

Institut Supérieur de Gestion de Tunis

ECONOMIE MONETAIRE

NOTES DE COURS

2^{ème} année Gestion

Enseignant

Jalel BERREBEH

CHAPITRE I.

L'OFFRE DE LA MONNAIE ET LA CREATION MONETAIRE

La structure de la masse monétaire et son volume sont constamment soumis à des variations, et ce, du fait qu'ils sont soumis à un processus continu dans le temps de création et de destruction de monnaie.

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

On analysera successivement la création de la monnaie par la Banque centrale, par les banques, et par le Trésor public.

I -LA CREATION DE MONNAIE PAR LA BANQUE CENTRALE :

La banque centrale émet la monnaie centrale¹ sous deux formes : des billets et des comptes ouverts dans ses écritures et réservés aux institutions financières :

La Banque centrale a pour principale fonction d'être la banque des banques et elle assure cette fonction en refinançant les banques et le Trésor public; c'est-à-dire en leur procurant les liquidités dont ils ont besoin. Ce refinancement exerce, par conséquent, une influence indirecte sur la masse monétaire. En revanche, la Banque centrale crée la base monétaire de cette masse monétaire; c'est-à-dire elle crée les moyens permettant aux banques de créer la monnaie scripturale. A l'exception des billets, la Banque centrale ne crée pas la masse monétaire.

La Banque centrale crée la monnaie à l'occasion des opérations suivantes :

- * Les opérations sur or et devises
- * Les concours accordés au Trésor
- * Le refinancement des banques

A - LES OPERATIONS SUR OR ET DEVICES :

¹ L'expression monnaie centrale provient du fait que cette catégorie de monnaie est émise exclusivement par la banque centrale. La monnaie centrale est composée de deux éléments :

- La monnaie fiduciaire formée des pièces et des billets
- La monnaie scripturale utilisée seulement par les banques qui la déposent sur le compte courant qu'elles détiennent auprès de la banque centrale.

Cette monnaie centrale est inscrite au passif du bilan de la banque centrale parce qu'elle correspond à une dette de cette dernière. Elle est créée à partir de la monétisation d'actifs inscrits à l'actif du bilan de la banque centrale et qui sont les créances en devises, les créances sur le Trésor public et les créances sur les banques.

Les opérations sur devises sont, la plupart du temps, effectuées par les banques. Ces dernières achètent les devises et les présentent, par la suite, à la Banque Centrale qui crédite alors leur compte courant. Dans ce cas, la monnaie nouvellement créée est essentiellement de la monnaie centrale scripturale; c'est-à-dire elle prend la forme d'une écriture au crédit des comptes courants des banques auprès de la Banque Centrale. Il va de soi que les banques peuvent convertir cette monnaie scripturale en monnaie centrale en effectuant des retraits de billets.

Ainsi, toute entrée de devises correspond à un accroissement de la quantité de monnaie en circulation (la masse monétaire). Voilà, pourquoi les exportations de marchandises, les entrées de touristes, les transferts des travailleurs immigrés, les rentrées de capitaux entraînent tous un gonflement de la masse monétaire.

Inversement, toute sortie de devises se traduit par une contraction de la masse monétaire.

Concernant les opérations sur l'or, elles portent sur le stock d'or détenu par la Banque centrale. Le cours ou le prix de ce stock fluctue quotidiennement. La Banque centrale peut procéder à la révision de ce prix soit vers la hausse : dans ce cas la plus-value dégagée est versée au Trésor correspondant ainsi à une création de monnaie ; soit vers la baisse, ce qui entraîne une destruction de monnaie centrale.

B - LES CONCOURS ACCORDES AU TRESOR :

Lorsque le Trésor se trouve dans la situation où ses dépenses sont supérieures à ses recettes, il fait appel à la Banque centrale qui lui accorde une avance en compte courant. Le Trésor peut se servir de la somme empruntée en effectuant des retraits en billets ou des virements au profit des banques. Ce qui correspond à une création de monnaie nouvelle alimentant les encaisses liquides des agents économiques et des banques.

C - LE REFINANCEMENT DES BANQUES :

Les opérations de crédit effectuées par les banques entraînent une demande de billets à laquelle elles font face en s'adressant à la Banque centrale. Celle-ci émet à leur profit de la monnaie centrale en contrepartie de l'acquisition d'une partie des créances des banques. Il s'agit soit du réescompte, soit de l'achat de titres sur le marché monétaire. Dans le premier cas, les banques vendent directement à la Banque centrale une partie de leur portefeuille de titres. Dans le second cas, la Banque Centrale achète aux banques leurs titres privés en leur appliquant le taux du marché monétaire.

II - LA CREATION DE MONNAIE PAR LES BANQUES

A. LES OPERATIONS CREATRICES DE MONNAIE SCRIPTURALE

La banque commerciale crée de la monnaie scripturale nouvelle à l'occasion de trois sortes d'opérations :

- une entrée de devises
- un règlement du Trésor public

- un octroi de crédits

Dans les deux premiers cas, il s'agit d'une création spontanée de monnaie scripturale, dans le dernier cas, qui représente l'essentiel de la création de monnaie, il s'agit d'une création provoquée de monnaie scripturale.

1- La création de la monnaie par acquisition de devises étrangères

Les devises étrangères sont les moyens de paiement acceptés dans les transactions internationales.

Supposons qu'un exportateur, qui a vendu des biens à l'étranger, acquière des devises. Comme ces dernières ne circulent pas dans le pays, il va donc les céder à sa banque contre de la monnaie nationale.

Dans ce cas, on dit que la banque a monétisé les devises (qui constituent une créance sur l'étranger).

Donc, toute entrée de devises engendre une création de monnaie nouvelle.

2- Règlement du Trésor public :

Lorsque le Trésor public ne peut pas couvrir la totalité de ses charges par ses propres ressources, il est obligé de faire appel à une création de monnaie nouvelle, soit par la Banque centrale, soit par les banques commerciales.

La création de monnaie au profit du Trésor se fait par incorporation d'effets publics (bons du Trésor).

3-Création de monnaie par monétisation d'actifs financiers :

C'est l'activité la plus importante de la banque, à savoir le crédit. Ce dernier met en relation les entreprises et les banques et se fait par le moyen de l'escompte. L'escompte est une opération qui consiste pour la banque à acheter des effets de commerce escomptables (billet à ordre² et lettre de change³) en contrepartie du crédit consenti.

Les effets de commerce sont des titres de créances à court terme qui s'établissent entre des particuliers lors des transactions et qui deviennent mobilisables par le biais de l'escompte lorsqu'ils parviennent à un certain délai de leur échéance (90 jours ou moins)

² C'est un écrit par lequel un débiteur Y s'engage à payer à son créancier X une somme donnée, en un lieu donné et à une échéance qui n'excède pas, en principe, 90 jours. Cet actif financier peut circuler librement par endossement; c'est -à-dire X peut le remettre à son propre créancier Z en y portant, avec la signature au dos de l'effet, la mention explicite du changement du nom du créancier ultime. Lorsque le billet à ordre est revêtu de 3 signatures au moins, il devient escomptable (monétisable).

³ C'est un ordre de paiement par lequel un créancier X appelé tireur ordonne à une autre personne Y qui est son débiteur (le tiré) de verser, à une date précise, à une personne Z, qui est débiteur de x et appelée bénéficiaire, le montant de la créance.

La lettre de change permet, donc, d'éteindre deux dettes à la fois. Elle peut circuler, aussi, par endossements successifs jusqu'à la date de son échéance.

Le bénéficiaire des effets de commerce, que l'on appelle le "porteur", peut désirer entrer en possession de ses fonds avant l'échéance. Dans ce cas, il peut demander la mobilisation de son titre en le portant à l'escompte de sa banque. Le bénéficiaire vend alors son titre à la banque. Cette dernière lui remet en contrepartie la valeur de l'effet diminuée d'un intérêt calculé à partir du taux d'escompte fixé par la banque.

Ainsi, la banque se substitue au bénéficiaire pour consentir un crédit au tiré Y.

Dans ce cas la création monétaire se fait par acquisition d'un titre sur un débiteur⁴.

Tels sont les trois types d'opérations donnant lieu à une création de monnaie par les banques commerciales.

La distinction entre création spontanée et création provoquée de monnaie est utile dans la mesure où elle permet d'orienter la politique monétaire dans le domaine de l'offre de monnaie.

