

SOMMAIRE

SOMMAIRE	a
LISTE DES ACRONYMES.....	b
GLOSSAIRE	c
INTRODUCTION	1
PARTIE 1 : LA MONNAIE ET LA CREATION MONETAIRE	2
CHAPITRE 1. GENERALITES SUR LA MONNAIE	3
Section 1 : Les fonctions et les formes de la monnaie.....	3
Section 2 : Approche théorique de la monnaie.....	9
CHAPITRE 2. LA CREATION MONETAIRE ET SA REGULATION.....	14
Section 1 : Mécanismes de la création monétaire	14
Section 2 : L'équilibre sur le marché monétaire	21
Section 3 : La régulation de la masse monétaire	26
CONCLUSION PARTIELLE.....	32
PARTIE 2 : IMPORTANCE DE LA CREATION MONETAIRE	33
CHAPITRE 1. APPORTS DE LA CREATION MONETAIRE DANS L'ECONOMIE MONDIALE.....	34
Section 1 : Hausse de la demande intérieure	34
Section 2 : Diminution de la valeur de la monnaie pour stimuler l'économie	47
CHAPITRE 2. LES RISQUES LIEES A LA CREATION MONETAIRE.....	56
Section 1 : Les risques d'inflation.....	56
Section 2 : Risques liées à la création monétaire dans l'économie mondiale actuelle	63
CONCLUSION PARTIELLE.....	69
CONCLUSION GENERALE	70
TABLE DES MATIERES	i
BIBLIOGRAPHIE ET SOURCE.....	iv

LISTE DES ACRONYMES

BCE : Banque centrale européenne

BCM : Banque centrale de Madagascar

IDE : Investissement direct à l'étranger

FED : Réserve fédérale des Etats-Unis

FCP : Fonds communs de placement

FMI : Fond monétaire international

IFI : Institutions financières internationales

OCDE : l'Organisation de coopération et de développement

OMC : Organisation mondiale du commerce

OPCVM : Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

PAS : programmes d'ajustement structurel

PDEM : Pays développés à économie de marché

PED : Pays en développement

Sicav : Société d'investissement à capital variable

TQM : Théorie quantitative de la monnaie

TVA : Taxe sur la valeur ajoutée

GLOSSAIRE

Agrégats monétaires : la somme de la monnaie en circulation et des encours de certaines exigibilités des institutions financières.

Appréciation : hausse de la valeur d'une monnaie par rapport aux autres devises sur le marché des changes.

Balance commerciale : recettes d'exportation moins dépenses d'importation.

Base monétaire : somme des pièces et billets en circulation et des réserves bancaires, aussi appelée monnaie à haute puissance ou monnaie centrale.

Bilan : état comptable présentant l'actif et le passif.

Déficit budgétaire : écart négatif des recettes par rapport aux dépenses.

Déflation : baisse du niveau général des prix.

Dépôts à vue : actifs détenus auprès des banques et immédiatement utilisables à des fins de transactions, tels que comptes à vue.

Dépréciation : baisse de la valeur d'une monnaie par rapport aux autres devises sur le marché des changes.

Dichotomie classique : distinction théorique entre variables réelles et nominales faite par le modèle classique, qui implique que les variables nominales n'influencent pas les variables réelles.

Effet Pigou : hausse des dépenses de consommation induite par une baisse du niveau des prix qui provoque l'augmentation des encaisses monétaires réelles et donc de la richesse des consommateurs.

Encaisses monétaires réelles : quantité de monnaie exprimée en termes de la quantité de biens et de services qu'elle peut acheter ; quantité de monnaie divisée par le niveau des prix (M/P).

Hyperinflation : inflation très élevée et dont le rythme s'amplifie généralement toujours au cours du temps.

Indexation : méthode consistant à faire évoluer contractuellement un revenu en fonction de l'évolution d'une autre variable.

Inflation : hausse continue du niveau général des prix.

Liquidité d'un actif : c'est l'aptitude d'un actif, c'est-à-dire d'un élément du patrimoine d'un agent économique, à être convertible en un moyen de règlement dans un délai bref et sans coût.

Masse monétaire : désigne l'ensemble de la monnaie détenu par les agents non financiers (ménages, entreprises, administrations) dans un pays ou une zone monétaire.

Politique expansionniste : politique qui stimule la demande agrégée, le revenu réel et l'emploi.

Réserves obligatoires : fonds que les établissements de crédit doivent déposer auprès de leur Banque Centrale pour pouvoir exercer régulièrement leurs activités notamment de crédit.

Taux directeur : taux d'intérêt principal de chacune des banques centrales dans le cadre de prêts aux institutions financières commerciales.

INTRODUCTION

L'échange constitue le fondement de la vie économique. Sans échange, aucun pays, ni même une société ne peut se développer. Un individu échange car il espère en tirer un bénéfice. Avant, l'Antiquité une forme d'échange était déjà présente, c'est le troc. Le troc est un échange direct entre deux biens qui connaît deux limites, à savoir l'indivisibilité et le non coïncidence des besoins. Dès lors, face aux limites du troc, la monnaie fit son apparition.

La monnaie est un instrument indispensable à l'économie dans la mesure où elle permet les transactions. De ce fait, sa maîtrise et sa création est déterminante. Le meilleur moyen de définir la monnaie est d'analyser ses fonctions et ses formes. L'importance de la monnaie se justifie par sa fonction de facilitateur des échanges, de réserve de valeur, et d'unité de compte. Aussi, la monnaie a connu plusieurs évolutions au cours de l'histoire aboutissant aux formes qu'elle a actuellement.

La monnaie se crée d'une part, à partir des banques centrales qui peuvent créer et détruire la monnaie à volonté, et d'autre part, à partir des banques commerciales ou banques privés. Si un agent souhaite satisfaire ses besoins mais manque de pouvoir d'achat, il va emprunter auprès d'une institution capable de battre de la monnaie : une banque. La banque lui accorde un crédit qui est l'instrument de la création monétaire.

Le débat théorique s'est toujours porté sur la question de la neutralité de la monnaie. En effet, les théories classiques affirment une dichotomie entre la sphère réelle (où se fixe la production) et la sphère monétaire (où se fixent les prix), et que la variation de la quantité de monnaie n'a pas d'effet sur l'économie réelle. Pourtant, les expériences passées ont montré que la monnaie pouvait influencer le processus réel de l'économie. Les différentes crises ont amené les banques centrales, à procéder à des politiques monétaires pour contrôler et réguler la masse monétaire.

La crise financière de 2007 a entraîné un ralentissement de l'activité économique mondiale. Les banques centrales ont dû user d'une politique monétaire trop expansionniste se traduisant par un accroissement massif de la masse monétaire. Actuellement, la reprise se fait mais modestement. La question est de savoir dans quelle mesure la création monétaire peut influencer l'économie ? De plus est-ce que les politiques expansionnistes des banques centrales sont justifiées ? Quelles sont leurs conséquences ?

Analyser les enjeux de la création monétaire consiste à savoir ce qu'on risque de gagner ou de perdre dans la création monétaire. Effectivement, la création monétaire peut servir à relancer l'activité, mais elle comporte également des risques. En première partie, nous allons analyser les mécanismes de la monnaie, sa création et son contrôle par les banques centrales. La deuxième partie sera réservée à l'analyse d'une part des avantages que procureraient la création monétaire et d'autre part, des risques qu'elle engendrerait.

PARTIE 1 :
LA MONNAIE ET LA CREATION MONETAIRE

La monnaie joue un rôle important dans l'activité économique car elle assure les transactions entre les agents. Elle peut également avoir un rôle social et politique. Contrairement à ce que la plupart des gens pensent, la « planche à billet » des banques centrales ne suffit pas à créer la monnaie. La création monétaire est surtout une activité des banques qui ont la capacité de créer de l'argent quasiment à partir de rien. Toutefois cette capacité ne vaut que pour le secteur bancaire. Cette première partie consiste à fournir les instruments nécessaires pour aborder la question de la création monétaire. Pour ce faire, nous allons aborder la monnaie puis analyser son mécanisme de création, d'une part, et aborder la question de la création monétaire, ainsi que, de son contrôle par les banques centrales d'autre part.

CHAPITRE 1. GENERALITES SUR LA MONNAIE

Puisqu'un agent économique ne peut pas produire tous les biens et services dont il a besoin pour sa subsistance, il doit procéder à des échanges avec d'autres agents. L'échange est à la base du développement de toute société. Face aux limites du troc, la monnaie a fait son apparition pour faciliter les échanges. Avant d'aborder la question de la création monétaire, il est nécessaire d'analyser les concepts qui tournent autour de la monnaie. Pour cela, le présent chapitre sera consacré à l'analyse des fonctions et des formes de la monnaie, puis des débats théoriques qui tournent autour de la monnaie.

Section 1 : Les fonctions et les formes de la monnaie

Le concept monnaie désigne tout instrument de paiement accepté communément dans une société donnée. Pour mieux définir la monnaie, il est nécessaire d'analyser ses fonctions et ses formes.

A. Fonctions de la monnaie

1. *Les fonctions traditionnelles de la monnaie : les fonctions économiques de la monnaie*

L'analyse fonctionnelle de la monnaie remonte au philosophe grec Aristote¹, la monnaie présente trois fonctions traditionnelles à savoir : la fonction d'étalon de valeur ou de mesure de prix, la fonction de moyen de paiement, et la fonction de réserve de valeur.

a) **La monnaie est une unité de mesure des prix :**

Pour certains auteurs, c'est la fonction qui doit-être mise en premier plan : « la monnaie est l'instrument de calcul économique lié à l'échange avant d'être le bien intermédiaire des échanges. »² La monnaie permet d'évaluer la valeur des biens ou services échangeables sur le marché et donc de les comparer à travers le prix. A un bien correspond un prix d'échange représentant la quantité de monnaie qu'un individu est prêt à fournir en contrepartie de ce bien. Les prix sont exprimés sous une même unité de compte facilitant la comparaison entre les biens. A Madagascar, l'unité de compte est l'Ariary. Dans les autres pays, elle est l'Euro, dollar, livre etc

b) **La monnaie est un moyen de paiement ou d'échange :**

La monnaie peut être considérée comme une marchandise. « Sa propriété principale est qu'elle s'échange contre toutes les autres marchandises présentes dans l'économie. »³ Elle a donc un pouvoir d'achat général et immédiat. Elle permet de

¹ Aristote (384 - 322 av J.-C.).

² DENIZET, DENIZET, Jean, *Monnaie et financement*, Dunod, Paris, 1969.

³ CLOWER, Robert W. (1926-2011)³ : Economiste néokeynésien dont les travaux portent essentiellement sur l'analyse du déséquilibre centrée sur les questions d'informations des agents économiques et les

s'acquitter de ses dettes, et en particulier de celles que l'on a vis-à-vis de celui qui nous a fourni un bien ou une prestation. C'est juste un intermédiaire dans la mesure où elle permet d'acquérir des biens et services finaux. Pour JB Say, la monnaie « dans son rôle d'intermédiaire facilite les échanges, et en circulant elle-même elle permet aux biens de mieux circuler. »⁴

En tant que moyen d'échange, la monnaie facilite les transactions c'est-à-dire les opérations de vente et les opérations d'achat. Elle circule entre les agents économiques à une vitesse de circulation et peut également s'user matériellement.

c) La monnaie est une réserve de valeur :

La monnaie est une réserve de valeur, « Il faut que la marchandise servant de monnaie puisse se proportionner sans s'altérer aux divers produits qu'on peut vouloir acquérir en échange⁵ ». Son usage peut être différé dans le temps, ce qui permet à son détenteur de conserver un pouvoir d'achat qu'il pourra mobiliser au moment de son choix. Qualifiée quelquefois comme instrument d'épargne, la monnaie permet aux individus de se prémunir contre les incertitudes quant à l'avenir. Selon J.M Keynes, l'importance de la monnaie « découle essentiellement du fait qu'elle constitue un lien entre le présent et le futur. »⁶ Toutefois, l'inflation peut diminuer la valeur d'échange de la monnaie car la hausse des prix augmente la quantité de monnaie nécessaire à l'acquisition d'un bien. Avec une inflation forte, ce n'est plus la monnaie qui mesure le niveau des prix mais ce sont les prix qui mesurent la valeur de la monnaie et les calculs économiques sont faussés. Parfois, quand la valeur de la monnaie se détériore, les agents économiques substituent les actifs monétaires par des valeurs refuges qui rempliraient mieux cette fonction (tableaux d'art, or, argent métal, devises étrangères,... etc.).

La monnaie est l'actif le plus liquide⁷. Lorsque les agents économiques se détournent de l'achat d'actifs qui leurs rapporteraient un rendement, les économistes parlent de préférence pour la liquidité. Rationnels, ces individus demandent (gardent) les actifs liquides parce qu'ils répondent à trois motifs au moins. Ce sont les motifs de transaction, de précaution et de spéculation identifiés par Keynes.

Outre ses fonctions économiques, la monnaie assure également des fonctions sociales et des fonctions politiques.

mécanismes d'ajustement de leurs actions vers des états stables : analyse stock-flux, fondements et caractérisations de l'échange monétaire

⁴SAY, Jean-Baptiste, *Traité d'économie politique*, Calmann-Lévy, Paris, 1972..

⁵SAY, Jean-Baptiste, *Traité d'économie politique*, Calmann-Lévy, Paris, 1972.

⁶KEYNES, John Maynard, *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1969.

⁷La liquidité d'un actif désigne une certaine propriété des actifs, leurs aptitudes à être transformés en monnaie, à plus ou moins brefs délais sans perte de valeur et à un coût de transaction négligeable. Ainsi, un titre à court terme est plus liquide qu'un titre à long terme. La monnaie est la limite de la liquidité, c'est la liquidité parfaite.

2. Les fonctions sociales de la monnaie

Pour certains économistes, comme M. Aglietta et A. Orléan, la monnaie joue un « rôle fondateur de la cohésion sociale, elle est la première de ces institutions sans lesquelles aucune économie ne peut exister. »

La monnaie permet de pacifier les relations sociales : en dehors de sa fonction d'intermédiaire des échanges, la monnaie assure également des fonctions sociales non marchandes. Elle permet de compenser les pertes d'un agent, évitant ainsi la violence. Elle crée une interdépendance entre les membres d'une société. Selon Michelle De Mourgues⁸ « La monnaie est un phénomène social, car elle repose sur la confiance des agents dans le système qui la produit ». Ainsi, la société marchande trouve son origine dans la monnaie car sans cette dernière, personne n'accepterait de se séparer de ce qui lui appartient contre quelque chose dont il risque de ne pas pouvoir se défaire.

La monnaie est un symbole d'appartenance à une communauté : la monnaie relie les individus (producteurs et consommateurs) dans une société donnée à travers des règles communes. En ayant les mêmes moyens de paiement, les individus ont la conscience d'appartenir à un même monde. De plus, elle permet de souder la population, d'où la création des unions monétaires comme la zone euro.

3. Les fonctions politiques de la monnaie : Monnaie, instrument du pouvoir politique

La monnaie a également une fonction politique puisque l'Etat a un monopole d'émission de la monnaie légale. Elle est un bien collectif indivisible qui ne peut être privatisé et qui réclame des institutions politiques.

La monnaie est un symbole du pouvoir politique : ce pouvoir et cette appartenance à un territoire s'affichent sur les instruments monétaires (symboles représentant la nation sur les pièces ou les billets...).

La monnaie finance les dépenses de l'Etat : ce pouvoir de faire fonctionner « la planche à billet » a été cependant limité pour que l'Etat ne soit pas tenté de régler ses dettes par de l'inflation.

La monnaie régule l'activité économique : l'Etat a pour mission de maintenir la confiance dans la valeur de la monnaie. Il doit donc en réglementer l'usage et mener une politique monétaire pour, à la fois, limiter l'inflation et encourager la croissance.

⁸ MOURGUES, M., *La monnaie, système financier et théorie monétaire*, Economica, Paris, 1993.

B. Les formes de la monnaie

Les formes de la monnaie ont évolué pour répondre aux fonctions qu'elle devait remplir. La monnaie se présente sous trois formes : la monnaie divisionnaire ou métallique, la monnaie fiduciaire et la monnaie scripturale.

