déconnection entre le prix des actifs financiers et leur valeur fondamentale.

Lorsque la bulle éclate, ses effets sont désastreux. La crise financière se transforme le plus souvent en crise économique.

La question de la régulation de la finance internationale se pose désormais de façon cruciale.

Appartient-il aux banques centrales de remplir ce rôle ?

Nous allons aborder ces différents points dans la seconde partie de cette séquence.

II. - LES CONSEQUENCES DE LA GLOBALISATION FINANCIERE : LES INSTABILITES SYSTEMATIQUES ACCRUES ET LES REPONSES POSSIBLES

La fin des années 1990 et le début des années 2000 ont vu les crises financières se multiplier, éclatement de "la bulle Internet", crise argentine etc.

La puissance déstabilisatrice des marchés financiers s'est alors notamment exprimée par une grande volatilité des taux de change, la remise en cause des systèmes financiers locaux de certains pays émergents et dans les cas les plus extrêmes par la destruction de la monnaie comme référent commun, cas de l'Indonésie.

L'aptitude à éviter voire à gérer une crise financière de la Banque Centrale dépend de son suivi quotidien des opérations des banques, des vérifications en matière de capitalisation et de sa capacité, de sa crédibilité, de son pouvoir, à intervenir.

La gestion d'une crise financière dépasse la seule question du prêteur en dernier ressort mais relève de la capacité de la Banque Centrale à soumettre les marchés par ses interventions.

Mais avant d'envisager les réponses possibles à apporter à l'instabilité systématique de la finance internationale, voyons comment cette instabilité prend corps.

A. SPECULATION, BULLE, KRACH.

Au commencement était la spéculation.

Qu'est-ce que la spéculation ?

Spéculer consiste à acheter un actif, financier, immobilier, mobilier, monétaire dans le but de la revendre à un prix plus élevé.

Ainsi si l'on note p_A , le prix d'achat de notre actif et p_V , le prix de vente, la spéculation revient à calculer la différence entre p_V et p_A :

$$S = p_V - p_A \text{ de sorte que } S > 0$$

Lorsqu'un agent économique achète des actions d'une entreprise au cours de 50 euros en t_0 et qu'il les revend à 100 euros l'unité en t_1 , il réalise un gain monétaire de 50 euros par actions vendues, fruit de spéculation sur le titre.

S'il désire conserver ses actions et les vendre ultérieurement il prend alors un risque, celui d'accroître son gain monétaire si le cours continue à croître ou celui de perdre ce gain si le cours baisse.

Ainsi si en t_3 , le cours de l'action est de 200 euros, son gain est passé à 150 euros, s'il décide de vendre.

Si par contre le cours est de 10 euros, il perd 40 euros lors de la vente en t_3 .

La spéculation vise la réalisation d'une plus value monétaire, mais celle-ci n'est pas garantie et peut s'avérer être une moins value alors $S < 0$.

Nous revendons à un prix inférieur à celui auquel nous avons acheté.

S'il est coutumier d'affirmer dans les milieux financiers que "tant que l'on a pas vendu, on a pas perdu", il est toutefois recommandé par les règles de la comptabilité de prévoir la dépréciation de cet actif selon le principe de prudence.

La spéculation consiste donc à courir un risque de prix et à anticiper la valeur future d'un actif de sorte à en tirer un profit.

Comme les agents économiques opèrent dans un univers incertain, nul n'est jamais assuré du prix auquel il pourra vendre.

Comme nous l'a démontré Keynes avec le concept de demande effective, les entrepreneurs anticipent un niveau de demande globale à partir duquel ils fixent leur niveau de production et d'embauches.

Ils anticipent un niveau de profit par rapport à la demande effective selon un prix d'offre lui-même anticipé.

Si le prix de marché correspond à ce prix d'offre, leurs anticipations ont été correctes.

Mais si le prix de marché est inférieur, leur erreur d'anticipations, les conduit à revoir à la baisse le niveau de la demande globale, le niveau des produits à réaliser, le niveau d'investissement productif à opérer et bien sûr le nombre de personnes à embaucher voire à procéder à des licenciements.