La destruction de monnaie intervient lorsque la banque procède aux opérations inverses. Autrement dit, lorsqu'elle vend des devises ou lorsqu'elle se fait rembourser par le Trésor public ou par les particuliers et les entreprises, ces opérations entraînent une diminution de la monnaie en circulation, ce qui correspond à une destruction de monnaie. Globalement, quand toutes les opérations de création et de destruction de monnaie se combinent pour une banque, il n'y a évidemment aucune raison pour que la destruction de monnaie, à un moment donné, compense exactement la création antérieure de monnaie.

Dans une économie, il y a, en général, un excédent des crédits sur les remboursements et, par conséquent, il y a une création nette de monnaie par les banques.

B - LA CREATION DE MONNAIE ET LES REGLEMENTS INTER-BANCAIRE

Chaque fois que le titulaire d'un compte dans une banque effectue un transfert d'une fraction de ses avoirs au profit du titulaire d'un compte dans une autre banque, il se pose le problème de règlement entre les banques.

Les représentants des différentes banques se réunissent quotidiennement pour participer aux séances de compensation. Et c'est pendant ces séances que les banques arrêtent et règlent leurs soldes.

Le règlement des soldes de compensation se fait par l'intermédiaire d'un compte courant que chaque banque détient auprès de la Banque centrale.

C- LES LIMITES DE LA CREATION DE LA MONNAIE SCRIPTURALE

⁴ Cette création monétaire est temporaire puisque à l'échéance, la banque recouvre sa créance, puisque son portefeuille d'effets enregistre une diminution. La création de monnaie est annulée à l'échéance. On dit qu'il y a extinction du crédit à l'échéance et destruction d'une quantité de monnaie équivalente à celle qui a été créée par la monétisation de créance.

La création de la monnaie scripturale par les banques engendre des fuites de la monnaie centrale de leurs circuits. C'est la raison pour laquelle les banques doivent absolument détenir de la monnaie centrale.

Les fuites que subissent les banques sont de deux types : naturelles et artificielles.

1- Les fuites “naturelles”:

La banque est exposée à une double ponction de la part du détenteur du dépôt à vue qui peut réclamer à la banque des billets ou lui demander de régler un tiers dont le compte se trouve dans une autre institution. Les fuites naturelles sont donc en billets ou vers d'autres établissements.

a- Les fuites en billets

Les agents économiques ont la liberté de choisir entre ces deux monnaies de paiement (monnaie fiduciaire, monnaie scripturale) et de demander la conversion de la monnaie scripturale en monnaie fiduciaire qui est créée exclusivement par la banque centrale.

La fuite que subit la banque est fonction de deux paramètres:

- **Un paramètre général** : l'importance de la monnaie fiduciaire par rapport aux dépôts à vue et qui est fonction du développement du système bancaire, de la confiance suscitée par les banques, des contraintes de la conversion, etc...
- **Des paramètres propres à chaque banque**: sa situation géographique (zone urbaine ou zone rurale), sa clientèle (ménages, entreprises, ouvriers, cadres,...), son mode de gestion, etc...

Il faut, toutefois, préciser que la quantité optimum de billets que doit détenir chaque banque est difficile à déterminer. Elle ne doit pas être trop importante, car la monnaie fiduciaire n'est pas rémunérée, mais suffisante pour que la banque puisse satisfaire toutes les demandes de conversion émanant de ses clients.

b- La fuite vers d'autres établissements:

Si le bénéficiaire du crédit (X) règle un créancier Y qui possède un compte dans la même banque A que X, cette situation est la plus favorable pour la banque qui se contente de transférer, par un simple jeu d'écriture, la monnaie scripturale d'un compte à l'autre.

Si, par contre, Y est client d'une autre banque B, le problème qui se pose est l'inconvertibilité des monnaies scripturales des banques entre-elles. Il s'en suit que les banques n'acceptent que la monnaie centrale dans les règlements inter-bancaires.

Ce genre de fuite que supporte la banque dépend de sa taille par rapport à ses concurrents, car plus elle a des clients, moins elle risque d'avoir des paiements à faire à d'autres banques et donc plus faibles sont ses fuites.

2- Les fuites “artificielles”:

Le contrôle de la création de la monnaie par les banques est devenu une nécessité pour les autorités monétaires, d'autant plus que la monnaie fiduciaire ne représente plus aujourd'hui, dans plusieurs pays que moins de 20% de la monnaie scripturale, c'est-à-dire que pour une même quantité détenue de billets, les banques peuvent créer 5 fois plus de dépôts.

L'insuffisance des fuites naturelles pour exercer une contrainte suffisante sur les banques a amené la banque centrale à instaurer une fuite artificielle sous forme de réserves obligatoires : chaque banque est obligée de détenir sur son compte-courant, auprès de la banque centrale, un certain pourcentage de ses dépôts à vue (et parfois de ses dépôts à terme et/ou de ses crédits) sous forme de monnaie centrale. Plus cette proportion est importante, plus les possibilités de création monétaire par les banques sont limitées.

Au total, la création de monnaie par une banque dépend de l'importance des fuites hors de son circuit; c'est-à-dire, en définitive, de la quantité de monnaie centrale dont elle dispose ou qu'elle peut se procurer.

D- LE PROCESSUS DE CREATION DE LA MONNAIE : LE MULTIPLICATEUR ET LE DIVISEUR DE CREDIT

1. La notion de multiplicateur de crédit

On appelle multiplicateur de crédit le rapport existant entre le supplément de monnaie banque centrale dont dispose une banque (par exemple suite à un dépôt effectué par un client) et le montant de ce supplément de monnaie. C'est un instrument de mesure de la création monétaire par les banques commerciales.

Si le crédit accordé ne fuit pas la banque et si aucune contrainte ne pèse sur la banque, la création monétaire est illimitée.

Soit :

M : accroissement de la masse monétaire correspondant à l'octroi des nouveaux crédit

RE : le supplément de monnaie dont dispose la banque

k : le multiplicateur de crédit

On a $M = k RE$

Sans aucune contrainte k tend vers l'infini, la création tend vers l'infini

Or les banques subissent des fuites, des fuites naturelles et des fuites artificielles.

C'est en fonction de l'importance de ses fuites que chaque banque fixe la proportion de ses dépôts à vue qu'elle doit tenir sous forme de monnaie centrale.

Si cette banque ne dispose pas d'un surplus de monnaie centrale par rapport à ce dont elle estime avoir besoin, elle ne peut prêter parce qu'elle ne pourrait pas faire face aux fuites engendrées par cette création de monnaie. Elle doit donc avoir pour objectif la détention de la monnaie centrale excédentaire.

Ainsi, toute banque, pour pouvoir accorder des prêts, doit, au préalable, avoir un surplus en monnaie centrale appelé les réserves excédentaires.

a - Le multiplicateur du crédit sous contrainte des réserves obligatoires

On sait qu'en fin du processus, les réserves excédentaires seront nulles et seront transformées en crédits. Par ailleurs, le montant total des nouveaux crédits accordés, c'est-à-dire la monnaie créée est donnée par la relation suivante : (r étant le taux des réserves obligatoires)

Si M est la quantité de monnaie créée et RE les réserves excédentaires, on aura la relation suivante (r étant le taux des réserves obligatoires)

$$M = \frac{1}{1 - (1 - r)} \cdot RE = \frac{1}{r} \cdot RE = k \cdot RE$$

k est une constante qui représente le multiplicateur du crédit. Il est égal à l'inverse du taux des réserves obligatoires.

Ainsi $M = \frac{1}{r} \cdot RE$ est une équation qui fournit les limites du système bancaire en matière de création de monnaie.

b – Le multiplicateur de crédit sous les contraintes de réserve obligatoire et de conversion par les ANF de monnaie scripturale en monnaie centrale

Outre une première fuite matérialisée par les réserves obligatoires, il sera tenu compte d'une seconde fuite : la conversion de la monnaie scripturale en monnaie centrale par les agents non bancaires.

Les utilisateurs de la monnaie manifestent une préférence stable envers la monnaie centrale. Ce qui se traduit par une stabilité dans la répartition de leurs encaisses (avoirs monétaires) entre monnaie scripturale bancaire et monnaie centrale; c'est-à-dire entre dépôts à vue dans les banques et les billets de la Banque centrale.

Supposons que d = la préférence pour la liquidité est égale

$$\text{La création monétaire} \quad M = 1 / (r+b-rb) \quad RE \quad k = 1 / r+b-rb$$

c. Exemple

Supposons que le taux des réserves obligatoires : r = 10%, le taux de préférence pour la liquidité (billets) : b = 50% et que RE₁₀ = 100.