1. Evolution historique de la monnaie

La monnaie a connu plusieurs transformations au cours de l'histoire⁹. L'histoire de la monnaie comprend plusieurs étapes :

1^{ère} étape : la monnaie marchandise : un bien, fortement désiré dans une société donnée, va servir d'unité de compte (coquillages en Méditerranée, grain en Mésopotamie, fèves de cacao chez les Aztèques, paquet de thé en Chine...). Ce bien permet d'évaluer les autres biens par rapport à un étalon unique et de conserver leur valeur pendant un certain temps.

2^{ème} étape : la monnaie métallique ou monnaie divisionnaire : la monnaie se présente surtout sous la forme de l'or et de l'argent. Ceci est dû à la rareté de ces derniers, leur assurant une forte stabilité de leur pouvoir d'achat. Une stabilité qui inspire une grande confiance les rendant universellement acceptés. Enfin, leur divisibilité (en grammes ou en pièce) leur permet de s'adapter aux différents prix.

3^{ème} étape : la monnaie fiduciaire : la monnaie métallique sera remplacée progressivement par le billet. Le transport des pièces étant difficile et dangereux, dès le XIV^{ème} siècle, les commerçants vont confier leur or à leurs banquiers qui en contrepartie vont émettre des lettres de change, le tout reposant sur la confiance. Les banquiers commencent à émettre leurs propres billets. Au départ, le billet est l'exact équivalent de l'or déposé par le client. Il ya donc deux monnaies : la monnaie légale or ou argent, et la monnaie d'usage papier. Puis, tout le monde s'est mis à faire de même toujours en toute confiance. Le banquier étant le seul à savoir combien il restait d'or dans son coffre, et se rendant compte que ses clients ne viennent pas tous réclamer en même temps l'or et l'argent qu'ils déposaient, décide d'émettre des billets supplémentaires à ses clients. Ainsi, la valeur totale des billets émis sera inférieure à la valeur totale du stock d'or et d'argent détenu par la banque, la monnaie devient une monnaie « papier ».

Par crainte d'une trop forte création de billets et pour rassurer les porteurs, l'Etat va confier au milieu du XIX^{ème} siècle, le monopole de l'émission à une Banque centrale. A partir de 1914, le billet devient inconvertible en or pour les agents non financiers. La valeur du billet doit être acceptée comme telle et nul ne peut le refuser. La monnaie devient fiduciaire. Cette dissociation entre la valeur intrinsèque des pièces et des billets et leur valeur faciale correspond à la première étape de la dématérialisation de la monnaie.

⁹ Banque Centrale Européenne, « Pourquoi la stabilité des prix est-elle importante pour vous ? », 2009

4^{ème} étape : la monnaie scripturale : La monnaie scripturale correspond à une inscription comptable de sommes d'argent dans les comptes à vue (ou compte courant) ouverts par une banque. La monnaie circule de compte à compte par un simple jeu d'écriture. Cette monnaie va remplacer peu à peu les pièces et les billets à partir de la seconde guerre mondiale (2^{ème} étape de la dématérialisation).

2. Les formes actuelles de la monnaie

L'évolution des formes que prend la monnaie se traduit par une dématérialisation croissante. Actuellement, la monnaie est de moins en moins représentée par des supports physiques. Ainsi, on distingue trois formes :

Monnaie divisionnaire : c'est la monnaie métallique, c'est-à-dire l'ensemble des pièces en circulation dans une économie.

Monnaie fiduciaire : c'est la monnaie « papier », c'est-à-dire l'ensemble des billets détenus par les agents économiques. La Banque centrale assure son émission.

Ces deux types de monnaie existent de manière tangible, sous forme matérielle, et ont un pouvoir libérateur illimité. Elles sont ainsi les seules à être acceptées obligatoirement comme moyen de paiement.

Monnaie scripturale : ensemble des soldes positifs des comptes à vue dans les banques, des comptes postaux ou des comptes du Trésor Public. L'ouverture d'un compte donne naissance à un dépôt à vue, qui constitue une reconnaissance de dette à l'égard du titulaire du compte. Les transactions se font par un simple jeu d'écritures c'est-à-dire d'un compte à l'autre. Cette monnaie repose sur la confiance des agents envers le système bancaire. Actuellement, la monnaie scripturale est la plus utilisée.

Il ne faut pas confondre la monnaie scripturale, qui consiste en une écriture sur un compte, avec les moyens de paiements qui permettent de l'utiliser. Aujourd'hui, différents types d'instruments permettent d'assurer la circulation de cette monnaie : Chèques, virements, avis de prélèvement, titre interbancaire de paiement (TIP), et cartes bancaires. Se développe également des expériences de porte-monnaie électronique pour les paiements de proximité.

3. La masse monétaire

La masse monétaire désigne l'ensemble de la monnaie détenue par les agents non financiers (ménages, entreprises, administrations) dans un pays ou une zone monétaire. De nos jours, les agents, pour effectuer leurs règlements, ont à leur disposition des actifs monétaires diversifiés, plus ou moins liquides, plus ou moins risqués.

L'évaluation de la masse monétaire renvoie au terme « agrégats monétaires » présentant la liste des actifs que l'on peut considérer comme étant de la monnaie. Les agrégats monétaires sont des indicateurs statistiques de l'ensemble des actifs monétaires ou quasi-monétaires détenus par les agents non financiers. Ils reflètent la capacité de

dépense des agents non financiers résidents. Il s'agit des moyens de paiement de ces agents, classés selon leur degré de liquidité (transformable en monnaie). Ces agrégats donnent aux autorités monétaires une indication sur l'évolution des différentes liquidités de manière à adapter la politique monétaire et éviter des dérapages tels que l'inflation. Ainsi, la masse monétaire se décompose en agrégats monétaire qui sont des regroupements homogènes d'actifs ayant le même degré de liquidité :

-La monnaie au sens strict : M1. Elle correspond à une partie de l'épargne monétaire thésaurisée, celle qui ne rapporte rien. Elle a pour avantage d'être liquide (moyen de paiement immédiat et sans coûts de transaction) et sans risque. Elle est composée de :

- la monnaie divisionnaire (pièces dont la valeur faciale n'a rien à voir avec leur valeur réelle, émises par le Trésor public pour servir de monnaie d'appoint) ;
- la monnaie fiduciaire (billets émis par la BCE qui représentent moins de 10% du total de la monnaie) ;
- et de la monnaie scripturale (dépôts à vue dans les banques).

M1 = Monnaie divisionnaire + Monnaie fiduciaire + Monnaie scripturale

-La quasi-monnaie ou masse monétaire : elle englobe l'autre partie de la thésaurisation monétaire, qui n'est pas immédiatement utilisable, qui est plus risquée et qui est rémunérée. Elle comprend les agrégats **M2** et **M3** qui sont de moins en moins liquides

M2 = M1 + dépôts à terme de moins de 2 ans + livrets et compte d'épargne

M3 = M2 + avoir en devises étrangères, les placements à terme.

Section 2 : Approche théorique de la monnaie

La notion de neutralité de la monnaie se situe au centre des débats. La monnaie agit-elle sur l'économie réelle ?

A- La conception classique et néoclassique de la monnaie : la monnaie est neutre

La théorie classique et la théorie néoclassique ont une position commune concernant la monnaie : elle est **neutre**. Pour les classiques et les néoclassiques, il y a une dichotomie entre la sphère réelle et la sphère monétaire. La sphère réelle qui se matérialise par les biens comprend la production, l'investissement et la consommation. Tandis que la sphère monétaire où se fixent les prix comprend la quantité de monnaie en circulation. Les deux sphères sont indépendantes et doivent être analysées séparément. La monnaie ne joue un rôle important que dans la sphère monétaire, elle est exogène (engendré par l'extérieur) dans la mesure où ce sont les banques centrales qui assurent l'offre de monnaie. Les classiques et les néoclassiques affirment que la monnaie est **neutre**, elle n'a aucun effet sur l'économie réelle.

1. La loi des débouchés de Say

La loi des débouchés de Say stipule que la monnaie n'a pas d'influence sur l'économie réelle. Dans son *Traité d'économie politique*, Say affirme que « c'est la production qui ouvre des débouchés aux produits »¹⁰. Les produits s'échangent contre les produits, la monnaie sert uniquement d'intermédiaire. La monnaie n'est qu'un voile dissimulant les échanges, ce n'est « qu'un office passager dans ce double échange »¹¹,

Etant donné que les marchandises s'échangent entre elles (la monnaie n'étant qu'un voile), toute offre crée sa propre demande. En effet, la production d'un bien suppose un revenu monétaire équivalent à la valeur de celle-ci. Les revenus permettent d'acheter des biens de consommation et des biens d'investissement à travers l'épargne.

Production (offre) = Revenu = Consommation + Epargne = Consommation + Investissement = Demande

Toute surproduction est impossible. Un déséquilibre entre l'offre et la demande n'est que temporaire. L'équilibre général est établi grâce à la flexibilité des prix. La monnaie n'influence donc pas la production, elle est neutre.

2. La théorie quantitative de la monnaie

L'équation quantitative montre qu'à un niveau de production donné où l'on prend en compte la monnaie, c'est les prix qui s'ajustent, leurs variations répondent à celles de la masse monétaire. L'approche dichotomique des classiques transforme

¹⁰ SAY, Jean-Baptiste, *Traité d'économie politique*, Calmann-Lévy, Paris, 1972.

¹¹ SAY, Jean-Baptiste, *Traité d'économie politique*, Calmann-Lévy, Paris, 1972.

l'équation quantitative en théorie quantitative.¹² La théorie quantitative de la monnaie montre une relation entre la quantité de monnaie et le niveau général des prix. Pour un volume de transactions (T) donné, une vitesse de circulation (V) constante, toute variation de la quantité de monnaie en circulation (M) entraîne une variation proportionnelle des prix (P).

La théorie quantitative de la monnaie a été formulée par Irving Fisher¹³ sous forme d'équation comme suit :

$$MV = PT$$

Où :

- M est l'ensemble des moyens de paiements en circulation dans l'économie
- V est la vitesse de circulation de la monnaie
- P est le prix moyen
- T est le montant total des transactions

La vitesse de circulation de la monnaie est définie comme le nombre de fois qu'une pièce est utilisée en une année. Elle est supposée constante à court terme car les habitudes de paiement n'évoluent que lentement. Le nombre de transaction est également supposé constant car l'équilibre des marchés assure le plein emploi de toutes les capacités de production.

La théorie quantitative de la monnaie montre donc que la variation de la quantité de monnaie ne fait que varier les prix, elle n'a aucune influence sur la production et l'emploi. Dans la sphère réelle, la monnaie n'est qu'un voile sur les échanges réels. Autrement dit, la monnaie est **neutre** au regard de l'activité réelle.

B- La conception keynésienne de la monnaie : la monnaie est active

Face à cette approche dichotomique de l'économie des classiques et des néoclassiques, Keynes va opposer une approche **intégrationniste** : économie monétaire de production. La sphère monétaire et la sphère réelle coïncident, mettant fin à la dichotomie précédente : la monnaie est active. Ce rôle actif de la monnaie s'explique par le fait que les salariés sont victimes de l'illusion monétaire, et que la monnaie peut-être préférée pour elle-même.

➤ **L'illusion monétaire**

Les agents économiques peuvent être victimes d'une illusion monétaire et vont ajuster leur comportement en fonction du salaire nominal et non au salaire réel. Keynes

¹² MOURGUES, M., *La monnaie, système financier et théorie monétaire*, Economica, Paris, 1993.

¹³ FISHER, Irving, *The purchasing power of money*, New York : The Macmillan Co., 1922.

affirme que « si une réduction du salaire nominal existant provoque le retrait d'une certaine quantité de travail, il ne s'ensuit pas qu'une réduction du salaire réel existant produirait le même effet si elle résultait d'une hausse du prix des biens de consommation ouvrière. En d'autres termes, il est possible que dans une certaine limite les exigences de la main-d'œuvre portent sur un minimum de salaire nominal et non sur un minimum de salaire réel »¹⁴. La hausse de la masse monétaire en circulation entraîne une hausse des encaisses monétaires des individus qui vont se croire plus riches et vont augmenter leurs dépenses. La hausse des dépenses provoque une hausse de la demande encourageant les entreprises à produire davantage en engageant plus de salariés et en augmentant les salaires nominaux. De leur côté, les salariés croyant à une hausse de leurs salaires vont travailler davantage. La production et l'emploi vont augmenter, ainsi la hausse de la masse monétaire aura un effet sur l'économie réel.

➤ **La préférence pour la liquidité :**

La théorie keynésienne souligne la fonction de réserve de valeur de la monnaie et affirme que la monnaie peut-être préférée pour elle-même. Etant donnée que la monnaie est la forme de richesse la plus liquide qui soit, les individus ont une préférence pour la liquidité. La liquidité de la monnaie suppose que son détenteur peut l'utiliser au moment de son choix. Ainsi, la monnaie n'est pas désirée uniquement pour des motifs de transactions, mais elle est également désirée pour elle-même. Donc, la monnaie n'est pas neutre.

La monnaie peut être thésaurisée, c'est-à-dire conservée de façon passive. Les agents économiques en thésaurisant retirent une part de la monnaie en circulation du circuit. La baisse de la monnaie en circulation aura un effet sur le niveau de la production entraînant la baisse de la demande. Les entreprises en anticipant la baisse de la demande vont diminuer leur offre et risquent de licencier ce qui a un effet négatif sur le niveau de l'emploi.

La préférence pour la liquidité est fonction inverse du taux d'intérêt : quand le taux d'intérêt est faible, les agents renoncent à une rémunération et préfèrent détenir de la liquidité. Plus le taux d'intérêt est bas, plus la probabilité qu'il augmente est grande, et donc il vaut mieux garder des encaisses monétaires plutôt que de risquer d'enregistrer des moins-values sur le cours des obligations que l'on achèterait.

Dans un contexte d'incertitude, la liquidité est la meilleure garantie et le taux d'intérêt est une prime de renoncement à la liquidité et non pas à la consommation comme le croient les économistes classiques et néoclassiques.

En revanche quand le taux d'intérêt est élevé, il serait dommage de garder des encaisses oisives, d'autant que le cours des obligations est au plus bas et a donc toute chance de remonter, laissant espérer des plus-values.

¹⁴ KEYNES, John Maynard, *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1969.

La monnaie est active : contrairement à l'affirmation de neutralité des classiques et néoclassiques, la monnaie joue un rôle au niveau de la production et de l'emploi. Keynes remet en question la théorie quantitative de la monnaie : «l'accroissement de la quantité de monnaie ne produit absolument aucun effet sur les prix tant qu'il reste du chômage. »¹⁵. Dans une situation de plein-emploi, la théorie quantitative est vérifiée car on ne peut plus augmenter la production. Mais lorsque l'économie se trouve dans une situation de sous-emploi, les autorités monétaires peuvent accroître la quantité de monnaie en circulation. La baisse du taux d'intérêt qui en résultera (soit directement, soit indirectement) aura un double effet. Elle satisfera la préférence pour la liquidité des agents. Et elle abaissera le coût de l'emprunt et rendra rentables des projets d'investissement qui n'auraient pu l'être en l'absence de baisse du taux d'intérêt.

Les conventions aident à la stabilisation : des mécanismes de stabilisation empêchent l'incertitude de déboucher à un chaos généralisé. Il ne s'agit pas des mécanismes de marché par le jeu de la flexibilité des prix comme le disent les classiques et néoclassiques, mais des mécanismes conventionnels. Une convention est un accord implicite entre les membres d'un collectif. En l'occurrence, chaque agent économique adopte l'attitude du plus grand nombre. Ainsi la spéculation à la hausse d'un titre financier, qui peut ne pas être rationnelle d'un point de vue individuel car aucun indice économique ne la laisse prévoir, devient collectivement rationnelle si tous spéculent.

C- La conception monétariste de la monnaie : la monnaie est nocive

Les monétaristes menés par Milton Friedman¹⁶ supposent que les variations de la quantité de monnaie sur l'économie n'ont pas les mêmes effets à court terme et à long terme. A court terme, la monnaie est active car elle peut agir sur l'emploi et la production. Mais à long terme, la monnaie est neutre.