L'incertitude constitue le contexte, l'environnement dans lequel opèrent tous les agents économiques.

Ils peuvent au mieux la réduire par la mise en place des conventions et de règles comportementales.

La politique économique et l'intervention des Banques Centrales peuvent aussi contribuer à réduire l'incertitude.

Ainsi par des orientations claires, compréhensibles et vérifiables, les autorités politiques et monétaires peuvent stabiliser les anticipations et même faire émerger des anticipations auto réalisatrices.

Ces dernières engendrent des comportements qui font advenir ce que les agents avaient anticipé. Ces interventions rassurent et donne confiance aux agents.

Keynes, le premier avait compris que donner corps à l'anticipation comme quoi l'économie nationale va sortir de la récession, engendre des changements de comportements des agents.

Les ménages rassurés se remettent à consommer, les entreprises à investir comme le revenu augmente, les ménages consomment plus, les entreprises voient leur carnet de commande se remplir ce qui les incite à investir.

La consommation et l'investissement stimulent la demande globale qui amorce une nouvelle croissance économique.

Conformément à l'annonce faite, l'économie est réellement sortie de la récession.

Cette opération ne relève pas d'un mécanisme miraculeux puisque le premier moteur de la reprise économique a été impulsé par l'Etat qui annoncé que tout allait s'améliorer.

A vrai dire, comme nous le savons même sans intervention directe de l'Etat la probabilité pour que la situation s'améliore est de 50% de chances et dépend de la crédibilité accordée par les agents à leurs gouvernants.

A la manière, d'une diseuse de bonne aventure qui prédit à son client, un avenir radieux et qu'il va rencontrer l'âme sœur lors d'un voyage. Dans l'attente de cette rencontre, ce dernier va multiplier les voyages et donc les opportunités jusqu'au jour où il rencontre la fameuse promise.

Il rend alors hommage aux capacités prédictives de sa voyante alors que c'est lui l'acteur.

En se mettant dans le contexte indiqué, il a contribué à faire de cette anticipation, une anticipation auto réalisatrice.

S'il n'avait pas voyagé que ce serait-il passé ?

L'incertitude constitue l'environnement dans lequel les agents opèrent.

Certains ont à son égard une véritable aversion, d'autres au contraire, un attrait.

En fait, les agents ont soit un attrait ou une aversion face aux risques qui génère l'incertitude.

Nous comprenons aisément l'aversion des chefs d'entreprise face aux risques que leur font courir les fluctuations des cours du pétrole, des matières premières ou des taux de change. Ils souhaitent externaliser ces risques par des procédures d'assurances.

Il est donc souhaitable pour le bon fonctionnement d'une économie que les agents qui ont une préférence face au risque courent ce risque.

Nous avons donc deux types d'agents ceux qui sont "adverses au risque" et ceux qui ont une "préférence pour le risque".

Dès lors, les gains et/ou les pertes obtenues en spéculant récompensent ou sanctionnent la prise de risques.

En univers incertain, la spéculation constitue une activité nécessaire. Certains portent un jugement moral sur celle-ci. Le spéculateur qui achète dans l'espoir d'un gain important, rapide voire même facile, des actifs aux prix extrêmement volatiles devient un profiteur.

N'oublions pas que son gain récompense sa prise de risques et pour gagner beaucoup il faut risquer beaucoup. En matière de spéculation, le gain est proportionnel à la prise de risque. Un spéculateur qui s'enrichit doit-il pas être perçu comme un opérateur financier talentueux ?

De même lorsqu'un ménage accède à la propriété n'a-t-il pas pour espoir de revendre dans quelques années, leur bien immobilier plus cher qu'il ne l'a acheté ?

Cet espoir fait-il de ce ménage, un infâme spéculateur qui a vu la valeur de son patrimoine se valoriser sans effort ?