Période	Crédits accordés aux clients	Retrait de billet par le client	Depôt au compte courant du client	Reserves obligatoire	monnaie centrale restée à la banque
1	10.000	5.000	5.000	500	4.500
2	4.500	2.250	2.250	225	2.025
3	2.025	1012,5	1012,5	101,25	911,25
Total	TC				

TC = total des crédits, TC correspond à la création monétaire par les banques.

$$TC = [1 / 0,1 + 0,5 - 0,1 \times 0,5] \times 10.000 = 1,8181 \times 10.000 = 18181$$

Si une banque dispose d'une réserve excédentaire de 10.000D, Elle peut créer, toute en subissant la contrainte de réserves obligatoires (10%) et la conversion de la monnaie scripturale en billet de banque (50%), 18181D de nouvelle monnaie soit 1,8 fois la réserve excédentaire.

De ce processus, apparaissent 3 résultats :

- à chaque vague de crédit, 55% de la monnaie scripturale nouvelle fuit en dehors des circuits des banques : 50% en monnaie centrale et 5% en réserves obligatoires. Par conséquent, 45% seulement de la monnaie sont réinjectés dans le circuit.
- la quantité de monnaie créée est un multiple des réserves excédentaires initiales.
- sur cette quantité de monnaie créée, la moitié a pris la forme de billets (soit 50%) et le 10 % du reste est devenu des réserves obligatoires.

L'analyse du multiplicateur présente de nombreux avantages :

- elle montre, d'une part, en particulier, le rôle de création de monnaie par les banques
- - elle montre, d'autre part, que la création monétaire dépend essentiellement de la préférence pour la liquidité des ANF.
- Le multiplicateur met en évidence le rôle des autorités monétaires dans la création de monnaie par l'intermédiaire de sa monnaie centrale et de son taux de réserves obligatoires.
- La théorie du multiplicateur indique la limite de création monétaire conditionnée par la demande de crédit émanant des ANF.

Cependant, le multiplicateur donne une estimation du maximum de monnaie que le secteur bancaire est susceptible de créer. C'est donc une limite vers laquelle peut tendre la création monétaire. C'est un maximum potentiel qui n'est pas nécessairement atteint, d'une part, si les agents non financiers ne réclament pas de crédits et d'autre part, si les banques préfèrent utiliser leur excédent de monnaie centrale pour se désendetter vis-à-vis de la Banque centrale plutôt que pour accorder des prêts.

2. Le diviseur de crédit

Dans l'analyse théorique de la création de monnaie, c'est la quantité de monnaie centrale détenue par la banque qui constitue la source de l'expansion des dépôts à vue. Le sens de la causalité est donc monnaie centrale-monnaie scripturale bancaire.

Seulement, dans la réalité, la base de la création de monnaie est la liquidité potentielle. Le sens de la causalité est monnaie scripturale des banques - monnaie centrale. La banque accorde des crédits (crée de la monnaie) et se procure la liquidité dont elle a besoin. Donc, c'est la quantité de monnaie centrale qui s'adapte à la quantité de la monnaie bancaire et non l'inverse.

Ainsi si les banques savent qu'elles ont la possibilité de se procurer des liquidités supplémentaires, elles accordent des nouveaux crédits et se procurent par la suite les liquidités supplémentaires nécessaires.

Par exemple, les banques peuvent accorder 10.000D de nouveaux crédits puis se procurent la liquidité nécessaire (les réserves excédentaires)

On a alors $RE = 10.000 \times 1/k$ $1/k = d$ (d est appelé le diviseur de crédit)

Cette analyse met en évidence non pas un multiplicateur de crédit mais un diviseur de crédit entre les crédits nouveaux (M) et les réserves supplémentaires (RE)

$d = \text{Dépôts} / \text{Monnaie centrale}$

La causalité est inversée : dans le diviseur de crédit le rôle de création monétaire revient aux demandeurs de crédit.

Ce ne sont pas les encaisses qui déterminent les dépôts mais ce sont les dépôts qui déterminent l'encaisse.

Le remplacement du multiplicateur par le diviseur fait que la politique monétaire se trouve axée sur la demande de monnaie des agents non bancaires et non sur l'offre de monnaie des banques, et ce, pour deux raisons :

- Les banques jouent un rôle passif dans la mesure où ce n'est pas leur disponibilité en monnaie centrale qui influence leurs décisions en matière d'octroi de crédit.
- La Banque centrale ne peut refuser d'accorder la monnaie centrale qui lui est demandée au risque de causer de grandes difficultés pour les banques.

3. Création monétaire et base monétaire

Le multiplicateur de crédit repose sur le fait que « les crédits forment les dépôts ». Il est défini comme un ratio qui lie deux agrégats : la masse monétaire (M) et la base monétaire (BM).

La masse monétaire regroupe les moyens de paiement et les placements liquides ou à court terme, après conversion rapide et facile en moyens de paiement et sans risque de perte de capital, peuvent être utilisés en règlement des transactions.

La base monétaire, équivaut au passif du bilan de la Banque centrale, c'est-à-dire, aux réserves des banques à la Banque centrale et aux billets en circulation, principaux éléments constitutifs de la monnaie banque centrale (MBC).

Soit le multiplicateur k / $M = k \cdot BM$

La masse monétaire apparaît comme un multiple de la base monétaire.

Soit les relations suivantes :

$(1) B = b \cdot M$ b : la propension moyenne des ANF à vouloir de la monnaie fiduciaire

Cette relation indique les agents détiennent une partie de leur monnaie sous forme de billet.

$(2) RO = r D$ r : le taux des réserves obligatoires non rémunéré que les banques doivent conserver en compte à la Banque centrale

$R = RO / D$ c'est le montant des réserves obligatoires sur celui des dépôts à vue.

$(3) M = B + D$ c'est la masse monétaire est égale aux billets en circulation B plus les dépôts.

$(4) MBC = B + RO$ c'est la monnaie banque centrale MBC est égale aux billets de banque en circulation (B) plus les réserves obligatoires des banques auprès de la Banque centrale.

En remplaçant (1) et (2) dans (3) on obtient : $MBC = b.M + r. D$

De (3) on obtient $D = M - B = M - bM$

De (3) et (2) on obtient $D = M - B = M - bM$

On remplace D par sa valeur $MBC = b M + r (M - bM) = M (r + b - rb)$

$MBC = M (b + r - rb)$

$M = (1 / (b + r - rb)) \cdot BMC$

III - LA CREATION DE MONNAIE PAR LE TRESOR PUBLIC

Le Trésor public participe à la création de monnaie de deux façons :

- Il intervient en tant que créateur de monnaie.
- Il se présente comme emprunteur de liquidités auprès du système bancaire et comme transformateur de ces liquidités en monnaie.

A - LE TRESOR CREATEUR DE MONNAIE :

Dans ce rôle, le Trésor public se comporte pratiquement comme une banque commerciale, il est autorisé à recevoir des dépôts de la clientèle et il a le pouvoir d'accroître ses dépôts; c'est-à-dire de créer la monnaie. Bien entendu, cette fonction de création de la monnaie doit s'exercer dans le cadre des lois budgétaires.

Le pouvoir de création de monnaie par le Trésor est fonction de trois facteurs :

- ◆ le volume du déficit budgétaire. Il y a création de monnaie par le Trésor lorsque les dépenses publiques dépassent les recettes.
- ◆ le volume des disponibilités monétaires confiées au Trésor qui dépend des habitudes de dépense et d'épargne de la collectivité.
- ◆ les impératifs de la liquidité en monnaie centrale : le Trésor doit être en mesure d'assurer la conversion de sa propre monnaie dans les autres formes conformément à la demande du public.

B - LE TRESOR, EMPRUNTEUR AUPRES DU SYSTEME BANCAIRE :

C'est à ce titre que le Trésor public exerce un rôle essentiel dans le fonctionnement du système bancaire.

Les impératifs de la liquidité limitent la création de monnaie par le Trésor. A chaque instant, le circuit du Trésor doit communiquer avec le système bancaire par l'intermédiaire de la monnaie centrale. Par ailleurs, il y a le principe de l'unité de trésorerie selon lequel toutes les relations du Trésor avec le reste du système bancaire sont centralisées au compte courant du Trésor auprès de la Banque centrale, de sorte qu'à chaque moment, ce compte dégage un solde positif ou négatif. D'où le problème : quels sont les moyens dont dispose le Trésor lorsque son compte à la Banque centrale est déficitaire? Ces moyens sont de deux types :

- ◆ D'abord le Trésor peut s'adresser au marché monétaire et tenter d'emprunter aux banques leurs excédents en monnaie centrale.

Dans la plupart des cas, le Trésor est un emprunteur permanent sur le marché monétaire et les bons de Trésor ont connu une extension considérable, à la fois comme moyen de financement de la trésorerie publique et comme instrument d'échange sur le marché monétaire. Ces bons, qui sont des titres de créance sur le Trésor, sont souscrits (achetés) par les banques parce qu'ils présentent plusieurs avantages : ils rapportent un intérêt , constituent un emploi sûr (signature de l'Etat) et s'échangent très facilement entre les banques.