A court terme, une injection supplémentaire de la quantité de monnaie en circulation entraîne une illusion monétaire stimulant la production et l'emploi. Mais à long terme, les agents économiques se rendent compte que cette injection de monnaie supplémentaire se traduit par une hausse des prix alors que ni leurs salaires réels, ni leurs encaisses réelles n'ont augmenté. Ils vont adapter leur comportement selon le nouveau système des prix ramenant ainsi les dépenses et l'offre de travail à leur niveau initial.

Une hausse de la quantité de monnaie supérieure à celle de la production est source d'inflation. « L'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire en ce sens qu'elle est et qu'elle ne peut être générée que par une augmentation de la quantité de monnaie plus rapide que celle de la production »¹⁷. L'inflation est considérée par les

¹⁵ KEYNES, John Maynard, *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1969.

¹⁶ FRIEDMAN, Milton, *The role of Monetary Policy*, 1968.

¹⁷ FRIEDMAN, Milton, *The counter-revolution in monetary theory*, IEA, 1970.

monétaristes comme la déréglementation la plus grave dans la mesure où elle infirme tous les indicateurs de l'économie. La monnaie est nocive.

De ce fait, les monétaristes préconisent un contrôle strict de la masse monétaire. Une politique monétaire ne devrait pas être utilisée pour relancer l'économie, mais plutôt pour neutraliser la monnaie.

Ainsi, le premier chapitre montre l'intérêt d'analyser les concepts qui tournent autour de la monnaie. Les fonctions et les formes de la monnaie montrent que celle-ci est indispensable à la vie économique. Puis, la connaissance des débats opposant les différentes pensées économiques permet de comprendre l'orientation des politiques monétaires actuelles. Connaissant l'importance de la monnaie, qu'en est-il de sa création ?

CHAPITRE 2. LA CREATION MONETAIRE ET SA REGULATION

Les banques assurent la création monétaire à travers le crédit. L'offre de monnaie est assurée par les banques centrales, alors que la demande relève des agents économiques non-financiers. La confrontation entre les deux détermine la masse monétaire sur le marché. Toutefois, la création monétaire peut provoquer des déséquilibres entravant la croissance, d'où la nécessité de régulation par les banques centrales. Le présent chapitre montre les mécanismes de la création monétaire, puis l'équilibre sur le marché monétaire, et enfin, la régulation de la masse monétaire.

Section 1 : Mécanismes de la création monétaire

A. Principes de la création monétaire

La masse monétaire est une entité variable créée par le système bancaire en fonction de la demande. Actuellement, la création monétaire se fait à travers le crédit dont les principes sont les suivants :

1^{ère} étape : Existence d'un agent ayant un besoin qu'il doit satisfaire à travers l'achat d'un bien. Toutefois cet agent ne dispose pas de revenu suffisant pour l'acquisition de ce bien.

2^{ème} étape : Pour accroître son pouvoir d'achat, il va se procurer une quantité de monnaie supplémentaire auprès d'une banque.

3^{ème} étape : La banque lui accorde ce supplément de monnaie moyennant crédit. Le crédit est l'instrument de la création monétaire

4^{ème} étape : Pour la banque la somme accordée est une créance qui apparait dans l'actif de son bilan, mais pour l'agent économique bénéficiaire, c'est une dette qui apparait au crédit de son compte sous-forme d'un dépôt, on dit que « les crédits font des dépôts ». La création monétaire est la monétisation des actifs, c'est-à-dire qu'à partir du moment où il y a eu un accord entre l'agent bénéficiaire et la banque, de la nouvelle monnaie est créée. La banque, ayant accordé un crédit, rémunère ce service en faisant payer à l'emprunteur un intérêt proportionnel au montant emprunté. Le remboursement de ce crédit entraîne la destruction de la monnaie ainsi créée.

B. Les acteurs de la création monétaire

La création monétaire repose sur trois acteurs spécifiques à savoir les banques commerciales ou de second rang pour la monnaie scripturale, le trésor public et la banque centrale pour la monnaie légale ou monnaie centrale. De nos jours, la plus grande partie de la création monétaire est effectuée par les banques de second rang, seule une faible partie est assurée par les banques centrales et les trésors publics.

1. Les banques de second rang ou les banques commerciales

a) Le crédit comme instrument de la création monétaire

Les banques commerciales, en accordant des crédits à court et moyen terme créent de la monnaie. L'octroi d'un crédit sous-forme de prêt à un client correspond à une hausse équivalente de la monnaie en disposition de celui-ci. En contrepartie, la banque commerciale crédite le compte du client de la somme. Ainsi, le crédit se traduit par la transformation d'une créance ou reconnaissance de dette en monnaie.

La création monétaire se fait « ex-nihilo », à partir de rien, par un simple jeu d'écriture en fonction d'une demande de crédit. Le crédit octroyé à un client n'a pas été prélevé sur le compte d'un autre client, il correspond à une somme qui n'existait pas auparavant. Cette somme empruntée permet au débiteur de régler un certain nombre d'agents économiques même si le compte de ces derniers se trouve dans une autre banque. La monnaie scripturale va circuler de compte en compte par un simple jeu d'écriture. Le crédit initial a provoqué une multiplication de dépôts dans les autres banques et dans la banque qui a été à l'initiative du crédit. Ce sont les crédits qui font les dépôts.

Les banques commerciales accordent des crédits aux agents économiques non-financiers tels que les ménages, les entreprises et l'Etat ainsi que les collectivités pour financer leurs dépenses respectives. A court et moyen terme, ces crédits peuvent être :

-Les crédits commerciaux ou à la consommation : l'opération de crédit consiste à inscrire sur le compte du bénéficiaire le montant de la somme prêtée et lui faire payer un taux d'intérêt calculé sur la période du prêt. Cet intérêt correspond au prix de la monnaie avancée. Pour la banque, le prêt se traduit par une inscription à l'actif qui correspond à la détention d'une créance et une inscription au passif pour matérialiser l'approvisionnement du compte.

-L'escompte d'un effet de commerce : Pour conserver sa clientèle, une entreprise est obligée d'accorder au moment de la livraison des délais de paiement (en général à 90 jours). Ce crédit commercial gratuit est matérialisé par un effet de commerce, c'est à dire par une reconnaissance de dette ou un titre de créance (lettre de change, billets à ordre). Si l'entreprise a besoin de liquidités, elle peut faire escompter l'effet de commerce qu'elle détient auprès de sa banque. Cette dernière achète la reconnaissance de dette et crédite le compte à vue de l'entreprise d'un montant équivalent à la créance moins les intérêts retenus.

- Le découvert bancaire : la banque accorde au client le droit d'avoir un solde débiteur pour un certain montant et pour une certaine période moyennant un taux d'intérêt appelé "agios".

-Une opération de change ou achats de devises: Le client d'une banque remet à celle-ci une devise étrangère. La banque crédite le compte du client et crée de la monnaie pour une valeur équivalente en monnaie locale. La banque a monétisé une

créance (si la devise étrangère est par exemple un dollar elle constitue une créance sur l'économie des Etats-Unis).

Toutefois, tous les crédits ne correspondent pas forcément à de la création de monnaie. En effet, quand la banque accorde un crédit ou achète un titre sur la base des ressources qu'elle possède déjà, il n'y a pas création monétaire, on parle juste de transfert de ressources. Il n'y a pas d'accroissement de la masse monétaire en circulation car la monnaie n'a pas été créée à partir de rien. La création de la monnaie est souvent distinguée des deux opérations de conversion et de transfert de la monnaie. Ainsi, les définitions qui vont suivre pourront permettre de faire la distinction :

- **La création de la monnaie** : La création de la monnaie consiste à mettre à la disposition des agents économiques un nouveau pouvoir d'achat. Il s'agit pour les institutions créatrices de la monnaie de transformer des créances en moyens de paiements directement utilisables sur le marché des biens et des services. Quantitativement, cette opération se manifeste par l'augmentation de la masse monétaire.

- **La conversion de la monnaie** : La conversion de la monnaie est l'opération qui consiste pour un intermédiaire financier, à transformer la monnaie entre différentes catégories comme par exemple, la transformation de la monnaie fiduciaire en monnaie scripturale suite à une opération de versement en espèces.

- **Le transfert de la monnaie** : C'est la circulation de la monnaie entre différents circuits (ou compartiments). En effet, le système financier peut être distingué en plusieurs circuits comme par exemple le circuit du Trésor.

Les différentes banques peuvent être considérées comme représentant différents compartiments. La monnaie de chacune de ces institutions circule librement entre les différentes agences ou les différents comptes de la même banque. Il n'y a aucun besoin de la convertir sous différentes formes. Un établissement qui transfère la monnaie à un autre est obligé de convertir sa propre monnaie en monnaie banque centrale.

b) Les limites de la création monétaire

A travers les opérations de crédit, les banques peuvent fournir des liquidités sans avoir une épargne au préalable. Mais l'octroi de crédit est quand même limité, plusieurs facteurs empêchent une banque commerciale de créer de la monnaie à sa guise.

Les réserves obligatoires : Les banques possèdent des comptes en monnaie centrale ou fiduciaire auprès de sa banque centrale. Pour émettre du crédit, donc créer de la monnaie la banque doit avoir un certain pourcentage de l'ensemble des dépôts en réserve à sa banque centrale, ce sont les « **réserves obligatoires** ».

Les fuites : Lorsque les clients de la banque demandent des crédits, ils ont aussi besoin de pièces ou de billets pour d'autres transactions, c'est ce qu'on appelle des « **fuites** ». Une banque privée distribue un certain pourcentage de monnaie centrale (en

billet ou en dépôt), elle doit donc détenir ce pourcentage auprès de la banque centrale. Si la banque n'est pas assurée de disposer de ces billets en cas de besoin, elle ne peut créer davantage de monnaie. Les avoirs en monnaie centrale constituent ainsi la **base monétaire** indispensable à toute création monétaire.

Les règles prudentielles : On évalue la capacité d'une banque à pouvoir respecter ses engagements financiers c'est-à-dire à faire face aux risques qu'elle a pris. On prend alors en compte ses fonds propres, ce qu'elle possède réellement (l'ensemble de ses actifs – ses dettes). Par exemple dans la zone euro ses fonds propres doivent être au moins à 8% du total de ses engagements, on parle de « **règle prudentielle** ». Les règles prudentielles limitent le pouvoir financier de la banque qui n'est pas autorisé à investir plus de 8 fois le montant de ses fonds propres.

La prévention des risques de sous-liquidité : Les banques doivent également conserver un minimum de dépôts en billets car ses clients peuvent lui demander à tout moment la conversion de la monnaie scripturale en billet. Etant donné que la banque ne possède pas dans ses coffres l'équivalent en monnaie banque centrale de tous ses engagements, elle fait face à un « **risque de sous-liquidité** ».

La prévention des risques d'insolvabilité du client : la banque peut se retrouver dans une situation d'insolvabilité du client, c'est-à-dire que ce dernier ne peut pas rembourser son emprunt. Elle doit donc prendre un certain nombre de garanties avant d'accorder un crédit à un client : montant des revenus, cautions, qualité de la signature, durée limitée pour le remboursement. La banque prête par rapport à la richesse potentielle de l'emprunteur.

2. Les banques centrales

Dans tous les pays, la banque centrale dispose du monopole de l'émission des billets. Les banques centrales jouent le rôle d'institut d'émission, de banque des banques et de gérant des réserves publiques de change.

Les rôles des banques centrales dans la création monétaire sont :

- a- **Assurer le refinancement des banques** : une banque centrale transforme les créances détenues par les banques en monnaie centrale. Une banque commerciale en accordant un crédit à une entreprise détient une créance sur cette dernière. La banque se refinance en vendant cette créance à la banque centrale qui va créer de la monnaie au profit de la banque commerciale. Ainsi, la dette de l'entreprise est transférée à l'actif de la banque centrale, mais en contrepartie la banque commerciale doit payer un taux d'intérêt qui est le taux directeur. Le taux directeur à son tour influence le coût du crédit que les banques commerciales accordent aux agents économiques non-financiers.
- b- **Faire des avances au Trésor Public** ou acheter les bons de trésor pour financer les besoins en trésorerie et une partie du déficit budgétaire de l'Etat. Pour éviter

les abus, une banque centrale n'est plus autorisée à faire des avances au Trésor Public pour financer le déficit budgétaire. Dans les pays avancés, la banque centrale achète aux banques commerciales les bons de trésor que celles-ci ont acheté sur le marché monétaire.

- c- **Transformer les devises en monnaies nationales** : Une banque centrale crée de la monnaie, en l'occurrence de la monnaie locale, en contrepartie des devises étrangères (qui sont des créances sur l'extérieur) apportées par les banques commerciales et provenant de leurs clients. Tout excédent de la balance des paiements se traduit par de la création monétaire puisque les exportateurs nationaux ont des excédents de devises qu'ils souhaitent échanger contre des monnaies locales. Tout déficit se traduit par de la destruction monétaire.

3. Le Trésor Public

Le Trésor Public est défini comme la personnification financière de l'Etat. En ce sens, il gère les fonds de l'Etat et notamment la collecte des impôts. Le trésor joue un rôle de banquier à l'égard des services de l'Etat, des collectivités territoriales et de nombreux établissements publics, soit en utilisant la masse des fonds déposés par ses correspondants, soit en émettant des emprunts auprès du public, soit enfin en recourant à la création monétaire.

Le Trésor Public finance le déficit budgétaire en faisant appel à l'épargne public à travers l'émission de bons de Trésor. Il peut également emprunter aux banques et aux intermédiaires financiers non bancaires à travers la vente de ces bons. Cet organisme crée la monnaie lorsqu'il transforme une créance, sur lui-même, en instruments de paiements utilisables sur le marché des biens et des services.

C. La destruction monétaire

Si la création monétaire correspond à l'injection d'une nouvelle quantité de monnaie dans l'économie, la destruction monétaire correspond au retrait de celle-ci de la masse monétaire en circulation. En effet, l'argent disparaît au fur et à mesure que le prêt est remboursé.

Il peut y avoir une destruction monétaire :

1. lors du remboursement du crédit par le client
2. lors de la transformation de la monnaie nationale en devises
3. lors de l'annulation des concours à l'Etat
4. lors de la vente des titres financiers ou d'un actif réel par le secteur bancaire au secteur non bancaire

Toutes ces opérations ont pour contrepartie l'annulation pure et simple d'un dépôt, le retrait de billets ou de pièces de la circulation.

Il y a création monétaire sur une année, quand les banques ont accordé plus de monnaie qu'on ne leur en a remboursée. La création monétaire est donc par essence un phénomène temporaire mais toujours renouvelé globalement. En général, au cours d'une année, la création l'emporte sur la destruction ce qui explique la croissance de la masse monétaire.

Le fonctionnement du système bancaire est ainsi un processus continu de créations et de destructions de monnaie. La quantité de monnaie en circulation dans une économie n'augmente donc que si les flux de création (la valeur totale des crédits accordés, des achats d'actifs réels et financiers réalisés par les banques, et des entrées de devises dans le pays) l'emportent sur les flux de destruction (la valeur totale des remboursements de crédit, des ventes effectuées par les banques et des sorties de devises), ce qui sera généralement le cas en période de croissance du produit national et/ou des prix.

D. Les contreparties de la masse monétaire

Les contreparties de la masse monétaire représentent les causes de la création de la monnaie par le système créateur de cette monnaie. Dans une économie d'orfèvre où la monnaie est complètement gagée sur l'or (taux de couverture égal à 100%), le métal dans les coffres de cet orfèvre constitue la seule contrepartie de la masse monétaire composée des certificats d'or en circulation.