Il appartient au législateur et aux autorités compétentes d'encadrer la spéculation car si à priori nous pouvons la tolérer il arrive à un moment où elle devient déstabilisante et donc nuisible pour le fonctionnement d'une économie.

Le problème consiste alors à déterminer à partir de quel moment la spéculation devient nuisible.

Pour ce faire, nous allons prendre deux cas de figure, le premier appliqué aux marchés dérivés, le second aux marchés des changes.

La spéculation sur les marchés dérivés

Nous savons qu'il existe deux types de marchés en général, les marchés à terme et les marchés au comptant.

Pour les marchés au comptant, se caractérisent par la quasi simultanéité entre la fixation des conditions économiques de la transaction et sa mise en pratique par une opération de règlement livraison.

A titre d'exemple, l'entreprise X achète 1000 barils de pétrole qu'elle règle au comptant au prix de 50 dollars le baril, le montant de sa facture pétrolière est donc de 50 000 dollars.

Le cours retenu est le cours du jour j. Pour les marchés à terme, les transactions et leurs conditions prix, quantités, délai et date de livraison etc. sont fixées au moment de la conclusion de la transaction, sachant que la réalisation de la transaction se fera "à un certain terme".

Dans ce cas de figure, l'entreprise X anticipe un besoin en barils de pétrole pour le mois de décembre dont elle passe commande le 1^{er} novembre au cours de 50 dollars le baril, la livraison s'effectuera le 1^{er} décembre.

Si au jour J, date de la réalisation de la transaction ici le 1^{er} décembre, le baril cote au comptant 60 dollars, le baril, l'entreprise X aurait alors payé ses 1000 barils 60000 dollars alors qu'elle a convenu au 1^{er} novembre de les payer 50 000 dollars.

Inversement si au jour J, le baril cote au comptant à 40 dollars le baril, l'entreprise aurait alors payé ses 1000 barils 40 000 dollars.

Lorsque le cours à terme est inférieur au cours au comptant, l'entreprise voit sa facture pétrolière minorée, si le cours à terme est supérieur au cours au comptant, c'est l'inverse, la facture pétrolière est majorée.

Le problème posé est alors celui de l'anticipation du cours au comptant de sorte à fixer un cours à terme profitable.

Une entreprise est alors concrètement confrontée à trois types de risques pour effectuer ses transactions :

- ✓ le risque de prix pour les matières premières dont le pétrole fait partie,
- ✓ le risque de change, les fluctuations du taux de change de l'euro face au dollar par exemple,
- ✓ le risque de taux lorsque les entreprises financent leur activité par emprunts à taux variables.

Selon les fluctuations des prix, des changes et des taux d'intérêt, la marge commerciale peut passer de positive à négative et inversement.

Pour minimiser ces risques, nombre d'entreprises ont souhaité se couvrir en d'autres termes s'assurer par les contrats à terme.

Le développement des marchés dérivés correspond initialement à une réponse donnée aux besoins croissants de se couvrir face aux fluctuations des prix et des taux.

Les marchés dérivés sont des marchés à terme sur lesquels sont négociés des produits dérivés c'est-à-dire de contrats dont la valeur dépend du prix d'un autre actif financier ou corporel appelé "sous-jacent".

Ces instruments dérivés permettent de fixer dès aujourd'hui le cours futur d'un produit physique ou financier, prix du "sous-jacent". Les produits dérivés concernent les matières premières, (pétrole, gaz), les produits alimentaires, (café, cacao), les métaux, les devises, les taux d'intérêt, les actions etc.

Les principaux instruments dérivés sont des contrats à terme, les options et les swaps.

Dans ce cas de figure, l'entreprise X peut acheter un contrat à terme de 1000 barils de pétrole à trois mois.

Elle achète un droit d'obtention de 1000 barils au cours de 50 dollars, la livraison intervenant dans trois mois.

Pour acheter ce contrat, elle n'a pas besoin de régler la totalité de la somme, elle avance un "deposit, elle dépose 5% de la valeur d'achat auprès de l'institution qui organise le marché à terme soit 2500 dollars.