- ◆ Ensuite, le Trésor peut recourir, en dernier ressort, à la Banque centrale pour lui emprunter les liquidités qui lui font défaut. Cela intervient souvent lorsqu'il n'arrive pas à couvrir la totalité de ses besoins par le biais du marché monétaire.

La Banque centrale consent des crédits aux Trésor public selon 3 possibilités :

- ◆ le réescompte des obligations cautionnées : une obligation cautionnée est un effet représentatif d'un crédit que l'administration fiscale (Trésor public) accorde à certains redevables d'impôts.
- ◆ le réescompte d'effets à moyen terme.
- ◆ les avances de la Banque centrale à l'Etat.

CHAPITRE II

LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE

I. LE SYSTEME DE FINANCEMENT

Le financement de l'économie consiste à se procurer les fonds permettant la réalisation de l'activité économique. Ce financement peut être interne ou externe.

A. LE FINANCEMENT INTERNE

Le financement est qualifié d'interne quant l'agent qui souhaite réaliser une opération économique trouve lui-même les ressources indispensables. Ce financement est appelé l'autofinancement ou le financement en fonds propres

Dans la pratique c'est rare que les agents qui désirent réaliser une opération économique disposent des fonds nécessaires pour accomplir l'opération qu'ils envisagent. Ces agents ont en général un besoin de financement (les emplois sont supérieurs aux ressources). Ils font alors appel à un financement externe auprès d'autres agents qui ont de l'argent qu'ils cherchent à placer (les ressources sont supérieures aux emplois).

B. LE FINANCEMENT EXTERNE

Le financement externe peut être direct ou indirect

1. Le financement externe direct

a. Principes

L'agent qui a un besoin de financement BF (entreprise, administration...) entre en contact direct avec un autre agent qui dispose d'une capacité de financement CF (ménages)⁵ qui cherche à placer son épargne. L'agent à BF (l'emprunteur) émet un titre (action, obligation ou autres titres) qui matérialise sa dette. Ce titre est directement acheté par les ménages (le prêteur). Pour ce dernier, ce titre est un titre de créance. Ce mode de financement est un financement direct entre un agent à BF et un agent à CF. C'est un financement direct car il n'a pas nécessité l'intervention d'un intermédiaire. C'est un financement direct car il est effectué généralement sur les marchés des capitaux, soit sur le marché financier grâce à l'émission de valeurs mobilières (action, obligation) et le marché monétaire grâce à l'émission de titres monétaires (certificat de dépôt, billet de trésorerie, bon de trésor).

⁵ A noter qu'au niveau microéconomique chacun des agents économiques (entreprise, administration, ménage...) peut être tantôt emprunteur, tantôt prêteur. Par contre au niveau macroéconomique l'entreprise et l'administration sont généralement des agents à besoins de financement alors que les ménages sont des agents plutôt à capacité de financement.

b. Les limites du financement direct et la nécessité de l'intermédiation

Les actifs financiers sont des titres de créances peu liquides. Ce manque de liquidité peut fuir les épargnants qui cherchent un placement liquide⁶ et rémunérateur. Dans ce cas l'opération de financement ne se réalise pas. L'épargnant ne place pas son argent et l'investisseur ne trouve pas de financement. Il faut, dans ce cas l'intervention d'un intermédiaire financier. Ce dernier achète l'actif financier émis par l'investisseur, que l'on qualifie de primaire (obligation par exemple) et émet un autre actif financier que l'on qualifie de secondaire, plus liquide et plus adapté aux exigences des épargnants qui en font alors l'acquisition (livret d'épargne par exemple).

L'intermédiaire financier a pu réaliser l'opération de financement en satisfaisant les désirs des emprunteurs et des prêteurs en transformant les actifs financiers primaires peu liquides émis par les emprunteurs en actifs secondaires liquides demandés par les prêteurs. Cette transformation est généralement appelée intermédiation.

Ce schéma de financement nécessite la présence de 3 agents économiques :

- ◆ un agent à capacité de financement et qui cherche un placement liquide, non risqué et à court terme,
- ◆ un agent à besoin de financement qui cherche un financement à long terme
- ◆ un intermédiaire qui collecte les dépôts et les transforme en crédit à long terme

Dans ce cas, au niveau macroéconomique, les agents à capacité de financement se financent normalement directement sur le marché des capitaux et rarement auprès des intermédiaires financiers qui ne peuvent accorder de crédit que s'ils ont des dépôts. Cette économie est qualifiée **d'économie de marché de capitaux**.

c. Une présentation simpliste du rôle de l'intermédiation

L'intermédiation peut être analysée comme une transformation des risques et des échéances. L'actif risqué et à long terme est transformé en actif moins risqué et à court terme. Or l'intermédiation ne peut survivre uniquement de cette activité risquée et limitée :

- ◆ Risquée puisqu'il collecte des dépôts de court terme et les transforme en prêts à long terme
- ◆ Limitée puisqu'il doit collecter les fonds pour pouvoir accorder des crédits c'est-à-dire disposer des fonds d'abord, accorder des crédits ensuite. Ce sont donc les dépôts qui font les crédits. Chaque fois qu'il y a un dépôt, **l'intermédiation le transforme en crédit**.

Pour couvrir les risques et accroître les gains, l'intermédiation va accorder des crédits en créant de la monnaie.

⁶ La liquidité englobe les notions de commodité et de sécurité.

* **La commodité** renvoie à la fonction de paiement de la monnaie. Un actif est commode s'il peut être utilisé facilement dans les transactions. Cette commodité dépend de :

- La négociabilité du titre c'est-à-dire sa capacité à être transformé en moyen de paiement.
- Le coût de cette transformation en moyen de paiement

* **La sécurité** renvoie à l'idée que la monnaie est une unité de compte et une réserve de valeur.

2. Le financement externe indirect monétaire

En fait les banques ne prêtent pas seulement à partir des dépôts reçus. Elles peuvent accorder des crédits par simple jeu d'écriture en créant de la monnaie. Dans ce cas ce sont les crédits qui font les dépôts c'est-à-dire que les banques accordent des crédits à ses clients en alimentant par simple jeu d'écriture leurs comptes courants. Ce qui se traduit par une augmentation des dépôts à vue au niveau macroéconomique. La masse monétaire augmente puisque la monnaie scripturale augmente. De ce fait ce sont les crédits qui créent la monnaie et qui font les dépôts.

Ce schéma de financement n'a besoin que de 2 agents économiques : un intermédiaire financier bancaire qui accorde des crédits en créant de la monnaie et un agent à besoin de financement, l'entreprise, qui recherche un financement.

Au niveau macroéconomique, si la plupart des agents à besoins de financement font appel à ce mode financement (un financement bancaire) cette économie est qualifiée **d'économie d'endettement**.

C. Les marchés de capitaux (Rappel)

Les deux grandes catégories de capitaux sont : le marché financier et le marché de capitaux.

1. Le marché financier

C'est le lieu de confrontation des besoins de financement et des capacités de financement des agents économiques.

Dans un sens plus étroit, c'est le marché où s'échangent les valeurs mobilières (titres) contre de la monnaie.

Il comprend :

- a. **Un marché primaire**, il permet aux entreprises de se financer et aux épargnants d'acquiescer de nouveaux titres

Ce marché représente le véritable mécanisme de finance directe, c'est-à-dire d'approvisionnement des entreprises en capitaux nouveaux.

Deux modalités d'approvisionnement :

- ◆ émission d'actions nouvelles
- ◆ émission des obligations

- b. **Un marché secondaire**, qu'on appelle « la Bourse », qui permet de revendre des titres.

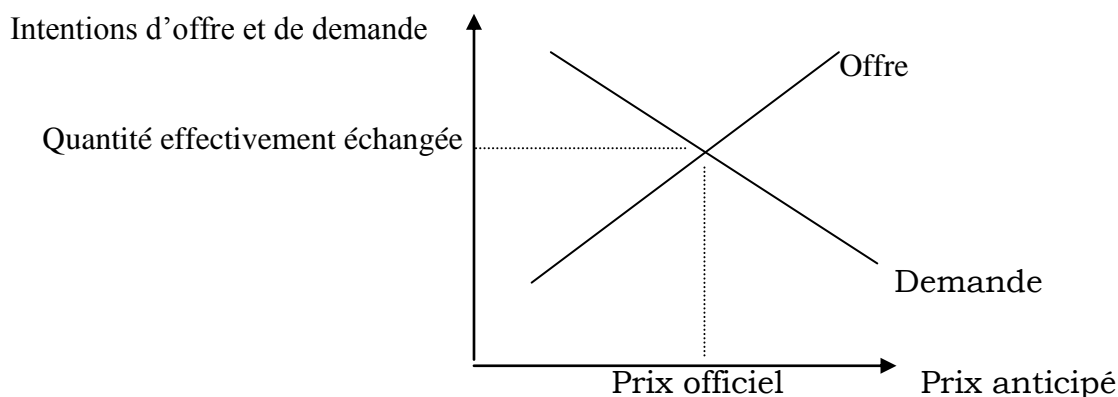
A quoi sert la bourse ?