Dans une économie moderne, il s'agit plutôt des créances qui sont achetées par le système et qui occasionnent la création de la monnaie. Autrement dit, la monnaie en circulation n'est jamais créée sans qu'il existe une contrepartie représentée par une créance. Les créances peuvent être de trois types : les créances sur l'économie, les créances sur l'extérieur et les créances sur l'Etat.¹⁸

1-Les créances sur l'économie

Elles représentent l'ensemble des crédits financés par de la création monétaire accordés aux entreprises, que ce soit pour leur besoin de trésorerie ou pour financer des investissements, et l'ensemble des prêts accordés aux ménages. La banque, là encore, met en circulation de nouveaux moyens de paiement. À l'échéance des effets, la banque détruit de la monnaie en exigeant leur remboursement. En période de croissance, les opérations de création dépassent celles de destruction, et il y a donc accroissement de la masse monétaire.

2-Les créances sur l'extérieur

Lorsque la monnaie scripturale est créée pour compenser une opération de change. Les exportateurs locaux cèdent l'essentiel de leurs avoirs aux banques qui en

¹⁸ BANQUE CENTRALE DE MADAGASCAR, *Rapport annuel*, 2008.

échange créditent leur compte en Ariary, mettant ainsi en circulation une quantité de monnaie nationale supplémentaire.

3-Les créances sur l'Etat

Lorsque la monnaie créée est destinée à l'État à travers la vente des bons de trésor aux banques ordinaires. Elles mesurent la contrepartie sur l'État, qui peut faire appel au système bancaire pour se refinancer à court terme. Cette possibilité est interdite auprès de plusieurs banques centrales, en raison du Traité de Maastricht qui interdit le financement du déficit auprès d'une banque centrale (la crise financière de 2008 a néanmoins fait accepter ce type de politique non conventionnelle). Mais l'État peut placer des titres courts auprès des banques commerciales : bons du trésor en compte courant, ou avances en comptes, comme pour une entreprise.

Section 2 : L'équilibre sur le marché monétaire

Dans les sociétés modernes, la monnaie se crée à travers l'activité de crédit des banques. Cette approche de la monnaie par la création monétaire est insuffisante pour décrire le mode de fixation de la masse monétaire. Nous allons déterminer la quantité de monnaie qui va circuler dans l'économie.

A. Les déterminants de la création monétaire

Les banques centrales peuvent contrôler la création monétaire mais celui-ci est limité. La création monétaire est surtout commandée par **l'offre** et **la demande** de monnaie. S'il y a beaucoup de demande, il y a beaucoup d'émission de monnaie. S'il y a trop de demande il va y avoir augmentation des taux d'intérêt. La banque centrale est obligée de suivre en courant les banques commerciales.

Il ne suffit pas que les banques fournissent la monnaie, il faut encore que les agents économiques choisissent de la détenir. L'offre de monnaie est assurée par les banques pour sa partie scripturale et par la banque centrale pour sa partie manuelle. La demande est assurée par les ménages, les entreprises, le secteur public et le reste du monde. La quantité de monnaie d'équilibre est fonction de l'offre et de la demande de monnaie.

Donc, si les banques possèdent ce pouvoir exorbitant de créer leurs propres ressources, cette possibilité est toutefois dépendante des décisions d'emprunt des agents économiques :

- le système bancaire est certes un secteur productif qui crée ses propres ressources, mais exclusivement à la demande des agents non financiers : les banques ne peuvent « dire oui » que si on leur demande de la monnaie. L'initiative émane donc des clients de la banque lorsqu'ils demandent un crédit, qu'ils offrent des titres financiers et des actifs réels, ou qu'ils apportent des devises ;

- la création monétaire est subordonnée au degré de confiance qu'ils accordent aussi bien à la monnaie scripturale qu'à ceux qui l'utilisent (seuls le billet et les pièces constituent de la monnaie à cours légal que tout créancier est tenu d'accepter en paiement). Si la confiance dans le tireur ou le tiré est entamée ou remise en cause, l'acceptation de la monnaie scripturale et donc ce pouvoir de création illimitée serait menacé. Ainsi une émission exagérée de monnaie, en provoquant des tensions inflationnistes, peut engendrer des comportements de fuite devant la monnaie.

La monnaie est « endogène » car elle résulte d'une demande propre au système économique (celle des agents économiques qui demandent du crédit ou qui vendent des titres) et non pas de la volonté des banques centrales.

B. La demande de monnaie

La création monétaire est donc subordonnée à la demande des agents non-financiers. Il paraît nécessaire de déterminer les raisons pour lesquelles les ménages, les entreprises et les autres agents veulent détenir de la monnaie. Les autorités monétaires doivent comprendre les fluctuations de la demande de monnaie à court, moyen et long terme afin d'entreprendre les moyens d'action correspondants.

a) La demande de monnaie chez les classiques et les néoclassiques

Pour les classiques, la monnaie a comme fonction essentielle d'intermédiaire des échanges. Elle ne peut être demandée pour elle-même mais seulement pour ce qu'elle permet d'acquérir. Ce motif essentiel de détentions de monnaie est appelé motif de transaction.

L'équation de Cambridge

La fonction de demande de la monnaie apparaît pour la première fois sous-forme de l'équation de Cambridge qui se présente comme suit :

$$M = k PY$$

Avec :

k : la proportion du revenu que les agents désirent avoir en espèces monétaires.

k est un coefficient de comportement, appelé : le coefficient d'utilisation de la monnaie, le désir de liquidité (coefficient Marshallien). Ce coefficient est supposé donné par les habitudes de paiement et la structure du système bancaire. k est constant et inférieur à 1.

M : besoin d'encaisses des agents économiques ou demande de monnaie

P : Niveau général des prix

Y : Revenu réel

k PY = montant des dépenses des agents économiques

Cette équation suppose que les agents économiques déterminent rationnellement le rapport de leurs encaisses à leur niveau de dépenses. Cette condition d'équilibre n'est vraie que pour une valeur de P qui est la variable d'ajustement.

Autrement dit, les agents économiques expriment une demande de monnaie sous forme d'encaisse désirée (M) proportionnelle à leur niveau de dépense qui est lui-même fonction de leur revenu (Y). Le besoin d'encaisses des agents économiques est égal au montant de leurs dépenses.

Il n'y a pas de lien entre la sphère réelle et la sphère monétaire, c'est-à-dire que la monnaie est neutre. Les agents, à court terme comme à long terme, font une

évaluation précise du prix de la monnaie. En d'autres termes, les classiques privilégient uniquement la fonction de moyen d'échange de la monnaie : le seul motif de détention de la monnaie est le motif de transaction.

b) La demande de monnaie chez les keynésiens

Si pour les classiques la demande de monnaie est déterminée uniquement pour répondre aux besoins de transactions, Keynes affirme que les agents peuvent vouloir de la monnaie pour elle-même. Les agents demandent de la monnaie pour trois motifs :

-Les motifs de transaction

-Les motifs de précaution

-Les motifs de spéculation

➤ **La demande de monnaie pour des motifs de transaction M^d_T**

Cette demande répond à la fonction de la monnaie comme intermédiaire des échanges. Les agents économiques ont besoin de monnaie pour réaliser les échanges personnels et commerciaux.

La constitution d'encaisse de transaction est due à l'existence d'intervalle entre les versements reçus et les paiements effectués. Selon Keynes, le motif de transaction peut-être subdivisé en motif de revenu et motif d'entreprise.

- Le motif de revenu : les ménages conservent la monnaie pour « combler l'intervalle entre l'encaissement et le décaissement du revenu. »¹⁹ Le motif de revenu dépend « du montant du revenu de l'individu et de la longueur de l'intervalle entre son encaissement et son décaissement ».

- Le motif d'entreprise : les entreprises conservent la monnaie pour « combler l'intervalle entre l'époque où on engage des dépenses professionnelles et celle où on reçoit le produit de la vente ». Le motif d'entreprise dépend « de la valeur de la production courante (i. e. du revenu courant) et du nombre de mains entre lesquelles elle passe ».

Au niveau national, la demande de monnaie de transaction est fonction du revenu national (Y). Elle varie dans le même sens que le revenu national.

$$M^d_T = L_1(Y^+)$$

¹⁹ KEYNES, John Maynard, *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1969.

➤ **La demande de monnaie pour les motifs de précaution : M^d_P**

Les agents économiques préfèrent également détenir de la monnaie pour se prémunir des risques face au futur incertain. La monnaie est ainsi demandée pour des motifs de précaution.

Pour Keynes, la conservation de liquidité pour des motifs de précaution s'explique par « le souci de parer aux éventualités qui exigent des dépenses inopinées, l'espoir de profiter d'occasions imprévues pour réaliser des achats avantageux, et enfin le désir de conserver une richesse d'une valeur monétaire immuable pour, faire face à une obligation future stipulée en monnaie »²⁰.

Les déterminants de l'encaisse de précaution ne sont pas explicités par Keynes. Il se contente de fondre les encaisses de transactions et de précaution dans une même fonction de liquidité $L_1(Y)$ ²¹ :

$$M^d_P = M^d_T = L_1(Y^+)$$

Quand la monnaie est demandée pour sa liquidité (pour sa disponibilité dans les paiements et non pour sa fonction de réserve de valeur), la demande de monnaie répond aux seuls motifs de transactions et de précaution.

La variable revenu national est également la variable déterminante de cette demande d'encaisse M^d_P pour motif de précaution.

➤ **La demande de monnaie pour les motifs de spéculation**

Le troisième motif qui pousse les agents à détenir de la monnaie est le motif de spéculation. Un agent décide de détenir de la monnaie s'il estime pouvoir en tirer profit dans l'avenir.

Outre sa fonction d'intermédiaire des échanges, Keynes prend en compte la fonction de réserve de valeur de la monnaie. Il met l'accent sur « l'incertitude quant à l'avenir du taux d'intérêt ». L'agent économique fait un arbitrage entre monnaie et titre dans le but de réaliser des plus-values en capital sur les marchés financiers. La conservation de son épargne sous-forme monétaire ne rapporte rien à l'individu, tandis que les placer dans l'achat de titres comporte des risques de perte.

Si la demande de monnaie pour des motifs de précaution et de transaction dépend surtout du niveau d'activité et du revenu national, la demande de monnaie pour des motifs de spéculation (M^d_S) dépend du taux d'intérêt. En effet, le cours des titres est fonction inverse du taux d'intérêt : une hausse du taux d'intérêts entraîne une baisse du cours des titres, par contre, une baisse du taux d'intérêt se traduit par une hausse du cours des titres.

²⁰ KEYNES, John Maynard, *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1969.

²¹ LAVIGNE Anne, POLLIN Jean-Paul, *Les théories de la monnaie*, Edition La Découverte, « Repères », Paris, 1997.

$$(M^d_s) = L_2 (i)$$

La demande de monnaie globale

Pour Keynes, la demande totale de monnaie (M^d) est la somme de la demande de monnaie à des fins de transaction et de précaution et la demande de monnaie pour des motifs de spéculation :

$$M^d = M^d_T + M^d_s$$

$$M^d = L_1 (Y^+) + L_2 (i)$$

c) La demande de monnaie chez les monétaristes

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

- Le revenu permanent ou la richesse totale des individus : c'est la valeur actuelle de tous les revenus obtenus des agents à travers leur travail et leur épargne. La demande de monnaie est une fonction croissante du revenu permanent.

- Le rendement des actifs financiers, mesuré par les taux d'intérêts : si le taux d'intérêt est élevé, les agents préfèrent détenir des titres plutôt que de la monnaie (spéculation).

- Le niveau général des prix : plus les prix augmentent plus les agents ont tendance à se départir de leurs encaisses monétaires pour acheter des biens et des services.

Section 3 : La régulation de la masse monétaire

A. La nécessité de régulation de la masse monétaire

La masse monétaire joue un rôle important dans l'activité économique d'un pays dans la mesure où elle permet d'assurer les transactions. La quantité de monnaie en circulation dans l'économie doit être proportionnelle au volume de sa production. D'un côté, une création monétaire trop importante est source d'inflation, car la demande peut être supérieure à l'offre sur le marché des biens et services. De l'autre, une monnaie émise en quantité insuffisante constitue un frein à l'activité économique car elle limite les activités des agents économiques. Selon J-P Dupuy, l'argent « est un objet bien singulier en vérité. Quand tout le monde veut le posséder (le "thésauriser»), il perd sa valeur, il s'évanouit en fumée (c'est la crise de déflation keynésienne); quand tout le monde veut s'en débarrasser, le refiler aux autres, il perd sa valeur aussi bien (c'est la crise inflationniste). Pour que l'argent garde sa valeur, il faut donc qu'il circule constamment, régulièrement, sans panique, sans précipitation certains acceptant de le détenir momentanément en sachant qu'ils pourront s'en débarrasser le moment venu.²² » La banque centrale doit donc intervenir à travers une politique monétaire pour assurer la régulation de la masse monétaire. Les monétaristes souhaitent neutraliser la monnaie à travers la politique monétaire pour éviter les risques d'inflation, alors que les keynésiens mettent l'accent sur le problème de déflation.

B. La politique monétaire

1. Les objectifs de la création monétaire

Par définition, la politique monétaire fait référence à « l'ensemble des messages et signaux qui sont envoyés par les autorités monétaires (la banque centrale) aux agents privés afin d'influencer sur les anticipations et les comportements de ceux-ci. »²³ La politique monétaire consiste à contrôler la croissance de la masse monétaire. La question est surtout idéologique et politique. Le but de la politique monétaire est d'éviter l'inflation et d'obtenir la stabilité monétaire mais elle peut aussi avoir un objectif de croissance économique (cas de la Reserve fédérale (Fed) aux Etats-Unis) et de plein emploi, l'équilibre extérieur, la stabilité du système financier.

Toutefois, les objectifs sont difficilement compatibles c'est-à-dire difficile voire impossible à atteindre en même temps. Ainsi, les banques centrales de chaque pays doivent choisir entre ces objectifs.

Dans les années 60, l'objectif était plutôt la croissance économique. La politique monétaire était donc plus laxiste par rapport à l'objectif de stabilité des prix. Peu à peu, les taux d'inflation ont augmenté pour passer à deux chiffres à la fin des années 70. Au début des années 80, c'est l'objectif de stabilité des prix qui est devenu prioritaire pour

²² DUPUY, J-P, *Introduction aux sciences sociales*, Ellipses, 1992.

²³ Définition donné par Boissieu, 1998

un grand nombre de banques centrales. En 2008, les objectifs de la Banque centrale de Madagascar ont été de maintenir l'inflation au-dessous de 10 pour cent, de limiter la volatilité à court terme du taux de change (Taux de Change Stable), et de préserver la santé des institutions financières.²⁴

- **La stabilité des prix**

La stabilité des prix est devenue l'objectif principal de toutes les Banques centrales. Mais chaque Banque a son propre moyen pour y parvenir. La Banque Centrale Européenne (BC) se fixe des objectifs d'inflation, tandis que la Reserve Fédérale (aux Etats-unis) se fixe des objectifs de croissance. La stabilité interne et externe de la monnaie constitue des moyens pour lutter contre l'inflation.

La stabilité interne : consiste à contrôler et à surveiller la masse monétaire. Les banques suivent l'évolution des agrégats monétaire. Si l'augmentation de la masse monétaire est liée à celle de l'activité économique, les risques d'inflation peuvent être raisonnablement contenus (l'accroissement de la monnaie en circulation fait suite aux besoins des agents économiques). Si par contre, la hausse de la quantité de monnaie n'est pas justifiée par la croissance économique, elle peut générer de l'inflation.

La stabilité externe : consiste à surveiller les taux de change ou la valeur d'une monnaie nationale ou devise par rapport à celles des autres pays.

- **La lutte contre l'inflation :**

Une banque centrale a pour objectif de maintenir le taux d'inflation annuelle au-dessous d'un certain seuil. Ce seuil varie selon les banques centrales, pour la Banque centrale européenne ce taux est de 2 %. A Madagascar, l'objectif d'inflation à un seul chiffre a été ainsi atteint en 2008 : mesurée par la variation de la moyenne annuelle, l'inflation a été réduite à 9,2 pour cent en 2008, contre 10,4 pour cent en 2007²⁵.