Ainsi, il lui suffit de 2500 dollars pour acquérir 1000 barils d'une valeur de 50 000 dollars. Les fluctuations du cours du baril de pétrole et du taux de change du dollar, vont alors récompenser ou sanctionner, la décision de l'entreprise.

Il est alors facile de comprendre comment ces produits dérivés vont devenir des enjeux de spéculations.

En effet, si l'entreprise X décide d'emprunter un million de dollars au taux annuel de 5% avec ce million elle achète pour 20 millions de dollars de pétrole soit 400 000 barils au cours de 50 dollars.

Le cours du pétrole trois mois après est de 70 dollars, l'entreprise X revend son contrat au cours du marché.

Les 400 000 barils valent désormais 28 millions de dollars.

L'entreprise a gagné 8 millions de dollars dans cette opération.

Ce gain correspond au taux d'appréciation du cours du baril, c'est-à-dire 40% $((70-50)/50 = 0,4)$ multiplié par le montant du contrat 20 millions de dollars.

Comme ce contrat a été acheté grâce à un emprunt d'un million de dollar correspondant au 5% de deposit, l'entreprise rembourse trois mois d'intérêt au taux de 5% donc $1\ 000\ 000 \times (5\% \times 3/12) = 12\ 500$ dollars.

Le gain total de cette opération s'élève donc à $8\ 000\ 000 - 12\ 500 = 7\ 987\ 500$ dollars.

Ce qui correspond à 639 fois la mise initiale pour trois mois.

Une telle valorisation est possible par un effet de levier où se conjuguent endettement et faible deposit.

Dans l'hypothèse où trois mois après, le cours du pétrole aurait été de 40 dollars, l'entreprise aurait possédé 400 000 barils d'une valeur de 16 millions de dollars.

La perte se serait élevée à 4 millions de dollars auxquels s'ajoute le montant des 12 500 dollars de remboursement des intérêts dus.

Il faut dans ce cas espérer que le créancier ait pris toutes les garanties nécessaires pour récupérer l'argent prêté sinon il risque lui aussi des pertes très importantes.

Les marchés dérivés confirment en l'amplifiant la devise financière selon laquelle, pour gagner beaucoup, il faut risquer beaucoup, au risque de tout perdre.

Ainsi, l'existence des règles prudentielles limite le risque système qu'une spéculation effrénée pourrait produire comme effet déstabilisant sur le produit à partir duquel le marché opère.

L'observation empirique fait apparaître que les phénomènes spéculatifs ont un impact limité sur l'évolution des cours des produits et que la bulle finit toujours par éclater pour revenir à des niveaux justifiés par l'économie réelle.

Ainsi, lorsqu'une spéculation s'exerce sur le cours du pétrole et que les spéculateurs anticipent la hausse des cours au comptant, ils peuvent alors alimenter cette hausse sans qu'il y ait à priori de raisons particulières justifiant cette hausse.

Ils contribuent ainsi à une augmentation du cours à terme réduisant l'écart entre le prix au comptant et le prix à terme ce qui réduit aussi le gain attendu.

Il y a sur la période, une élévation du cours, comme il y a augmentation de la température d'un malade en prise d'un excès de fièvre. Lorsque les opérateurs des marchés prennent en compte les indicateurs fondamentaux comme les stocks existants, les capacités de production, les coûts de production etc. Le cours du pétrole se restabilise. La spéculation aura réussi une déstabilisation momentanée du marché, mais parfois suffisante pour accentuer les déséquilibres présents pour certaines économies.

Voyons maintenant l'impact de la spéculation sur le marché de changes.

La spéculation sur le marché des changes

Si comme nous venons de le voir, la spéculation sur les marchés financiers, fait partie des règles du jeu en matière de changes, elle peut provoquer des effets extrêmement négatifs pour l'économie d'un pays et même réduire à néant la croissance.

Les années 1980 et le début des années 2000 ont été particulièrement touchées par les crises de changes.