Les valeurs mobilières sont des titres transmissibles et négociables.

L'objet de la Bourse :

- ◆ Assurer la liquidité des placements en valeurs mobilières
- ◆ La détermination d'un prix (le cours des titres : la cotation)

La confrontation des différents ordres d'achat (Demande de titres) et de vente (offre de titres) permet la détermination d'un prix d'équilibre.



2. le marché monétaire

Selon une définition large, le marché monétaire est le « lieu » de rencontre où sont apportés des capitaux à court terme par les particuliers, les entreprises et l'Etat.

Selon une définition étroite, c'est le lieu où la monnaie (interbancaire), en excédent chez certains intermédiaires financiers est transférée aux intermédiaires financiers en déficit.

Selon cette définition le marché monétaire a pour mission d'assurer quotidiennement la liquidité du système bancaire.

C'est aussi le « lieu » où la Banque centrale intervient soit pour approvisionner les banques en monnaie, soit pour absorber la monnaie qu'elle juge en excédent.

Le marché monétaire est un simple mécanisme de refinancement bancaire, il peut devenir un véritable marché de capitaux à court terme.

II. L'INTERMEDIATION FINANCIERE

Nous analyserons d'abord le modèle théorique qui fonde toute la réflexion contemporaine sur l'intermédiation financière : le modèle de Gurley et Shaw, puis nous verrons son renouvellement à travers la distinction entre économie de marchés de capitaux et économie d'endettement.

A. LE MODELE DE GURLEY ET SHAW⁷

Nous analyserons successivement les bases de ce modèle et ses conséquences quant au statut de la monnaie.

⁷ Economie monétaire et financière, Jean-François GOUX, Edition Economica, Paris 1993, Pages 89-99

1. Les bases

Le cadre conceptuel proposé par Gurley et Shaw est fondé sur la distinction entre financement primaire, ou direct, et financement secondaire, ou indirect.

a. Le financement direct,

Les agents non financiers (ANF) sont regroupés en deux catégories les agents excédentaires et les agents déficitaires.

Les agents excédentaires, comme les ménages ont des ressources courantes qui excèdent leurs dépenses courantes ; ils dégagent une capacité de financement.

Les agents, déficitaires ont des dépenses courantes qui excèdent leurs recettes courantes, ils font ainsi apparaître un besoin de financement.

On peut montrer dans un schéma simplifié, que la transmission de la capacité de financement pouvait s'effectuer grâce à la finance directe : achat de titres de la "dette primaire", pour reprendre les termes de Gurley et shaw. (Actions, Obligation, etc, Publiques ou privées). Ces titres de la dette sont acquis principalement par les ANF excédentaires, mais peuvent également être achetés par des intermédiaires financiers (IF) qui émettent eux aussi d'autres dettes primaires (actions, obligations, titres à court terme).

Dans tous les cas la finance primaire transite par le marché, même si elle n'est plus parfaitement directe lorsqu'interviennent les I.F. On est alors en présence d'une **intermédiation par le marché**

ANF excédentaires	
-Dépenses courantes - Titre de la dette primaire	- Recettes courantes

ANF déficitaires	
- Dépenses courantes	- Recettes courantes - Dette primaire

I.F.	
- Titres de la dette primaire	- Dette primaire

b. Le financement indirect

Le système précédent présente l'inconvénient de ne reposer que sur une seule catégorie de titres, des dettes risquées négociables. Les emprunteurs peuvent souhaiter une gamme plus large ; les prêteurs recherchent plus de liquidité et plus de sécurité que ne peuvent en offrir les prêteurs primaires. Les I.F. sont à même de répondre à cette demande de diversification grâce à leur capacité de transformation et de gestion des risques. Certains d'entre eux, les banques,

ont également le pouvoir d'anticiper sur l'épargne future en créant de la monnaie afin d'accorder des crédits. Dans la terminologie de Gurley et Shaw, les I.F., bancaires ou non, émettent des titres de la "dette secondaire". Le prototype en est le compte sur livret : liquide avec rendement et sans risque.

I.F. non bancaires	
Dette primaire (crédits + titres)	Dette secondaire (quasi-monnaie)

I.F. bancaires	
Dette primaire (crédits + titres)	Dette secondaire (monnaie)

On peut synthétiser l'ensemble grâce au tableau :

ANF déficitaires		ANF excédentaires	
E	R	E	R
Dépenses courantes	Recettes courantes	Dépenses courantes	Recettes courantes
	Solde :		Solde :
	DETTES PRIMAIRES	CREANCES VVVV	
	Titres de la dette primaire	Titres de la dette primaire	
Financement Direct →			
I F.			
E		R	
I F.B.			
	Crédits	Dette primaire	Dette secondaire
			Monnaie
I.F. N.B.			
	Crédit	Dette primaire	Dette secondaire
			Quasi-monnaie

Pour Gurley et Shaw il est donc inutile de distinguer les I.F. bancaires et les I.F. non bancaires puisqu'ils jouent le même rôle : achat de dette primaire et émission de dette secondaire. Il y a unité de l'intermédiaire financière. Cela implique une conception particulière de la monnaie.

La monnaie créée à l'occasion du financement d'agents déficitaires opérations de crédit - est une monnaie endogène à l'économie, elle est appelée interne. Elle se différencie de la monnaie externe la somme des deux étant la monnaie brute.

2. La monnaie dans le modèle de Gurley et Shaw

La monnaie créée à l'occasion du financement d'agents déficitaires - opérations de crédit - est une monnaie endogène à l'économie, elle est appelée interne. Elle se différencie de la monnaie externe ; la somme des deux étant la monnaie brute.

a. La monnaie brute

Gurley et Shaw, Don Patinkin, Et d'autres désignent par cette expression **l'ensemble de la monnaie émise quelle que soit sa contrepartie** : or et devises ou titres étrangers, titres publics, dette privée intérieure. On retrouve ainsi la masse monétaire dans son intégralité.

Système bancaire	
ACTIF	PASSIF
or et devises	monnaie brute
titres étrangers	billets
titres publics	dépôts
dette intérieure privée	

La partie de cette monnaie qui a comme contrepartie la dette intérieure des agents privés constitue la monnaie interne, l'autre partie est la monnaie externe.

b. La monnaie externe ou monnaie nette

Si l'on consolide le bilan du système bancaire en compensant les dettes, la monnaie interne qui est une simple avance temporaire disparaît. Il ne reste que la monnaie nette. Cette monnaie externe a pour contrepartie : l'or, les devises, les titres étrangers et les titres publics.

Les auteurs néo-classiques considèrent que seule cette monnaie doit être prise en compte, qu'elle seule représente une richesse nette ; la monnaie interne n'étant qu'une dette. Gurley et Shaw s'opposent à cette vision. Selon eux la monnaie brute s'intègre dans une conception réaliste qui n'élimine pas arbitrairement les I.F. et qui permet la compréhension de tous les mécanismes financiers modernes.

Cette analyse, aujourd'hui largement acceptée, a été renouvelée à la fin des années 70 dans le cadre de la dichotomie entre économie de marché de capitaux et économie d'endettement.

III ECONOMIE DE MARCHE DE CAPITAUX ET ECONOMIE D'ENDETTEMENT

L'origine de cette distinction remonte à J.R Hicks⁸ en 1974, qui, dans un ouvrage intitulé **The crisis in Keynesian economics**, paru en 1974, écrit :

"Tout dépend... des modalités institutionnelles ; il semble néanmoins utile, de manière générale, de classer les entreprises (on peut maintenant y inclure les entreprises financières) en deux secteurs : l'un qui satisfait ses besoins de liquidité grâce à la détention d'actifs liquides, l'autre soutenu par une faculté d'emprunt automatique (ou apparemment automatique). Appelons les, secteur du marché et secteur d'endettement, respectivement".

Cette dichotomie a été reprise par de nombreux auteurs principalement français (Levy-Garboua, Maarek, Lacoue-Labarthe) sous différentes appellations. Nous verrons dans un premier temps les critères de distinction. puis une schématisation de ceux-ci.