Ainsi, si une banque centrale prévoit une reprise d'une hausse générale des prix, elle peut :

- **Augmenter son taux d'intérêt** : le taux directeur de la banque central est le taux auquel les banques commerciales vont se financer. Selon Paul Samuelson, le taux d'intérêt se définit comme « le versement effectué pour l'usage de la monnaie. Le taux d'intérêt est le montant de l'intérêt versé par unité de temps. En d'autres termes, les gens doivent payer la possibilité d'emprunter de l'argent. Le taux d'intérêt est le coût de l'emprunt de l'argent. »²⁶ Les banques vont répercuter cette hausse sur le coût du crédit ce qui devrait dissuader les agents économiques d'emprunter à court terme, ce qui devrait limiter la création de monnaie supplémentaire ;

²⁴ BANQUE CENTRALE DE MADAGASCAR, *Rapport annuel*, 2008.

²⁵ BANQUE CENTRALE DE MADAGASCAR, *Rapport annuel*, 2008.

²⁶ SAMUELSON, P.A, NORDHAUS W.D. : *Macro-économie*, Editions d'Organisation, 1 Janvier 1995.

- **Augmenter les réserves obligatoires** : ceci privera les banques d'une partie de leurs ressources pour faire des crédits ;
- **Diminuer le volume de crédit** qu'elle est prête à accorder aux banques ou même leur vendre des titres pour les priver de liquidités.

- **Le soutien à la croissance**

La banque centrale américaine, la Fed, a donné la priorité à cet objectif au cours des années 1990-2000. La BCE a également suivi cet objectif suite à la crise financière de 2008.

Dans les grands pays de l'Organisation de coopération et de développement (OCDE), avec la crise financière, des politiques monétaires exceptionnellement expansionnistes ont été mises en place. Le but étant de soutenir les banques, de faire repartir le crédit et d'éviter l'effondrement des prix d'actifs. Ainsi, les banques centrales dans ces pays ont augmenté considérablement la liquidité en circulation.

2. Les outils de la politique monétaire

Pour atteindre ses objectifs, une banque doit disposer de plusieurs instruments en son contrôle. Elle peut notamment contrôler la création monétaire en définissant la liste des créances qu'est prête à acheter, à travers la politique d'Open Market, en définissant son taux d'intérêt directeur et en déterminant le taux des réserves obligatoires

a) La définition de la liste des créances que la Banque centrale est prête à acheter

La liste des « titres éligibles » influence l'octroi de crédit des banques commerciales. Plus elle est longue, plus les banques de second rang pourront faire des crédits et inversement.

b) La politique d'Open Market

La banque centrale définit le volume de crédit qu'elle est prête à accorder aux banques pour une période donnée. Elle propose par appel d'offre le rachat ou la vente d'une quantité de titres de créance contre de la monnaie centrale à un taux qu'elle définit en fonction de sa politique. Il y a deux façons de procéder :

-Soit par les achats fermes sur appel d'offres, la banque centrale décidant du volume de titres à court terme qu'elle est prête à acheter en fonction de sa politique monétaire (le taux de refinancement est le taux directeur plancher du marché interbancaire) ;

-Soit par la prise en pension pour une durée limitée, à la demande des banques qui vendent leurs titres contre une promesse de rachat aux taux des prises en pension (le taux du prêt marginal est le plus élevé du marché interbancaire, le taux plafond).

Les banques centrales ont recours à l'opération d'Open Market²⁷, pour contrôler instantanément les taux d'intérêt pendant une courte période. Les autres instruments sont pourtant utilisés fréquemment. Quand la banque centrale veut réduire la « base monétaire »²⁸, elle peut vendre des titres (généralement des emprunts d'État courts ou des bons du trésor) aux banques ; cela se traduit par une augmentation marginale du loyer de l'argent et une réduction de la liquidité du système bancaire. À l'inverse pour augmenter la circulation d'argent, la banque centrale achètera des titres appartenant aux banques commerciales, contre un paiement auprès d'elle-même, ce qui implique l'entrée en circulation d'argent que les banques pourront prêter à leurs clients.

c) Les réserves obligatoires

À l'origine, l'instauration du système des réserves obligatoires était utilisée pour assurer la stabilité des prix. En matière de politique monétaire, cette technique permet de faciliter la régulation de la liquidité et de limiter la création de monnaie scripturale. Chaque banque a un compte auprès de la banque centrale qui en fixe le montant minimum. Plus une banque accorde de crédits, plus elle verra son taux de réserve obligatoire augmenter. Or l'argent placé à la banque centrale n'est pas rémunéré et ne rapporte rien à la banque commerciale. Si la banque centrale veut serrer la création monétaire, elle augmente le taux de réserve obligatoire.

Les réserves obligatoires sont une part des dépôts public que détiennent les banques devant être remis à la Banque centrale. Cette part, reste bloquée sans intérêt à la Banque centrale, elle ne peut pas être utilisée pour accorder des crédits. Une hausse des réserves obligatoires se traduit par la réduction des capacités des banques commerciales d'octroyer des crédits aux agents économiques.

d) Le taux directeur

Le taux directeur est le taux d'intérêt que la Banque centrale facture aux banques pour assurer leur refinancement. La Banque centrale en augmentant le taux directeur augmente également le coût de refinancement des banques qui vont être forcées de répercuter cette hausse sur leurs propres taux. Ainsi, le coût de financement des investissements ainsi que des consommations vont également augmenter. Il y aura moins de création monétaire, mais le risque de recul de l'activité économique est aussi à prendre en compte.

Pour résumer, la politique monétaire consiste à agir d'une part, sur les liquidités, et d'autre part sur le taux d'intérêt, on parle **d'outils de la politique monétaire**. Le premier se fait soit en définissant le taux de réserves obligatoires (les banques accordent plus ou moins de crédits), soit en achetant ou en vendant les titres (les banques vont

²⁷De 1999 à juin 2006, le refinancement des banques auprès de la Banque Centrale de Madagascar (BCM) et les ponctions de liquidités se faisaient exclusivement par l'Open Market où la BCM a procédé à des achats et des ventes de bons du Trésor de maturité inférieure ou égale à un an.

²⁸La base monétaire est l'ensemble des avoirs extérieurs et des crédits intérieurs d'une banque centrale

disposer de plus ou moins de liquidités). Le second se fait en augmentant ou en diminuant le coût du crédit (les agents économiques vont demander plus ou moins de crédit). Il est à noter toutefois que le contrôle des banques centrales de la création monétaire n'est que partiel. En effet, les banques centrales ne contrôlent pas directement la masse monétaire mais plutôt la base monétaire. Elles ne contrôlent que les taux d'intérêt à court terme, pourtant ce sont les taux d'intérêt à long terme qui importent pour les décisions d'investissement.

A travers la politique monétaire, les banques centrales ont aussi recours à la politique d'encadrement de crédit. Toutefois, accusée de figer les structures bancaires et les parts de marché de chaque banque (empêchant la concurrence), elle a été suspendue dans beaucoup de pays mais fait toujours partie des instruments de la politique monétaire.

3. *Les canaux de transmission de la politique monétaire*

Une banque centrale en modifiant la liquidité sur le marché dans l'économie peut agir sur les comportements de dépenses, de production, de placement des agents économiques. Pour cela elle utilise deux variables monétaires : le taux d'intérêt et la quantité de monnaie en circulation. Elle peut également utiliser le niveau des prix et les taux de change, mais la maîtrise de ces derniers est plus incertaine. Enfin les pouvoirs publics peuvent tenter d'agir sur le comportement des agents en influençant leurs anticipations quant à l'évolution de l'ensemble de ces variables monétaires : effet d'annonce.

a) Les canaux de transmission réelle

La variation du taux d'intérêt modifie une série de comportement des dépenses des agents. En effet, elle agit sur les dépenses financées par emprunt (coût du capital), mais elle exerce également une influence sur la structure de la demande en modifiant la répartition des revenus, le patrimoine financier, les titres...

Une politique expansionniste qui vise l'augmentation de la masse monétaire induit une baisse des taux d'intérêt, le coût du capital baisse, l'investissement augmente et par la suite la demande globale et le niveau de la production. Mais le risque est que la masse monétaire soit excessive et qu'on ait de l'inflation (dans l'approche classique) ou des bulles sur les prix d'actifs (dans l'approche contemporaine).

Par contre une politique monétaire restrictive qui vise la restriction de l'accès au crédit et de la masse monétaire induit une hausse des taux d'intérêt. Le risque est alors que la croissance soit freinée ou, pire encore, que s'enclenche un processus déflationniste (baisse généralisée des prix, des profits et des salaires, récession, chômage).

b) Les canaux de transmission monétaires

L'offre de monnaie :

Une augmentation de l'offre de monnaie peut relancer l'activité économique. En effet, un accroissement du stock de monnaie en circulation permet un accroissement des dépenses des agents économiques bénéficiaires, pouvant stimuler par la suite la production et l'emploi. Toutefois, cet accroissement de la quantité de monnaie n'est bénéfique qu'à court terme car les prix y sont supposés rigides. A long terme, l'offre de monnaie a un effet sur le taux d'inflation, c'est la théorie quantitative de la monnaie

c) Prix et taux de change

Leur variation peut modifier la valeur réelle du stock de monnaie en circulation et des taux d'intérêt et, la valeur réelle de l'ensemble des revenus, des rendements et du patrimoine. Une baisse des prix ou un simple freinage de l'inflation accroît le pouvoir d'achat des encaisses monétaire et la valeur du patrimoine financier, induisant des effets d'encaisse réelle et de richesse qui peuvent accroître la demande.

L'effet de richesse de Pigou

Lorsque le niveau des prix baisse, la valeur des avoirs monétaires des ménages augmente et cela stimule la consommation. L'effet de richesse est très faible car les individus ne détiennent qu'une partie de leur richesse sous la forme d'argent liquide.

L'effet de taux d'intérêt de Keynes

Lorsque le niveau des prix diminue, les ménages ont besoin de moins de liquidités pour payer leurs achats. Les liquidités excédentaires seront placées entraînant une baisse des taux d'intérêt stimulant ainsi les investissements ce qui a pour effet d'augmenter la demande globale. L'effet de taux d'intérêt est le plus important dans les pays où le degré d'ouverture est faible.

Pour conclure, la création monétaire se fait donc surtout à travers les crédits accordés par es banques commerciales. La monnaie créée n'est plus gagée sur l'or, mais plutôt sur la confiance entre les banques et les agents économiques non-financiers. Toutefois, la création monétaire doit être régulée par une banque centrale en fonction des objectifs et des circonstances.

CONCLUSION PARTIELLE

La monnaie joue un rôle important dans l'activité économique dans la mesure où elle permet de faciliter les transactions. Elle a une fonction principale de facilitateur des échanges, de réserve de valeur et d'unité de compte. Toutefois, elle peut également assurer des fonctions sociales et politiques. Pour assurer ces fonctions, la monnaie se présente sous plusieurs formes : la monnaie divisionnaire ou métallique, la monnaie fiduciaire et la monnaie scripturale.

Le débat qui oppose les différentes pensées économiques tourne autour de la neutralité de la monnaie. Les classiques procèdent à une approche dichotomique (séparant la sphère réelle et la sphère monétaire), pour montrer que la monnaie est neutre et n'agit pas sur l'économie réelle (une hausse de la quantité de monnaie en circulation entraîne uniquement une hausse des prix). Tandis que les keynésiens procèdent à une vision intégrationniste mettant fin à la dichotomie, pour affirmer que la monnaie est active, et qu'une politique monétaire expansionniste peut relancer l'économie en situation de sous-emploi. De leur côté, les monétaristes affirment que la monnaie peut relancer l'économie à court terme, mais elle est nocive à long terme, et qu'une politique monétaire doit être mise en place pour neutraliser la monnaie.

La création monétaire se fait à travers les crédits accordés par les banques. Toutefois, cette création monétaire doit être régulée pour éviter les abus. La quantité de monnaie en circulation dans une économie est fonction de l'offre (assurée par les banques) et de la demande (par les agents économiques non financiers). Cette quantité doit être proportionnelle au volume de sa production. En effet, une création monétaire trop importante est source d'inflation car la demande peut excéder l'offre sur le marché des biens et services, alors qu'une création monétaire insuffisante est source de récession car elle limite les activités des agents économiques.

Les banques centrales assurent la régulation à travers la politique monétaire. L'objectif de la politique monétaire est surtout d'assurer la stabilité des prix mais elle peut également avoir un objectif de long terme. Dans le contexte actuel, la création monétaire par les banques centrales n'a cessé d'augmenter reflétant l'importance de celle-ci.

PARTIE 2 : IMPORTANCE DE LA CREATION MONETAIRE

On a vu dans la première partie que le processus de la création monétaire se fait à travers les crédits. Mais dans un souci d'amélioration de l'activité économique, la création monétaire doit-être surveillé et contrôlée par la banque centrale à travers les politiques monétaires. Toutefois, la création monétaire dans le monde n'a cessé d'augmenter ces dernières années. En effet, les politiques accommodantes de la Fed et de la BCE expliquent cette hausse, mais la plus grande partie de la création monétaire est surtout assurée par les pays émergents. Cette deuxième partie analyse les motivations qui entraînent cette hausse de liquidités. En effet, cette accélération de la création monétaire mondiale doit procurer des avantages pour les pays qui la pratiquent mais elle peut également comporter des risques. Le premier chapitre sera consacré à l'analyse des apports de la création monétaire, tandis que le deuxième chapitre sera consacré à l'analyse des risques liés à la création monétaire.

CHAPITRE 1. APPORTS DE LA CREATION MONETAIRE DANS L'ECONOMIE MONDIALE

La création monétaire influence la formation des prix, le taux d'intérêt et le niveau d'activité. Contrairement à ce qu'affirment les classiques et les néoclassiques, la monnaie joue un rôle dans l'économie réelle dans la mesure où elle affecte le niveau de production en influençant la demande intérieure, mais aussi le commerce mondiale. Actuellement, les pays avancés et les pays émergents créent massivement de la monnaie dans le but d'en tirer profit. Dans ce chapitre, l'analyse se portera sur l'analyse des avantages procurés par la création monétaire. Ces avantages sont d'une part, la hausse de la demande intérieure, et d'autre part, la diminution de la valeur de la monnaie pour stimuler l'économie.

Section 1 : Hausse de la demande intérieure

La banque centrale en augmentant la monnaie en circulation dans l'économie peut avoir pour but d'augmenter la demande intérieure. Une diminution du taux d'intérêt directeur de la banque centrale s'accompagne d'une diminution des taux d'intérêts des banques commerciales augmentant ainsi la demande de crédit de la part des agents économiques non-financiers. Par la suite, les ménages et les entreprises utilisent ces crédits pour financer leurs dépenses de consommation et leurs dépenses d'investissement. Par conséquent la demande de produits sur le marché va augmenter, ce qui encourage les entreprises à produire davantage et à embaucher d'autres salariés.

A. L'économie mondiale est en situation de sous-emploi

En situation de sous-emploi des facteurs de production, l'injection de monnaie supplémentaire peut relancer l'économie. Chaque pays possède une grande richesse mais le problème réside dans sa mobilisation. Ainsi, la monnaie apparaît comme un facteur dynamique permettant la mobilisation des moyens de production d'un pays, sans que celui-ci n'ait besoin d'épargne au préalable.

Aujourd'hui, l'économie mondiale est en situation de sous-emploi. La croissance mondiale ralentit alors que tous les moyens de production ne sont pas pleinement utilisés. La relance de la demande intérieure à travers la création monétaire paraît avantageuse. En effet, on note une hausse du taux de chômage, la faiblesse de l'inflation et la mise en place d'une politique budgétaire restrictive. Conformément à ce que Keynes²⁹ affirme, tant qu'il reste du chômage, l'augmentation de la quantité de monnaie ne provoque pas d'effet sur les prix. De plus, dans beaucoup de pays, notamment dans la zone euro et au Japon, le risque n'est plus celui de l'inflation mais celui de la déflation. Les politiques monétaires doivent être expansionnistes, une accélération de la création monétaire est donc une nécessité et non plus un risque.

²⁹ KEYNES, John Maynard, *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1969.

1. Le ralentissement de la croissance mondiale

La croissance mondiale bien que stable connaît un ralentissement ces derniers temps. D'après les données du FMI, si elle atteignait les 5,1 % en 2010, la production mondiale n'a connu qu'une croissance de 3 % en 2013. Le Fonds monétaire international (FMI) prévoit toutefois une hausse de 3,6 % en 2014 et de 3,9 % en 2015 (Voir tableaux ci-dessous).