La dislocation en 1993 du SME, la crise mexicaine de 1994, la crise asiatique et sa propagation en 1997, la crise du rouble en 1998, la crise brésilienne en 1998, la Turquie en 2001, l'Argentine en 2002, la liste s'allonge et donne une nouvelle dimension aux crises de changes, car la spéculation y joue un rôle de plus en plus déterminant.

Les crises de changes récentes font apparaître le poids croissant des facteurs financiers et tendent à infirmer les explications qui privilégiaient les déséquilibres macroéconomiques.

La crise de change avait alors comme vertu d'être une correction. La spéculation a longtemps été perçue en matière de change comme la révélation de l'existence d'un écart entre la valeur nominale du change et sa valeur réelle.

Ainsi, toute monnaie sous-évaluée ou surévaluée par rapport aux autres devises s'exposait à une correction. Les spéculateurs devenaient des vigies des déséquilibres de change par rapport à un taux de change d'équilibre.

Or, la difficulté, l'intégration des devises dans les arbitrages financiers, le flux très importants de capitaux volatiles, donnent aujourd'hui aux changes, une dimension financière.

Par le biais d'anticipations auto-réalisatrices, les spéculateurs peuvent déstabiliser le change d'une monnaie pour des raisons de rentabilité financière.

Ainsi, des retraits massifs de capitaux à court terme provoquent l'effondrement du prix des actifs nationaux, le secteur bancaire essuie une crise majeure et une récession économique en découle, justifiant les anticipations pessimistes qui ont enclenché le mouvement de retrait.

Comme le craignait Keynes " l'économie de casino " prend le pas sur l'économie monétaire de production, une nouvelle régulation s'impose.

B LES MODALITES D'UNE NOUVELLE GOUVERNANCE FINANCIERE INTERNATIONALE

Pour sa globalisation et son autonomisation, la sphère financière internationale a connu davantage de transformation en une décennie (1985 – 1995) que durant les trois siècles de son existence, il est donc nécessaire de repenser complètement les modalités de sa gouvernance.

Cette gouvernance de la finance internationale passe par la surveillance, la prévention et la résolution des dysfonctionnements.

a. Les mesures techniques

Malgré sa complexité croissante et sa relative opacité, la finance internationale doit faire l'objet d'une surveillance accrue.

Ainsi, la surveillance des fonds spéculatifs à très forts effets de levier s'impose. Il appartient alors aux autorités monétaires et financières d'imposer aux banques des obligations de couverture des risques de prêts.

Cette surveillance vue la taille des marchés et face à la parfaite mobilité des capitaux suppose une coordination internationale.

Il s'agit donc d'imposer des règles pour limiter les risques. Mais les mesures techniques ne pourront à elles seules limiter totalement ce type de risques.

Les opérateurs trouvant les moyens nécessaires pour les contourner. La véritable réponse à cette financiarisation des économies se trouve dans une extension des prérogatives d'intervention des banques centrales.

b. La Banque Centrale : acteur obligé de la régulation financière

Si nous savons depuis longtemps que la confiance dans une monnaie dépend du niveau d'inflation, nous savons aujourd'hui que les crises financières possèdent la capacité à ruiner cette confiance.

Les Banques Centrales ont donc l'obligation d'intervenir en cas de crise financière, en assurant notamment le rôle de prêteur en dernier ressort international.

Le prêteur en dernier ressort international

Etre prêteur en dernier ressort consiste pour la Banque Centrale, à disposer du pouvoir d'octroyer des liquidités de manière illimitée à une ou plusieurs banques.

Ainsi, le dépôt de bilan est évité et les risques de propagation des faillites, les risques de chute de la production et de l'emploi sont écartés.

Le prêteur en dernier ressort limite la multiplication des faillites bancaires.

Mais son rôle s'étend aux marchés financiers. En cas de crises financières internationales, le prêteur en dernier ressort international, fournit massivement de la monnaie aux institutions en difficulté et aux agents économiques susceptibles d'endiguer le mouvement par le rachat des actions.