A. LES CRITERES DE DISTINCTION

Plusieurs critères de distinction sont habituellement avancés pour distinguer l'économie de marché de capitaux de l'économie d'endettement.

1. Le mode de financement de l'économie (critère principale):

- ◆ Dans l'économie de marché l'ajustement entre capacité et besoin de financement s'opère principalement par une relation directe à travers le marché des capitaux. C'est la même idée qui est retenue par Gurley et Shaw lorsqu'ils évoquent la finance directe,
- ◆ Dans l'économie d'endettement prédomine la finance directe celle qui est fournie par les IF bancaires et non bancaires.

2. la fixation des taux d'intérêt

- ◆ En économie de marché de capitaux. Le taux flexible est déterminé par le marché.
- ◆ En économie d'endettement le taux est quasi fixe. il est déterminé de manière administrative par les autorités monétaires.

3. Le sens de la causalité entre masse monétaire et monnaie de la banque centrale est inversé selon le type d'économie

- ◆ En économie de marché de capitaux. les I.F. prêtent s'ils disposent d'une base de monnaie de la Banque Centrale - mécanisme du multiplicateur -.

⁸ J.R Hicks , qui, dans un ouvrage intitulé **The crisis in Keynesian economics**, paru en 1974, écrit :

"Tout dépend... des modalités institutionnelles ; il semble néanmoins utile, de manière générale, de classer les entreprises (on peut maintenant y inclure les entreprises financières) en deux secteurs : l'un qui satisfait ses besoins de liquidité grâce à la détention d'actifs liquides, l'autre soutenu par une faculté d'emprunt automatique (ou apparemment automatique). Appelons les, secteur du marché et secteur d'endettement, respectivement".

- ◆ En économie d'endettement, les I.F. se procurent très facilement la monnaie dont ils ont besoin auprès de l'institut d'émission - refinancement automatique. En économie d'endettement, les I.F. bancaires sont donc structurellement endettés auprès de la Banque Centrale, qui est le prêteur en dernier ressort contraint, autrement dit le prêteur ultime.

En économie de marché de capitaux, la banque centrale est un prêteur en dernier ressort non contraint elle n'intervient que si la pérennité du système bancaire est menacée.

B. LES CARACTERISTIQUES D'UNE ECONOMIE DE MARCHÉ DE CAPITAUX ET D'UNE ECONOMIE D'ENDETTEMENT

⁹On retiendra trois agents représentatifs : ANF excédentaires (ménages), ANF déficitaires (entreprises). I.F.

1. Les caractéristiques d'une économie de marché de capitaux

Dans une économie de marchés de capitaux, l'obtention de monnaie se fait grâce à la liquidation (vente) d'actifs financiers, dont principalement des titres publics, sur le marché monétaire ouvert et sur le marché financier.

Cinq traits essentiels :

- ◆ prédominance du financement direct
- ◆ régulation monétaire assurée par le marché monétaire ouvert
- ◆ les titres négociés sont surtout issus de la dette publique (bons du Trésor)
- ◆ la Banque centrale intervient sur le marché monétaire pour vendre et acheter des titres
- ◆ la création monétaire est essentiellement de type externe (dette publique + devises).

Conclusion : Dans une économie de marché de capitaux, le marché des capitaux (monétaire et financier) assure à la fois le financement et la liquidité de l'économie et non simplement celle des IF.

2. Les caractéristiques d'une économie d'endettement

Dans le cas d'une économie d'endettement, que l'on peut également appeler "économie de crédit", l'obtention de monnaie s'effectue par emprunt auprès des banques et refinancement de celles-ci auprès de la Banque centrale par réescompte ou intervention sur le marché monétaire interbancaire.

Là encore, cinq caractéristiques

- ◆ prédominance du financement indirect

⁹ Economie monétaire et financière, Jean-François GOUX, Edition Economica, Paris 1993, Pages 89-99 (l'auteur s'inspire ici des schémas proposés par P. Llau, eux-mêmes adaptés d'un article de C. Toullec dans la revue Banque).

- ◆ l'endettement du Trésor est faible
- ◆ la régulation monétaire n'est assurée que très partiellement par le marché monétaire (interbancaire)
- ◆ la Banque centrale intervient sur le marché monétaire presque uniquement pour assurer la liquidité du système bancaire : le refinancement
- ◆ la création monétaire est essentiellement de type interne : crédits.

Conclusion : dans une économie d'endettement, le marché des capitaux, cloisonné, est subsidiaire : le marché financier n'assure qu'une faible partie du financement et le marché monétaire n'a qu'un rôle de refinancement pour les intermédiaires financiers.

CHAPITRE III.

LA POLITIQUE MONETAIRE

A travers la politique monétaire, les pouvoirs publics cherchent à régler le volume et les conditions de la circulation monétaire.

Il existe différentes techniques de politique monétaire. Le problème qui se pose est de savoir comment la Banque Centrale exerce son contrôle sur les banques de second rang.

Mais avons d'analyser la politique monétaire, nous nous proposons de faire un bref rappel sur les théories de la monnaie.

I. LES THEORIES DE LA MONNAIE

A LA THEORIE CLASSIQUE DE LA MONNAIE : LA NEUTRALITE DE LA MONNAIE

A la base de cette analyse, on trouve la théorie quantitative de la monnaie, dont la forme la plus élaborée est fournie par l'équation de Fisher : $M.V = P.Y$

Selon cette théorie une variation de la masse monétaire n'agit que sur le niveau général des prix.

Il s'agit d'une approche dichotomique, qui ne relie pas les sphères du réel et du monétaire.

L'offre crée sa propre demande. Les entreprises n'ont à s'occuper que de la production. Le niveau de la production dépend de niveau d'emploi des facteurs de production. Si on suppose que le facteur capital est constant est cours terme, La production dépend du niveau d'emploi. Ce dernier est déterminé dans le marché de travail par la confrontation de l'offre de travail par les travailleurs et la demande de travailleur par les employeurs par la flexibilité de salaire réel.

Le marché de la monnaie permet de déterminer le niveau général des prix. Elle n'a aucune influence sur les variables réelles. Il n'affecte que les variables nominales.

B. LA THEORIE MONETAIRE

Pigou s'appuie sur la théorie quantitative de la monnaie pour définir son « effet d'encaissements réelles »

$$M.V = P.Y$$

$$M/P = 1/V.Y$$

Le rapport M/P représente le pouvoir d'achat de la monnaie ou les « encaissements réelles » des agents économiques.

Si l'offre s'accroît, les encaisses réelles vont augmenter au-delà de ce qui est considéré comme normal pour les agents : ces derniers vont donc se débarrasser de leurs encaisses excédentaires, notamment en les dépensant, ce qui va provoquer une augmentation du niveau général des prix sur le marché des biens.

A l'inverse, la formule de Pigou montre qu'un accroissement des prix ne peut se produire sans augmentation de la masse monétaire. En effet, si les prix augmentent, les encaisses réelles des agents vont s'abaisser en deca de ce qu'ils considèrent comme normal. Pour les reconstituer, ils vont réduire leurs dépenses et cela fera diminuer les prix. Ainsi, en l'absence de toute augmentation de la masse monétaire, le retour à l'équilibre est automatique.

M. Friedman complète par la suite ces éléments en ajoutant notamment une fonction de demande de monnaie qui dépend du patrimoine des agents économiques, du niveau des prix (effet d'encaisses réelles) et du taux d'intérêt (qui détermine le partage entre la détention de monnaie et celle d'actifs financiers rémunérés)

Pour les monétaristes, une offre de monnaie excessive ou trop restrictive est déstabilisante, on en conclut qu'il faut assurer une croissance à taux constant de la masse monétaire. Ce taux doit être égal au taux de la croissance du PIB en volume. Les autorités doivent s'interdire toute politique économique discrétionnaire. L'adoption d'une telle norme en matière de création monétaire est non seulement nécessaire, mais elle est aussi possible. Pour les monétaristes la création de la monnaie par les banques de second rang est subordonnée à la « base monétaire » c'est-à-dire à la monnaie banque centrale. En contrôlant l'émission de la monnaie Banque centrale, les autorités monétaires peuvent donc contrôler l'ensemble de la création de monnaie.

C L'APPROCHE KEYNESIENNE

Keynes, fait du taux d'intérêt la variable déterminante de l'action monétaire sur la vie économique.