Tableau 1. Perspectives de l'économie mondiale : projections en 2011

	Sur un an						4e trimestre à 4e trimestre		
	2009	2010	Projections		Différence par rapport aux projections de janvier 2011		Estimations 2010	Projections	
			2011	2012	2011	2012		2011	2012
Production mondiale	-0,5	5	4,4	4,5	0	0	4,7	4,5	4,4
Pays avancés	-3,4	3	2,4	2,6	-0,1	0,1	2,7	2,6	2,5
États-Unis	-2,6	2,8	2,8	2,9	-0,2	0,2	2,7	3	2,7
Zone euro	-4,1	1,7	1,6	1,8	0,1	0,1	2	1,5	2,1
Allemagne	-4,7	3,5	2,5	2,1	0,3	0,1	4	1,9	2,5
France	-2,5	1,5	1,6	1,8	0	0	1,5	1,7	2
Italie	-5,2	1,3	1,1	1,3	0,1	0	1,5	1,3	1,2
Espagne	-3,7	-0,1	0,8	1,6	0,2	0,1	0,6	1,1	1,9
Japon	-6,3	3,9	1,4	2,1	-0,2	0,3	2,5	2,5	1,3
Royaume-Uni	-4,9	1,3	1,7	2,3	-0,3	0	1,5	2,2	2,4
Canada	-2,5	3,1	2,8	2,6	0,5	-0,1	3,2	2,8	2,5
Autres pays avancés	-1,2	5,7	3,9	3,8	0,1	0,1	4,8	4,3	3,7
Nouvelles économies industrielles d'Asie	-0,8	8,4	4,9	4,5	0,2	0,2	6,1	5,9	3,8
Pays émergents et en développement	2,7	7,3	6,5	6,5	0	0	7,4	6,9	6,9
Europe centrale et orientale	-3,6	4,2	3,7	4	0,1	0	3,7	3,7	4
Communauté des États indépendants	-6,4	4,6	5	4,7	0,3	0,1	4,7	4,5	3,7
Zone euro	-7,8	4	4,8	4,5	0,3	0,1	4,7	4,3	3,5
Russie non comprise	-3,1	6	5,5	5,1	0,4	-0,1			

Pays en développement d'Asie	7,2	9,5	8,4	8,4	0	0	9,2	8,4	8,5
Chine	9,2	10,3	9,6	9,5	0	0	9,8	9,4	9,5
Inde	6,8	10,4	8,2	7,8	-0,2	-0,2	9,7	7,7	8
ASEAN-5	1,7	6,9	5,4	5,7	-0,1	0	6,1	5,4	5,6
Amérique latine et Caraïbes	-1,7	6,1	4,7	4,2	0,4	0,1	5,2	5	4,6
Brésil	-0,6	7,5	4,5	4,1	0	0	5	5	4
Mexique	-6,1	5,5	4,6	4	0,4	-0,8	4,4	4,4	3,7
Moyen-Orient et Afrique du Nord	1,8	3,8	4,1	4,2	-0,5	-0,5			
Afrique subsaharienne	2,8	5	5,5	5,9	0	0,1			
Union européenne	-4,1	1,8	1,8	2,1	0,1	0,1	2,1	1,8	2,4
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	-2,1	3,9	3,5	3,7	0	0,1			

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, Avril 2011.

Tableau 2. Perspectives de l'économie mondiale : Projections en 2013

	Sur un an						4e trimestre à 4e trimestre		
	2012	2013	Projections		Différence par rapport à la Mise à jour des PEM de janvier 2014		Estimations 2013	Projections	
			2014	2015	2014	2015		2014	2015
Production mondiale	3,2	3	3,6	3,9	-0,1	-0,1	3,3	3,6	3,7
Pays avancés	1,4	1,3	2,2	2,3	0	0	2,1	2,1	2,4
États-Unis	2,8	1,9	2,8	3	0	0	2,6	2,7	3
Zone euro	-0,7	-0,5	1,2	1,5	0,1	0,1	0,5	1,3	1,5
Allemagne	0,9	0,5	1,7	1,6	0,2	0,1	1,4	1,6	1,7
France	0	0,3	1	1,5	0,1	0	0,8	1,2	1,6
Italie	-2,4	-1,9	0,6	1,1	0	0	-0,9	0,7	1,4
Espagne	-1,6	-1,2	0,9	1	0,3	0,2	-0,2	1,1	0,9
Japon	1,4	1,5	1,4	1	-0,3	0	2,5	1,2	0,5
Royaume-Uni	0,3	1,8	2,9	2,5	0,4	0,3	2,7	3	1,9
Canada	1,7	2	2,3	2,4	0,1	0	2,7	2,1	2,4
Autres pays avancés	1,9	2,3	3	3,2	0,1	0	2,9	2,7	3,6

Pays émergents et pays en développement	5	4,7	4,9	5,3	-0,2	-0,1	4,8	5,2	5,3
Communauté des États indépendants	3,4	2,1	2,3	3,1	-0,3	0,1	1,3	2	2,5
Russie	3,4	1,3	1,3	2,3	-0,6	-0,2	1,1	1,6	2,5
Russie non comprise	3,3	3,9	5,3	5,7	1,2	1,4			
Pays en développement d'Asie	6,7	6,5	6,7	6,8	0	0	6,4	6,7	6,8
Chine	7,7	7,7	7,5	7,3	0	0	7,7	7,6	7,2
Inde	4,7	4,4	5,4	6,4	0	0	4,7	5,7	6,5
ASEAN-5	6,2	5,2	4,9	5,4	-0,2	-0,2			
Pays émergents ou en développement d'Europe	1,4	2,8	2,4	2,9	-0,5	-0,2	3,6	2,5	2,9
Amérique latine et Caraïbes	3,1	2,7	2,5	3	-0,4	-0,3	1,9	3,1	2,5
Brésil	1	2,3	1,8	2,7	-0,5	-0,2	1,9	2	2,9
Mexique	3,9	1,1	3	3,5	0	0	0,6	4,5	2,4
Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan	4,2	2,4	3,2	4,4	-0,1	-0,4			
Afrique subsaharienne	4,9	4,9	5,4	5,5	-0,7	-0,3			
Afrique du Sud	2,5	1,9	2,3	2,7	-0,5	-0,6	2,1	2,1	3
Union européenne	-0,3	0,2	1,6	1,8	0,2	0,1	1,1	1,7	1,7
Pays en développement à faible revenu	5,7	6,1	6,3	6,5	-0,3	0,1			
Moyen-Orient et Afrique du Nord	4,1	2,2	3,2	4,5	-0,2	-0,5			
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	2,5	2,4	3,1	3,3	0	0	2,8	3	3,2

Source : FMI : *Distribution préliminaire*, Avril 2014.

Le tableau 1 montre les données récoltées par le FMI portant sur la croissance de mondiale ainsi que les estimations en 2011, tandis que le tableau 2 montre celles de 2014. La comparaison des tableaux montre le recul de la croissance mondiale entre 2010 et 2013.

a) Dans les pays avancés

Dans les pays avancés, la croissance enregistrée a été de 1,3 % en 2013 contre 3 % en 2010. Cette croissance pourrait rester faible pendant une longue période surtout au Japon et dans la zone euro. Toutefois, les prévisions récentes du FMI montrent qu'elle pourrait atteindre 2,2 % en 2014.

Aux Etats-Unis, la croissance est passée de 2,8 % à 1,9 % entre 2012 et 2013. Toutefois, la reprise est bien en place. Elle pourra atteindre les 2,8 % du PIB en 2014 grâce à la hausse des exportations et à l'augmentation temporaire de la demande de stocks. D'autres variables peuvent soutenir la croissance tel que, la politique monétaire accommodante, le redressement du secteur immobilier longtemps victime d'une récession et l'assouplissement des normes d'octroi de prêts bancaires.

Dans la zone euro, la croissance économique a été épuisée. La zone a connu une croissance négative alors que celle-ci était de l'ordre de 1,7 % en 2010. En 2012, le PIB réel a baissé de 0,7 % et de 0,5 % en 2013. Cette baisse s'explique par la forte contraction des activités à cause des politiques budgétaires rigoureuses et d'une situation financière tendue. La demande intérieure est freinée dans les pays qui connaissent une dette élevée et une fragmentation financière. «Dans l'ensemble de la zone euro, un net ralentissement du rythme du durcissement budgétaire, d'environ 1 % du PIB en 2013 à ¼ % du PIB, devrait contribuer à accélérer la croissance ». Elle devrait être positive en 2014, environ 1,2 % et 1,5 % en 2015.

Au Japon, la croissance de 1,5 % en 2013 est également loin des 3,9 % enregistrée en 2010. De plus, ce taux risque encore de diminuer en 2014 (1,4 %). Cette diminution s'explique par un durcissement de la politique budgétaire. «Ce durcissement résulte d'un relèvement du taux de la taxe sur la consommation en 2 étapes (de 5 % à 8 % au deuxième trimestre de 2014 et ensuite à 10 % au quatrième trimestre de 2015) et de l'arrivée à terme des dépenses de reconstruction et du premier train de mesures de relance du programme Abenomics »³⁰.

b) Dans les pays émergents et les pays en développement

Les pays émergents et les pays en développement représentent plus de deux tiers de la croissance mondiale. 4,7% en 2013, 4,9% en 2014, 5,3% en 2015. Toutefois, ce taux est encore largement inférieur à celui de 2010 (7,3 %). Dans ces pays, les exportations se sont accélérées suite au ralentissement de l'activité dans les pays avancés et grâce à la dépréciation monétaire. Toutefois, l'investissement reste faible, et

³⁰ FMI, *Distribution préliminaire*, Avril 2014

les conditions de financements extérieur et intérieur se sont de plus en plus durcies. Ces forces opposées continueront d'influencer la croissance dans ces pays.

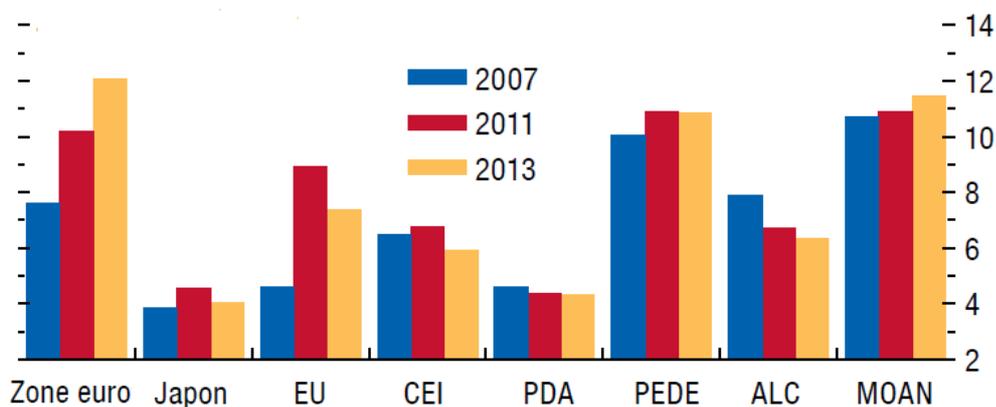
La croissance ne devrait s'accélérer que modestement en 2014 dans les pays émergents. En effet, ces pays sont exposés à des conditions de financement extérieur moins favorables. En Chine la croissance est loin des 10 % de l'année 2010, et n'est plus que de 7,7 %. Ce taux devrait rester plus ou moins stable en 2014 (7,5 %) dans la mesure où les autorités freinent progressivement la croissance rapide du crédit et font avancer leur programme de réformes dans le but de placer l'économie chinoise sur une trajectoire de croissance plus équilibrée et durable. Dans d'autres pays comme l'Inde, le Brésil et le Mexique, elle suit également la même tendance.

En Afrique subsaharienne si la croissance était de 4,9 % 2013, les prévisions montrent qu'elle pourrait atteindre les 5,5% en 2014-2015. L'Afrique subsaharienne représente donc un cas particulier car le taux de croissance prévu y est plus élevé que celui de 2010 (5%).

2. Hausse du chômage (Graphique 1)

Entre 2007 et 2013, le taux de chômage n'a cessé d'augmenter dans beaucoup de pays. Cette hausse a été remarquée dans la Zone euro, au Japon, aux Etats-Unis, dans les pays émergents et les pays en développement d'Europe ainsi qu'en Moyen-Orient et en Afrique du Nord. Toutefois, le chômage a reculé dans les Etats indépendants, les pays en développement d'Asie, en Amérique latine et dans les Caraïbes.

Graphique 1. Taux de chômage mondial (en pourcentage)



Source : FMI, *Distribution préliminaire*, Avril 2014, p. 8

Note : ALC = Amérique latine et Caraïbes; AS = Afrique du Sud; BR = Brésil; CEI = Communauté des États indépendants; EU = États-Unis; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord; PDA = pays en développement d'Asie; PEDE = pays émergents et en développement d'Europe.

Les néoclassiques affirment que le chômage est volontaire. Les classiques traitent le marché du travail comme les autres marchés, l'intersection de l'offre et de la demande aboutit à un équilibre du marché qui satisfait les offreurs et les demandeurs et

que tous ceux qui veulent travailler avec ce salaires le peuvent. Ainsi, les entreprises peuvent toujours embaucher des salariés supplémentaires si ceux-ci acceptent un salaire inférieur. Le salaire étant flexibles, c'est-à-dire peut changer dans l'immédiat. L'apparition des pays émergents a provoqué une flexibilité du marché du travail dans l'économie mondiale au détriment de l'emploi dans les pays avancés, ce qui infirme la théorie néoclassique. Dans les pays avancés, le pouvoir de négociations des salariés a diminué. Par quête de profit, les entreprises préfèrent produire dans les pays émergents où la main d'œuvre est à bas prix mais tout aussi productifs. Le chômage n'est donc plus dû à un choix des salariés, mais par la conjoncture obligeant les entreprises à produire dans les pays émergents.

De son côté, Keynes³¹ affirme que le salaire n'est pas un prix comme les autres dans la mesure où il ne varie pas selon l'offre et la demande. Le salaire est rigide et il dépend des institutions, des négociations et des rapports de force entre l'employeur et les salariés. Le niveau d'emploi n'est pas déterminé par le niveau de salaires, mais par la demande anticipée (demande effective) des entrepreneurs. Dans la situation actuelle, les entreprises anticipent un désendettement des salariés qui compromet la consommation. La consommation et l'investissement étant les composantes de la demande effective. De plus, avec le taux d'inflation qui est déjà à un niveau très bas, une hausse de l'offre par les entreprises ne leur serait aucunement bénéfique.

Aux Etats-Unis, le taux du chômage a reculé. Cette diminution est due au recul du taux d'activité causé par la tendance démographique, ainsi qu'au découragement des travailleurs qui quittent la population active. Toutefois, il reste élevé à long terme par rapport au passé. Ainsi, la croissance des salaires réels devrait être retardée.

Dans la zone euro, le chômage est à un niveau élevé. Si ce taux était en-dessous de 8 % avant la crise financière de 2008, aujourd'hui il est aux alentours de 12 %. Et la tendance de hausse ne s'inverse pas.

Au Japon, le marché du travail n'est plus aussi flexible. Les salaires nominaux ont également commencé à augmenter.

³¹ KEYNES, John Maynard, *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1969.

3. Inflation faible (Graphique 2)

L'inflation mondiale est en baisse et ne cesse de reculer. La baisse du cours des produits de base et des produits alimentaires et les écarts de production permettent d'expliquer la faiblesse de l'inflation. L'activité est largement en-dessous de la production potentielle dans les pays avancés, et est assez proche ou au-dessous du potentiel dans les pays émergents et les pays en développement.

Dans les pays avancés elle est de l'ordre de 1,5 %. De plus le niveau de production nécessite une longue période avant de retrouver son niveau potentiel. Aux Etats-Unis, malgré la baisse du chômage, l'inflation hors-alimentation est inférieure à 1,5 %.