La hausse de la demande des actions met un terme à la panique boursière et stabilise les cours.

Seules, les banques centrales possèdent ensemble par une action concertée, la taille critique suffisante pour faire face à ce type de crise.

La concertation des politiques monétaires face à une finance internationale globalisée s'impose alors.

Cette stratégie s'impose en pareil situation mais risque de développer un "aléa moral ", c'est-à-dire, une prise de risques accrue par la certitude d'un sauvetage assuré en cas de problèmes de solvabilité.

Mais les mesures techniques et autres règlements préalablement imposés aux acteurs contribuent à limiter cet aléa moral.

Mais il n'est pas à priori évident pour une banque centrale dans un contexte international de distinguer, le bon créancier du mauvais.

Elle est donc confrontée à un dilemme où il lui faut intervenir pour préserver la stabilité du système financier tout en sanctionnant les acteurs qui ont pris des risques excessifs ou /et accordé des prêts hasardeux.

La distinction entre insolvabilité et illiquidité sert de critère légitimant l'intervention comme prêteur en dernier ressort.

A la différence de l'illiquidité qui peut être définie comme l'incapacité temporaire d'un agent à faire face à ses obligations, l'insolvabilité renvoie à une incapacité durable à les honorer.

Ainsi, l'action de prêteur en dernier ressort se trouve plus facilement légitimée dans le cas d'une illiquidité.

En effet, cette illiquidité peut survenir indépendamment d'un comportement inconsidéré de prise de risque d'une banque. Elle est provoquée par quelques déposants qui en demandant le remboursement de leurs avoirs bancaires et financiers, déclenchent un mouvement de panique, qui se propage à l'ensemble du secteur bancaire.

Il y a alors une réelle menace pour le système bancaire et financier et le risque de perte de confiance dans la valeur de la monnaie se pose alors.

Un mouvement de défiance généralisé dans le support monétaire et le choix d'une autre monnaie provoqueraient des problèmes économiques affectant la

production, les échanges et l'emploi et aussi des troubles sociaux et sans doute politiques.

Il apparaît alors que l'intervention du prêteur en dernier ressort en matière d'illiquidité renvoie à des enjeux de diverses natures.

Mais il est difficile à priori de distinguer le cas d'une illiquidité, d'une insolvabilité.

En matière d'insolvabilité, la situation diffère et l'intervention apparaît parfois contestable.

Un établissement bancaire qui a durablement construit son insolvabilité doit subir la sanction qui s'impose en pareil cas, en d'autres termes le dépôt de bilan et la mise en faillite ou transfert de la propriété aux investisseurs qui souhaitent le recapitaliser.

L'intervention du prêteur en dernier ressort en pareil cas, revient à prendre en charge les pertes constatées et à couvrir l'inconséquence dans la gestion des risques.

Il y a dans ce cas un coût à l'intervention qui doit être supporté par l'un des acteurs du système.

Appartient-il à la banque centrale de supporter ce coût ?

Est-ce au FMI de le supporter ?

Dans les faits, la seule Banque Centrale qui a prouvé sa capacité d'intervention dans les deux décennies passées, est celle des Etats-Unis.

La FED a su gérer le problème de la dette au début des années 1980 et à la fin des années 1990, contraindre les grandes banques internationales à assurer le sauvetage du fonds spéculatif LTCM.

Elle a à chaque fois évité la faillite du système et la contagion du mouvement de panique.

Nous retiendrons donc qu'une panique de marché peut toujours être stoppée par une autorité qui exprime cette volonté politique.

Mais, une telle intervention implique de disposer d'un réel pouvoir de marché qui dépasse la simple question du prêteur en dernier ressort et de sa capacité à fournir de la liquidité.

La question de ce pouvoir de marché renvoie à des acteurs dont la taille, la crédibilité et l'action apparaissent capables de réguler la finance internationale.

Aujourd'hui, seule la FED possède ce pouvoir de marché, espérons que la BCE le possède aussi.