- ◆ La monnaie peut être désirée pour elle-même : il existe une demande de monnaie, une «préférence pour la liquidité» que justifient d'une part, les motifs de transaction et d'autre part, les motifs de précaution et de spéculation : les agents tenteront généralement de détenir plus d'espèces lorsque les taux d'intérêt seront bas et plus de titres lorsque les taux d'intérêt seront hauts;
- ◆ Un accroissement ou une diminution de quantité de monnaie affecte en baisse ou en hausse le taux d'intérêt. Cette évolution influe de manière décisive sur l'investissement car les entreprises comparent le taux d'intérêt et l'efficacité marginale du capital et seront incitées à investir si les taux d'intérêt diminuent.

Dans cette théorie, la monnaie n'est donc pas neutre, elle a une influence sur l'activité économique par l'intermédiaire du taux d'intérêt.

II. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

A. LES DIFFERENTES CATEGORIES D'OBJECTIFS

1- Objectifs économiques et objectifs monétaires

Les objectifs d'une politique économique peuvent être répartis en trois catégories :

- **Objectifs finals** : contrôle de l'évolution des grands indicateurs économiques, en matière monétaire les objectifs finals sont l'action sur le taux de croissance, le taux d'inflation, le niveau de l'emploi et l'équilibre extérieur.

Objectifs intermédiaires : Le pouvoir ne peut pas agir directement sur ces indicateurs. Toutefois, ces indicateurs dépendent eux même de variables diverses. Les objectifs intermédiaires sont les actions menées sur des variables diverses susceptibles d'affecter les grands indicateurs câd les objectifs finals. La lutte contre le chômage passe par une action sur des variables explicatives de l'emploi telles que le coût de salaire, l'âge de la retraite, la formation....

Les objectifs intermédiaires visent la répercussion sur les déterminants des principaux indicateurs.

En matière monétaire, les objectifs intermédiaires passe par l'action sur : divers taux d'intérêt, agrégats de monnaie, agrégats de crédit, et taux de change.

- **Les objectifs opérationnels** : Pour atteindre les objectifs intermédiaires, le pouvoir va exercer une action visant à modifier les variables sur lesquelles, il possède une prise directe.

Il s'agit d'une action sur les variables directement contrôlables.

En matière monétaire, il s'agit du taux du marché interbancaire et la monnaie centrale.

Les principaux indicateurs conjoncturels, comme le taux de chômage ou le taux d'inflation, sont influencés par des éléments sur les quels les pouvoirs publics s'efforcent d'agir. Ils agissent sur ces éléments en manipulant d'autres variables. Les objectifs finals peuvent ainsi être atteints par la réalisation d'objectifs intermédiaires, lesquels dépendent eux-mêmes d'objectifs opérationnels.

2- Les objectifs de la politique monétaire : Présentation

On distingue deux catégories d'objectifs visés par la politique monétaire : les objectifs généraux –ou objectifs finaux – et les objectifs intermédiaires – qui sont en fait des variables monétaires sur lesquelles va agir la BCT pour parvenir à l'objectif final.

a. l'objectif final de la politique monétaire

L'objectif final de la politique monétaire dépend de la politique économique du pouvoir public.

La politique monétaire peut avoir comme objectif final le maintien des conditions d'une croissance optimale (faibles taux d'inflation et de chômage). Elle peut ne viser que la stabilité des prix à long terme.

La stabilité des prix est un objectif final de la politique monétaire qui repose sur la théorie quantitative de la monnaie (Irving Fisher, Don Patinkin, Milton Friedman), selon laquelle toute augmentation de la quantité de monnaie en circulation entraîne une variation proportionnelle du niveau général des prix.

b- Les objectifs intermédiaires de la politique monétaire

Pour parvenir à l'objectif final, les pouvoirs publics déterminent des objectifs intermédiaires ou «cibles» : ce sont des variables monétaires directement liées et de manière stable à l'objectif final et que la BCT peut influencer.

Au niveau interne, l'objectif est le niveau des taux d'intérêt et la croissance de la masse monétaire (cela passe par le contrôle d'un agrégat de monnaie) ; l'objectif externe est le taux de change de la monnaie.

B. LE CONTROLE DU TAUX D'INTERET ET DE LA MASSE MONETAIRE

La politique monétaire comporte deux types d'action

- ◆ une action sur le coût du crédit par une action sur les taux d'intérêts
- ◆ une action sur le volume de monnaie circulant en économie par le contrôle des agrégats monétaires ou le crédit

1. Le contrôle des taux d'intérêt

On distingue trois catégories de taux d'intérêt :

a- les taux d'intérêt des marchés de capitaux :

- ◆ le taux du marché monétaire (TMM) : c'est le taux auquel les banques, les institutions financières, et les entreprises se procurent les liquidités.
- ◆ le taux du marché obligataire : c'est le rendement des obligations nouvellement émises sur le marché primaire.
- ◆ le taux du marché hypothécaire : c'est le rendement des titres à plus de 10 ans représentatifs de créances sur l'habitat.

b- le taux des crédits

Il est fixé d'une manière unilatérale par les banques. Les banques, à partir d'un taux de base qu'elle se fixent en tenant compte du taux du marché interbancaire et du taux d'inflation, déterminent leur gamme de taux qui dépend des échéances, de la forme de crédit et de la qualité de l'emprunteur;

c- les taux administrés

Ce sont les taux qui sont fixé par l'administration monétaire. Il s'agit des taux débiteurs et des taux créditeurs.

- ◆ le taux créditeurs sont ceux qui sont accordés par les institutions financières à leur clientèle. L'administration de ce taux vise soit d'éviter un taux trop élevé ou trop bas.

Cette action obéit à des impératifs économiques pour drainer de l'épargne nécessaire pour le financement de l'investissement et des impératifs sociaux du fait qu'elles permet de rémunérer l'épargne populaire.

- ◆ Les taux débiteurs sont ceux applicables aux crédits accordés aux entreprises. Ce sont des taux réduits destinés à encourager certaines catégories de prêts.

2- Le contrôle des agregats

A partir de l'idée selon laquelle la quantité de monnaie disponible n'est pas sans effet sur l'économie, les autorités monétaires s'emploient à en contrôler l'évolution

a. Le choix des agrégats

Il convient tout d'abord de choisir l'agrégat sur le quel il est souhaitable d'agir. Le contrôle de M1 demeure l'un des objectifs essentiels de la politique monétaire.

b. Les modalités de contrôle

Il existe deux moyens de contrôler directement les agrégats :

- ◆ **le contrôle de la base monétaire** : Il s'agit pour la BCT de contrôler l'offre de sa propre monnaie pour influencer la création de monnaie par les banques. L'action sur M3 passe par celle sur M1 car M1 diminue, les placements liquides des agents économiques diminuent à leur tour.
- ◆ **Le rationnement du crédit** : Il s'agit de contrôler le crédit qui constitue la source principale de la création monétaire. Ce moyen a l'avantage de permettre d'obtenir les meilleurs résultats tout en évitant une hausse du taux d'intérêt. Cette politique a l'inconvénient d'être autoritaire et arbitraire.

c. La vitesse de circulation

Pour être opérant, l'action sur les agrégats monétaires ne doit pas être contrariée par une vitesse de circulation variable. Or cette vitesse dépend des comportements des agents non financiers qui ne sont pas contrôlables par les autorités monétaires.

III. LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

La BCT est responsable de la stabilité de la valeur de la monnaie. Or une quantité excessive de monnaie fait croître les prix, c'est-à-dire déprécie la monnaie. La BCT doit donc réguler l'offre de monnaie du secteur bancaire. C'est là le principal objectif de la politique monétaire.

La BCT dispose, pour atteindre cet objectif, de trois techniques essentielles :

- la politique de refinancement,
- la politique des réserves obligatoires
- et la politique de l'encadrement de crédit.

La Banque Centrale peut tenter d'agir de manière indirecte sur les crédits accordés en jouant sur le besoin de refinancement des banques en monnaie centrale grâce à diverses techniques. Elle peut aussi imposer directement aux banques des normes de distribution de crédit

A. REESCOMPTE ET OPEN MARKET

1- La politique de refinancement :

Une banque a toujours besoin de réserves déposées à la BCT. Elles lui serviront à acheter les billets de banque que réclame sa clientèle, à payer le Trésor public pour le compte de ses clients, et à s'approvisionner en devises. Ces besoins sont d'autant plus importants que l'activité bancaire se développe.

L'ensemble du secteur bancaire tunisien manque constamment de réserves et la BCT doit lui en prêter. Ces opérations de prêt s'appellent des opérations de financement. Elles s'effectuent sur le marché monétaire.

Le coût de refinancement est le taux d'intérêt du marché monétaire. Si les banques accordent trop de crédit, La BCT fera croître le coût de refinancement pour dissuader de développer encore leur activité.