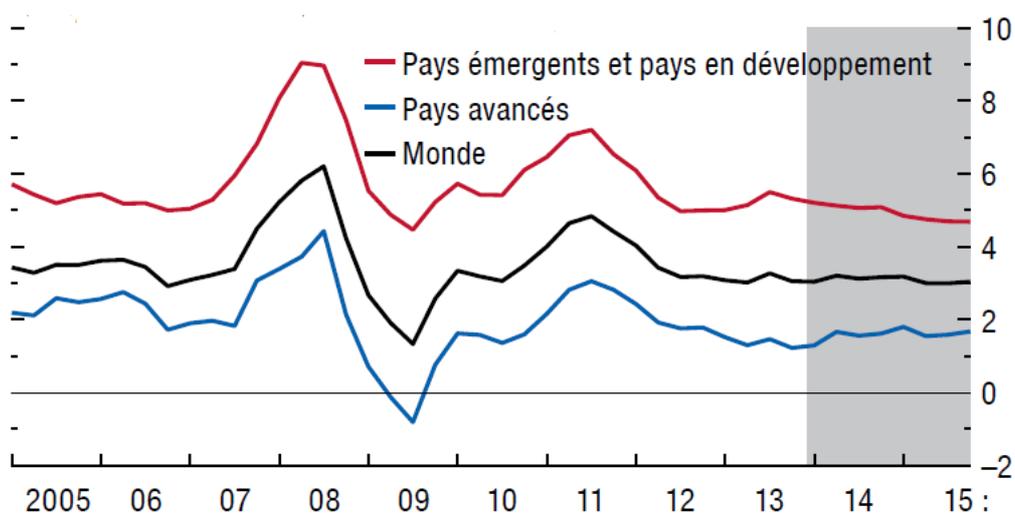
Dans la zone euro, une hausse des prix de 1,3 % a été enregistrée en 2013. L'inflation est tombée au-dessous de 1 % depuis le quatrième trimestre de 2013. Dans plusieurs pays, l'inflation a atteint un niveau proche de zéro. Cette faiblesse de l'inflation s'explique par les écarts de production élevés dans la zone euro. Les prévisions montrent une inflation inférieure à l'objectif fixé, ce qui a pour effet de baisser les anticipations inflationnistes à plus long terme provoquant une inflation encore plus basse. Pourtant, une inflation basse n'est pas propice à un redressement de la croissance économique.

Au Japon, suite à l'amélioration de la croissance et la dépréciation du Yen, l'inflation s'est accélérée. Toutefois, celle-ci reste à un niveau faible en sachant que l'objectif à atteindre est de 2 %. Une accélération de l'inflation est prévue en 2014-2015 suite à un relèvement des taxes sur la consommation mais celle-ci ne serait que temporaire.

Dans les pays émergents et les pays en développement, on estime une inflation de 5,25 % en 2014 contre 6 % actuellement. Cette baisse s'expliquerait par un recul des cours mondiaux des produits de base et par un ralentissement de la croissance dans de nombreux pays émergents.

Dans les pays en développement à faible revenu, le taux est de : 9,8% en 2012 à 7,8% en 2013. Ajouté au recul des cours des produits de base, un durcissement de la politique monétaire explique cette diminution.

Graphique 2. Inflation globale



Sources : FMI : *Distribution préliminaire*, Avril 2014.

4. *Politique budgétaire restrictive*

Une relance peut être soit monétaire (à travers la baisse des taux d'intérêts), soit budgétaire (à travers la hausse des dépenses publiques ou la diminution des impôts). Mais suite à la crise financière de 2008, les pays avancés procèdent désormais à une politique budgétaire restrictive. En effet, les déficits budgétaires dans ces pays ont atteint un niveau assez élevé (8 à 10 % de leur PIB) qu'ils sont difficilement supportables.

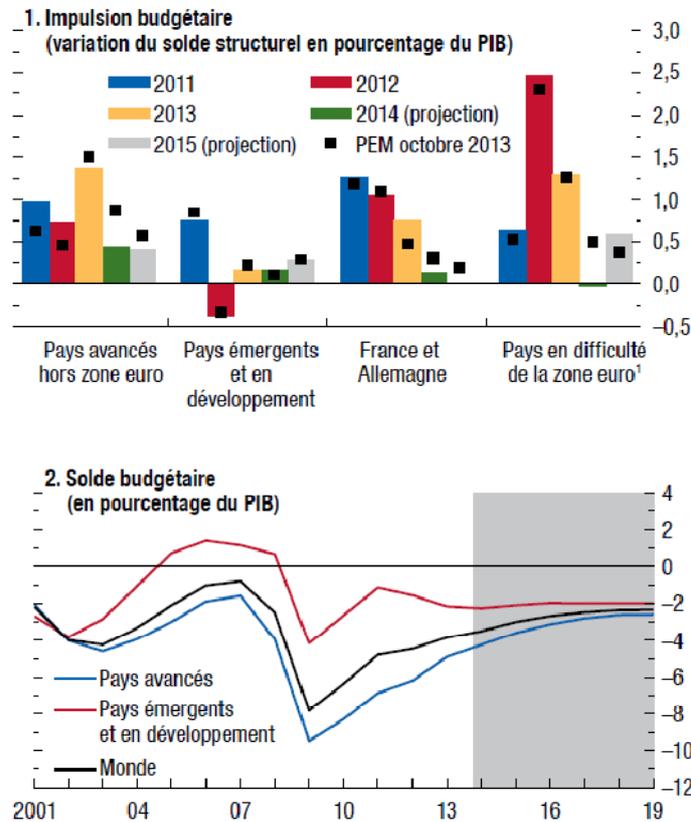
Ainsi, les aides sociales destinés à stimuler la consommation ne sont plus assurées. Pourtant, privés de transferts sociaux, les ménages vont diminuer leurs dépenses entraînant une diminution de la demande. Cette dernière sera inférieure à l'offre de biens ce qui entraînera une diminution des prix, on assiste alors à une risque de déflation. De leur côté, les entreprises préféreront diminuer leur production et licencient au lieu de diminuer le prix.

Au Japon, les prévisions de croissance sont de 1,4% en 2014 et de 1% en 2015, qui s'explique par un durcissement de la politique budgétaire du à un relèvement du taux de la taxe sur la consommation et à l'arrivée à terme des dépenses de reconstruction.

Dans bon nombre de pays émergents, le déficit budgétaire reste largement supérieur à son niveau d'avant la crise (graphique 3, page 2), bien que la production se situe généralement encore au-dessus de sa tendance d'avant la crise. Par ailleurs, la dynamique de la dette devrait devenir moins favorable, étant donné que les rendements réels des obligations publiques sont plus élevés que prévu il y a un an. Dans ce contexte, les dirigeants doivent réduire le déficit budgétaire.

Certains pays à faible revenu dont la croissance est faible et la dette publique élevée devront resserrer leur politique budgétaire pour maintenir leur endettement à un niveau soutenable.

Graphique 3. La politique budgétaire



Sources : FMI, *Distribution préliminaire*, Avril 2014, p.7

¹Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal.

B. Le risque de déflation

La création monétaire rapide devient une nécessité pour éviter la déflation. En effet, suite à l'apparition des pays émergents, la rigidité des salaires causés par l'affaiblissement des pouvoirs de négociations des salariés, la flexibilité du marché du travail, l'économie mondiale est aujourd'hui soumise à un risque de déflation. Les politiques monétaires doivent désormais être expansionnistes afin de contrer l'inflation négative.

1. La déflation est nocive

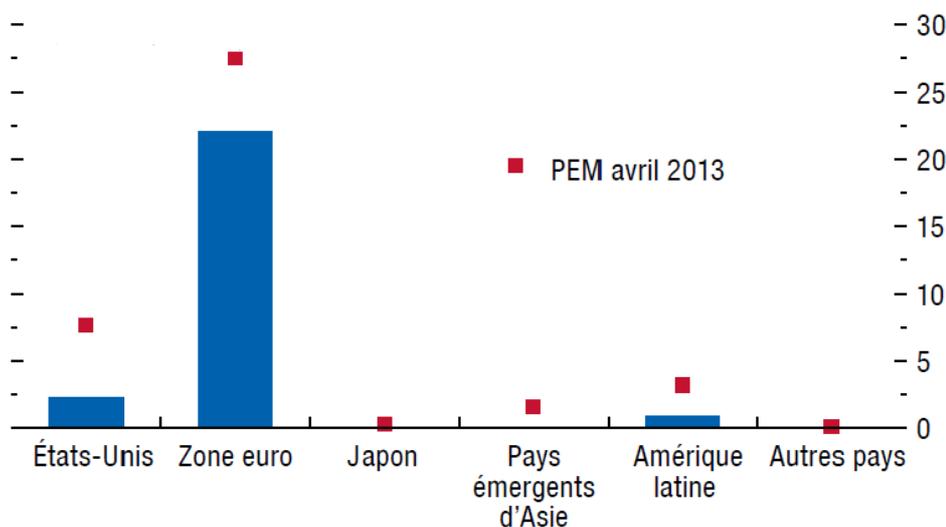
La déflation est définie comme une baisse auto-entretenue des prix, des salaires et de la valeur des actifs, se propageant dans l'économie réelle. A première vue, la déflation paraît bénéfique dû à la diminution des prix mais c'est un déséquilibre plus dangereux que l'inflation.

Parfois, la déflation trouve son origine dans une déficience cyclique de la demande ou d'un choc affectant la demande, notamment une baisse de la demande qui résulte de l'éclatement d'une bulle des prix des actifs. Elle s'accompagne d'un ralentissement temporaire de l'activité globale. Mais une déflation peut également être provoquée par une amélioration marquée de l'offre, comme ce fut le cas en Chine, ou d'une baisse des prix des importations.

La déflation est nocive dans la mesure où le consommateur anticipant une baisse des prix remet sa consommation pour plus tard et thésaurise. Les dépenses vont diminuer affectant ainsi le niveau de la demande. Quand la demande est inférieure à l'offre, le prix va automatiquement diminuer, entraînant une hausse de la valeur des dettes.

Dans les pays avancés, il existe un risque de déflation en cas de recul de l'activité. Un taux d'inflation inférieure à l'objectif fixé pendant une période prolongée risque de provoquer une baisse des anticipations inflationnistes à long terme. Dans la zone euro, le risque de déflation est préoccupant puisqu'elle est estimée à 20 % (graphique 4). La tendance ne risque pas de s'inverser compte tenu du chômage très élevé et des capacités de productions inemployées dans de nombreux pays.

Graphique 4. Probabilité d'une déflation



Source : FMI, *Distribution préliminaire*, Avril 2014.

Dans une situation de déflation, les ménages préfèrent se désendetter en réduisant leurs dépenses. En effet, le poids des dettes augmente car elles ne dégonflent pas avec les prix. La masse monétaire va diminuer à cause de la baisse de l'offre de crédit de la part des banques, et du remboursement des emprunts par les ménages.

De leur côté, les entreprises en anticipant la baisse de la demande préfèrent diminuer leur niveau de production pour réduire les pertes. Quand la demande baisse, il faudra plus de temps pour écouler les stocks. Les entreprises retardent ainsi leur investissement. Pour être rentable, les entreprises renoncent à la production de certains

produits, vont faire baisser les salaires et vont procéder même au licenciement. La consommation baisse, et le chômage augmente.

La déflation entraîne une redistribution du revenu des débiteurs ayant une forte propension à dépenser vers les créanciers ayant une faible propension à dépenser, entraînant une contraction de la demande. Etant donné que les salaires nominaux sont rigides et que le prix est en baisse, les coûts réels de la main d'œuvre vont augmenter entraînant une perte de compétitivité.

2. Relance de la demande pour contrer le risque de déflation

Actuellement, le niveau d'activité est largement en dessous de la production potentielle dans les pays avancés, proche ou légèrement en dessous dans les pays émergents et les pays en voie de développement. Dans les années 1970, les pays avancés ont été touchés par un choc d'offre entraînant un effet inflationniste. Une création monétaire risque d'être source d'inflation, sauf en situation de sous-emploi.

En effet, la situation économique mondiale est désormais marquée par la concurrence des pays émergents à salaires faibles en face des pays avancés, le pouvoir de négociation faible des salariés et la flexibilité des marchés du travail, entraînant un partage inégal des revenus au détriment des salariés. De plus, les entreprises ont un excédent d'épargne, c'est-à-dire que les profits des entreprises sont supérieurs à leur besoin d'investissement, ce qui a un effet déflationniste car il y a une contraction des revenus salariaux sans qu'elle soit compensée par un supplément d'investissement³².

Pour contrer les risques déflationnistes, l'application d'une politique monétaire non conventionnelle est utile comme l'a fait la Fed en 2008. « Son action peut se caractériser en quatre axes : offrir des montants quasi-illimités de liquidité pour faire face au gel du marché interbancaire ; contrôler le risque systémique que représenterait la faillite d'AIG ou d'autres établissements ; secourir certains segments de marchés devenus illiquides ; faire baisser les taux. »³³

Le plus grand problème n'est plus celui de l'inflation mais plutôt celui de la déflation. Aujourd'hui, ce sont les pays émergents comme la Chine, l'Inde, le Brésil qui dictent l'inflation. En effet, l'inflation dans les pays développés notamment dans la zone euro ne pourrait provenir que de la hausse de la demande en matière première des pays émergents. De plus, l'économie mondiale se trouve dans une situation de sous-emploi : le chômage est élevé, désendettement des agents qui se traduit par la baisse de la demande et débouchant à une faiblesse de la demande et des politiques budgétaires restrictives. Etant donné que, la politique budgétaire est neutralisée (dans les pays occidentaux, mais aussi dans les pays à faible revenu ayant une dette élevée), c'est la politique monétaire qui doit être mise en œuvre.

³² ARTUS, Patrick, VIRARD Marie-Paule, *La liquidité incontrôlable*, PEARSON education, Février 2010.

³³ BENTOGGIO Guilhem, GUIDONI Guillaume, « Les banques centrales face à la crise », REVUE DE L'OFCE, Juillet 2009.

La politique monétaire doit être accommodante dans les pays avancés. C'est une politique monétaire conduite par une banque centrale qui va injecter des liquidités dans le circuit économique. En augmentant l'offre de monnaie, les banques centrales s'attendent à :

- une hausse de la demande des biens sur le marché ;
- une élévation des prix ;
- une baisse progressive du salaire réel ;
- une hausse de la demande de travail et de la production c'est-à-dire de l'offre des biens de la part des entreprises ;
- une baisse du chômage.

Ainsi, une politique monétaire accommodante permet de contrer le risque de déflation et de soutenir la croissance économique à travers la diminution du coût du crédit à la consommation et à l'investissement. « Dans la zone euro, le taux directeur est proche mais pas égal à zéro, et un certain nombre de facteurs semblent indiquer qu'un assouplissement monétaire supplémentaire, y compris l'utilisation de mesures non conventionnelles, est nécessaire maintenant »³⁴. L'inflation risque d'être plus faible que prévu, les anticipations inflationnistes pourraient diminuer. Par conséquent, les taux d'intérêts réels augmenteront, alourdissant ainsi la charge de la dette et ralentirait la croissance.

³⁴ FMI, *Distribution préliminaire*, Avril 2014

Section 2 : Diminution de la valeur de la monnaie pour stimuler l'économie

La création monétaire par une banque centrale n'a pas uniquement pour but de relancer la demande. Les banques centrales utilisent également la création monétaire pour faire baisser leurs propres devises afin que l'économie reste compétitive. Les politiques monétaires deviennent de plus en plus expansionnistes se traduisant par une abondance de l'offre de crédit. Cette abondance du crédit s'est traduite par l'accroissement de la base monétaire mondiale. Celle-ci a progressé de 13 % à 15 % l'an depuis le début de la décennie, ce qui est déjà beaucoup, avant de s'envoler carrément à la mi-2008 sur un rythme annuel de quelque 30 %.³⁵

La hausse de la base monétaire mondiale est dû aux politiques destinés à relancer la croissance, mais également à une « guerre des taux de change ». En effet, plusieurs pays pour déprécier leur monnaie, appliquent une politique monétaire expansionniste. Ils peuvent soit procéder rapidement à une création monétaire, soit accumuler des réserves de change qui implique une forte création monétaire.