2. Les modalités techniques de la politique de refinancement

Il existe deux modalités techniques de refinancement : les concours à taux fixe (le réescompte) et les concours à taux variables.

a- Les concours à taux fixe : le réescompte

Dans le cas d'un réescompte, l'argent est prêté aux banques à un taux d'intérêt constant fixé unilatéralement par la BCT et révisé périodiquement. Quand la BCT veut faire croître le coût de refinancement, elle fait croître leur taux de réescompte (et inversement). L'inconvénient majeur du réescompte est que le prix de l'argent ne croît pas quand la demande croît. Les banques peuvent avoir le refinancement qu'elles désirent sans limite, il suffit de payer le prix fixé par la BCT.

Ce type de financement est appelé à disparaître progressivement.

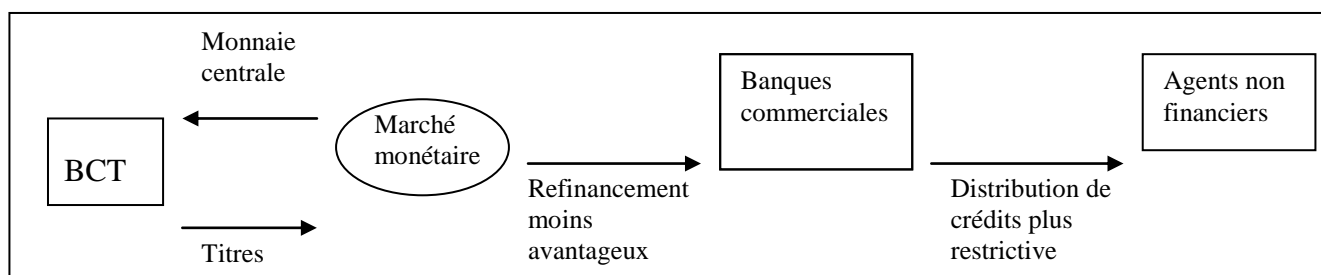
b- Les concours à taux variables la politique d'open market

Les concours à taux variable sont des prêts accordés aux banques à un taux d'intérêt qui varie journalièrement et qui reflète les conditions d'offre et de demande du marché monétaire.

Ainsi quand les banques développent trop leur activité, leurs besoins en monnaie centrale, croissant rapidement, leur coûtent vite de plus en plus cher. C'est un avantage important sur la politique du réescompte : l'efficacité sera meilleure.

Les concours à taux variable prennent la forme principalement d'opérations d'open market.

La politique d'open market : la BCT peut envisager de freiner la progression de la masse monétaire en rendant plus difficile le refinancement des banques sur le marché monétaire. Elle vend des titres sur le marché monétaire et reçoit en paiement de la monnaie centrale. Cette intervention a un effet quantité : la raréfaction de la monnaie centrale sur le marché. Elle a aussi un effet prix puisque la limitation de la quantité de la monnaie centrale offerte en élève le prix, c'est-à-dire le taux d'intérêt sur le marché. L'aggravation des conditions de refinancement des banques affecte alors la distribution du crédit et par là même leur création de monnaie scripturale.



Inversement, si la BCT met en œuvre une politique monétaire moins restrictive, elle achète des titres sur le marché. Leur paiement se traduit par un apport de monnaie centrale sur ce marché qui tend à faire baisser le taux d'intérêt.

Par la politique d'open market, la BCT a donc la possibilité d'agir sur le taux du marché monétaire et d'influencer les crédits bancaires en modifiant les conditions de refinancement. La BCT, à travers cette politique agit sur la masse monétaire.

B. LES RESERVES OBLIGATOIRES

1- La politique des réserves obligatoires

La politique des réserves obligatoires consiste à imposer la détention de réserves bloquées sur un compte à la BCT. Le montant à déposer est en général proportionnel à la monnaie créée.

Les demandes nouvelles de crédit ont d'autant moins de chance d'être satisfaites que le taux de réserves obligatoires est élevé.

La contrainte représentée par ces réserves obligatoires varie avec l'assiette sur laquelle elles sont calculées. Cette contrainte varie aussi avec les taux de réserve qui sont retenus.

Une augmentation des taux ou un élargissement de l'assiette conduit à un accroissement des réserves non rémunérées qui obligent les banques à ralentir leur activité. La restriction dans la distribution du crédit freine la progression de la masse monétaire. Cet effet est accentué par le

fait que l'assèchement de la liquidité conduit les banques à emprunter sur le marché monétaire. Le supplément de demande sur le marché favorise la hausse du taux d'intérêt qui détériore les conditions de refinancement des banques, et donc incite à adopter une activité de distribution du crédit moins expansive.

En augmentant les réserves obligatoires, la BCT alourdit donc la contrainte de refinancement des banques et exerce ainsi un contrôle indirect sur la création monétaire de la monnaie scripturale et donc sur la masse monétaire. Un assouplissement de la politique monétaire passe au contraire par une diminution des taux ou une réduction de l'assiette.

2. La combinaison des actions sur le marché monétaire et sur les réserves obligatoires :

Les autorités monétaires peuvent être conduites à envisager une hausse des taux d'intérêts pour atteindre des objectifs externes. Or, cette hausse peut aller à l'encontre d'objectifs internes visant une amélioration des conditions de financement de l'investissement.

Pour éviter ce conflit d'objectifs, la BCT peut compenser la hausse des taux par une réduction, des réserves obligatoires qui allège la contrainte de refinancement des banques à un taux devenu plus dissuasif.

C- LA SELECTIVITE ET L'ENCADREMENT DU CREDIT

La façon la plus directe de contrôler la création monétaire est de contrôler l'action de crédit qui en est l'origine. C'est ce que fait l'encadrement du crédit.

L'encadrement de crédit consiste à imposer aux banques des normes maximales obligatoires de progression des crédits. Il fait marcher chaque banque au même sens. Il a l'inconvénient essentiel de figer la concurrence.

La sélectivité et l'encadrement du crédit sont les instruments directs de la politique monétaire. La sélectivité est destinée à orienter la distribution du crédit dans la direction souhaitée par les autorités monétaires. L'encadrement du crédit vise le contrôle du montant des crédits accordés.

La sélectivité constitue une finalité qualitative alors que l'encadrement constitue une finalité quantitative.

1. Une finalité qualitative : la sélectivité :

La sélectivité est une procédure qui permet à l'Etat de favoriser le financement des opérations qu'il considère comme prioritaires. Diverses formules permettent d'associer des avantages à l'octroi de certaines catégories de crédits. La bonification des taux en est un exemple.

Les secteurs que l'État veut aider, qu'ils s'agissent de l'agriculture, du logement ou des activités touristiques et d'exportations, recourent à un financement avantageux auprès d'établissements souvent spécialisés dans les prêts à telle ou telle clientèle. La sélectivité conduit ainsi à une diversification des procédures de financement.

La sélectivité permet de contrôler certain type de crédit distribué et de cibler les bénéficiaires mais elle ne constitue pas un moyen de contrôler la progression de la masse monétaire. L'intervention directe sur cette progression passe par l'encadrement de crédit.

2. Une finalité quantitative : L'encadrement du crédit

La BCT impose aux banques commerciales de ne pas dépasser un certain taux de progression de crédits distribués par rapport au montant des crédits de l'année précédente.

Si une banque dépasse les limites de progression autorisées, elle est sanctionnée par l'obligation, par exemple de constituer des réserves supplémentaires.

Ce système de rationnement présente l'avantage pour la BCT d'exercer un contrôle assez strict de l'évolution de la masse monétaire

Ce système permet de régler le problème du conflit entre les objectifs internes (réduire le taux d'intérêt pour encourager l'investissement et la croissance) et objectifs externes (augmenter le taux d'intérêt pour permettre une rémunération avantageuse des capitaux étrangers). En effet, l'action sur le taux d'intérêt peut être destinée à agir sur le mouvement de capitaux et le taux de change, tandis que le contrôle de la masse monétaire repose sur l'encadrement.

Cette politique a été abandonnée en France vers la fin des années 80.

3- l'administration directe de la distribution du crédit

La politique monétaire de la Tunisie se caractérise par une administration directe de la distribution de crédit. Cette administration se réduit progressivement depuis les réformes engagées dans le cadre du programme d'ajustement structurel (PAS).

- a. **L'accord préalable de crédit** : Avant le PAS une banque ne peut accorder un crédit si elle n'a pas obtenu l'accord préalable de la BCT.
- b. **Le plafonnement** : Il s'agit du plafonnement des concours que la BCT apporte aux banques par le refinancement. Les autorités monétaires ont souvent limité le refinancement global d'une banque à 15% de l'ensemble de ses dépôts.