A. La baisse de la valeur de la monnaie à travers la création monétaire

La création monétaire permet de faire baisser la valeur de la monnaie nationale par rapport aux monnaies étrangères. La valeur de la monnaie est déterminée sur le marché des changes où se fixe le taux de change, qui est le taux de conversion d'une monnaie en une autre. « Les taux de change sont les prix relatifs des monnaies nationales, et dans un système de change flottant, ils peuvent naturellement être considérés comme déterminés par l'interaction de l'offre et de la demande sur les marchés de change étrangers »³⁶.

Le marché des changes comme tous les autres marchés est régi par la loi de l'offre et de la demande de devises. Les offres et les demandes se forment à travers les échanges internationaux et les mouvements internationaux d'actifs financiers. Les offres « émanent des exportateurs et des créanciers sur l'étranger » qui cèdent des avoirs en devises, tandis que les demandes « proviennent des importateurs et des débiteurs de l'étranger » qui souhaitent acquérir des avoirs en devises³⁷. Les offres et les demandes se rencontrent au niveau des banques commerciales. Un importateur local (malgache par exemple), pour acquérir des marchandises venant d'un exportateur étranger (américain) doit passer par une banque commerciale. En effet, il se pourrait que l'exportateur américain ne souhaite être payé qu'en dollars uniquement, ainsi, l'importateur malgache devra acheter des dollars avec les Ariary qu'il a en possession auprès d'une banque. On a alors une offre d'Ariary et une demande de dollars. Et inversement, un exportateur malgache qui a reçu une devise étrangère (dollars), souhaitera l'échanger contre une monnaie nationale (Ariary) auprès d'une banque commerciale. Il se produit une offre de dollars et une offre d'Ariary.

³⁵ ARTUS Patrick, VIRARD Marie-Paule, *La liquidité incontrôlable*, PEARSON education, Février 2010.

³⁶ Définition donnée par l'OCDE, 1985

³⁷ RUDLOFF, Marcel: *Economie Monétaire Internationale*, Editions Cujas, Paris, 1969.

La confrontation entre l'offre et la demande de devises détermine ainsi le taux de change. Plus une monnaie est demandée par rapport à une autre, plus sa valeur augmentera. La création monétaire diminue la valeur de la monnaie dans la mesure où elle augmente l'offre de monnaie nationale.

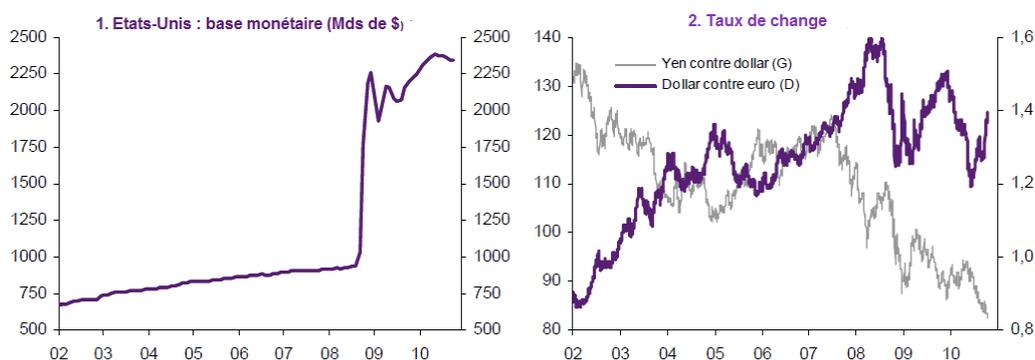
1. Les effets d'une création monétaire très rapide sur le taux de change: Quantitative Easing

Certaines banques centrales créent de la monnaie en injectant massivement des liquidités sur le marché. C'est le cas aux Etats-Unis où la Fed pratique le « Quantitative Easing », qui n'est autre qu'une appellation officielle de la « planche à billets ». C'est un ensemble de mesures non conventionnelles où on trouve d'une part, des politiques tournées vers le passif (augmentation de la taille du passif de la banque centrale ou de la base monétaire), et d'autre part, des politiques tournées vers l'actif (modification de la maturité des actifs de la banque centrale ou de la nature de ceux-ci). « Le Quantitative Easing pur correspond à la création de base monétaire par achat de titres publics »³⁸.

En rachetant, des bons du trésor américain aux banques, la Fed met en disposition de ces banques une liquidité supplémentaire. Ces liquidités vont servir à financer les dépenses de consommation et d'investissement, mais une partie va augmenter l'offre de dollars sur le marché des devises. Ainsi, il y aura un excès de l'offre de dollars par rapport à la demande sur le marché des devises entraînant une perte de valeur de celui-ci. Cette baisse de valeur du dollar provoque en contrepartie une appréciation des autres monnaies (euro, yen, livre...).

L'annonce d'une seconde phase de Quantitative Easing aux Etats-unis durant l'été 2010 a conduit à une dépréciation rapide du dollar par rapport à l'euro (graphique 5, page 2), au yen, mais aussi par rapport aux devises des pays étrangers.

Graphique 5. Les effets de la Quantitative Easing



Source : ARTUS Patrick, « De quelles armes dispose-t-on pour déprécier son taux de change ? », Flash économie, 19 Janvier 2010 – N° 553, p.2

³⁸ DUPUY, Michel, « Les effets des politiques de Quantitative Easing sur le taux de change : les enseignements de l'expérience américaine », *Revue d'Economie Financière*, N° 103, Janvier 2013.

La quantitative easing agit indirectement sur le taux de change à travers plusieurs variables comme les taux d'intérêt à long terme, la liquidité et le taux d'inflation.

a) La baisse des taux d'intérêt à long terme

Une banque centrale en achetant des actifs financiers à maturité élevée (titres publics à long terme, dettes d'agences, titres adossés à des actifs, obligations d'entreprises) peut réduire les taux d'intérêt à long terme. D'une part, les achats d'actifs par la banque centrale entraînent une réduction de l'offre de titres de long terme à la disposition des investisseurs. A long terme, la demande de titres à long terme est supposé constante, cette réduction de l'offre va provoquer ainsi une hausse du prix des actifs et une baisse du taux d'intérêt. D'autre part, la Quantitative Easing produit un effet de signal auprès des agents économiques. En effet, la banque centrale s'engage à maintenir ses taux d'intérêt à un niveau assez bas pendant une longue période influençant les anticipations des taux d'intérêt à court terme futurs sur le marché (anticipation de faibles taux d'intérêt à court terme). Les taux d'intérêt à long terme vont alors augmenter car ils reflètent les taux d'intérêt à court terme futurs anticipés.

Cette diminution du taux d'intérêt à long terme influence le taux de change dans la mesure où elle entraîne une baisse immédiate de la valeur de la monnaie nationale. « La baisse des taux d'intérêt à long terme dans le pays domestique va s'accompagner d'une réduction du différentiel d'intérêt à long terme entre le pays domestique et l'étranger (on suppose ici que les taux d'intérêt à long terme demeurent inchangés à l'étranger). Conformément à la parité des taux d'intérêt non couverte (PTINC), les marchés doivent alors anticiper une appréciation de la monnaie domestique sur longue période de manière à ce que les actifs domestiques et étrangers offrent la même rentabilité anticipée. Si l'on suppose en outre que le taux de change d'équilibre de long terme demeure inchangé, la monnaie domestique doit se déprécier immédiatement, conformément aux enseignements du modèle de surréaction de Dornbusch (1976). Dans ce modèle, les anticipations de change sont en effet de nature régressive : les anticipations des agents économiques ramènent le taux de change vers son niveau de long terme correspondant au taux de change de parité des pouvoirs d'achat (PPA). Selon ce schéma de formation des anticipations de change, les marchés vont anticiper une appréciation du taux de change au comptant futur, si et seulement si le taux de change courant se déprécie davantage que ne l'implique l'équilibre de long terme : il y a donc bien surréaction »³⁹.

Aux Etats-Unis, l'injection de la FED d'une liquidité à travers l'achat de 1725 milliards de dollars de titres longs entre fin 2008 et mars 2010 aurait provoqué une baisse de l'ordre de 50 points de base des taux à long terme.⁴⁰ L'annonce de ces mesures a provoqué immédiatement une dépréciation du dollar conformément à la

³⁹ DUPUY, Michel, « Les effets des politiques de Quantitative Easing sur le taux de change : les enseignements de l'expérience américaine », Revue d'Economie Financière, N° 103, Janvier 2013.

⁴⁰ Gagnon et alii, 2010 ; Chung et alii, 2011

PTINC. Suite à l'annonce de la Fed le 18 mars 2009 sur son intention d'acheter 750 milliards de dollars de plus de Mortgage Backed Securities (MBS), 100 milliards de dollars supplémentaires de dettes d'agences et 300 milliards de dollars d'obligation d'Etat, le dollar s'est déprécié de 4,93 %.

b) L'augmentation de la liquidité

La Quantitative Easing se traduit par un accroissement des liquidités sur le marché. Les agents économiques considérant ces liquidités comme de mauvais substituts des titres acquis par la Banque centrale vont se débarrasser de leurs liquidités excédentaires à travers l'achat d'actifs domestiques et étrangers. Le prix des actifs va ainsi augmenter et la monnaie nationale (moins demandée) va se déprécier. La Quantitative Easing des Etats-Unis a provoqué une entrée de capitaux vers les pays émergents (150 milliards de dollars), ce qui a provoqué une dépréciation du dollar vis-à-vis des monnaies de ces pays.

c) La hausse du taux d'inflation

Une création monétaire excessive est source d'inflation, les anticipations d'inflation à long terme vont être à la hausse. Une politique monétaire trop agressive peut remettre en cause la crédibilité de la banque centrale dans la mesure où elle « pose des problèmes de confiance sur la maîtrise des nouveaux outils ainsi créés par la (banque centrale) et sur sa capacité à les réduire, tandis que l'actif (de la banque centrale) ne cesse de croître »⁴¹. Ainsi, les agents vont anticiper une hausse de l'inflation future. La hausse du différentiel d'inflation anticipé entre les pays domestique et l'étranger, amène les agents à anticiper une dépréciation de la monnaie nationale future. Toutefois, cette augmentation de l'inflation anticipée ne s'est pas vérifiée aux Etats-Unis sur la période 2008-2012 car l'inflation sous-jacente a été sous-contrôle.

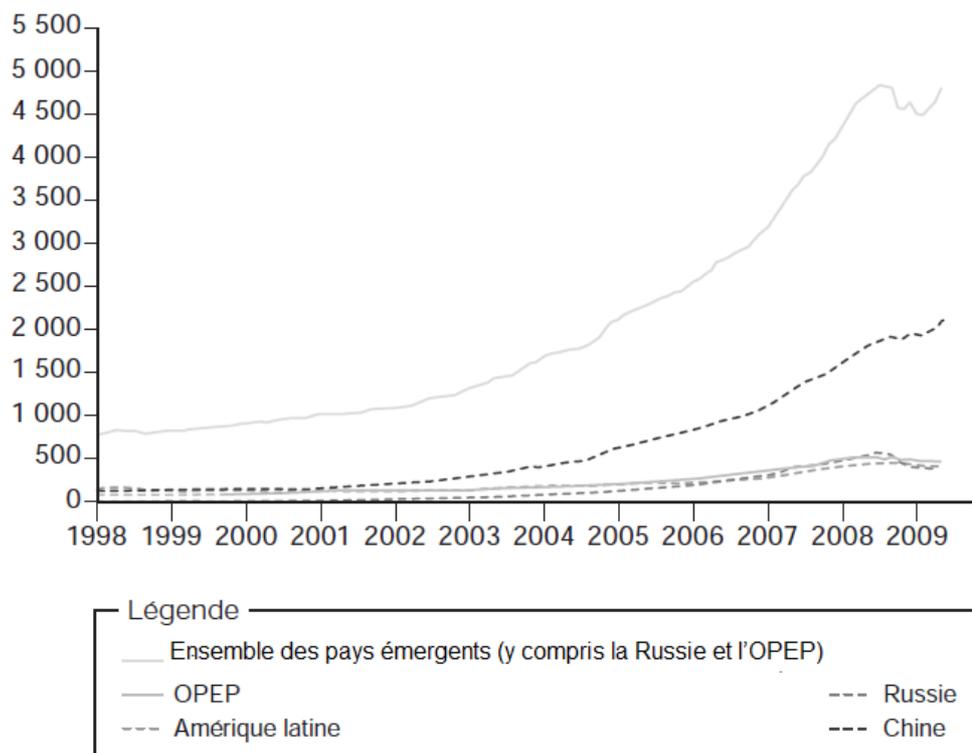
⁴¹ J.P. Betbeze (2010)

B. La création monétaire à travers l'accumulation de change des pays émergents

La politique monétaire accommodante des pays avancés, n'est pas la seule source de la création monétaire dans le monde. Les pays émergents créent l'essentiel de la liquidité à travers l'accumulation de change. La création monétaire de ces dernières années dépend surtout des politiques monétaires des pays émergents producteur de matière première.

A partir des années 2000, les pays émergents ont accumulé d'importantes réserves de change en devise. Sur plus de 6000 milliards de réserves de change dans le monde à la fin de 2008 : l'ensemble des pays émergents y compris la Russie et l'OPEP détenaient 4500 milliards : 2000 milliards pour la Chine, 500 milliards pour les pays de l'OPEP, 420 pour l'Amérique latine (y compris le Mexique) et 360 pour la Russie (graphique 6).

Graphique 6. Evolution des réserves de change mondial

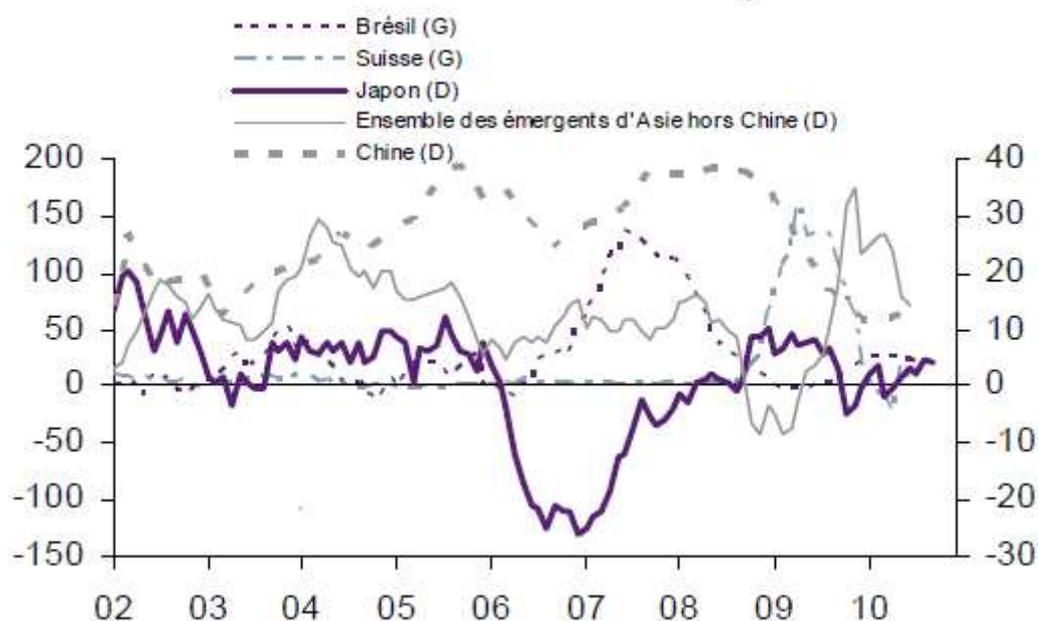


Source : ARTUS Patrick, VIRARD Marie-Paule, *La liquidité incontrôlable*, PEARSON education, Février 2010.

L'accumulation de réserves de change génère une forte croissance de la liquidité et potentiellement du crédit pour un pays domestique. En effet, une accumulation de devises étrangères s'accompagne d'une sortie de monnaie nationale, d'où la nécessité de créer de la monnaie. L'accumulation de réserve de change a généré un fort accroissement de la liquidité dans les pays émergents comme en Chine, au Brésil

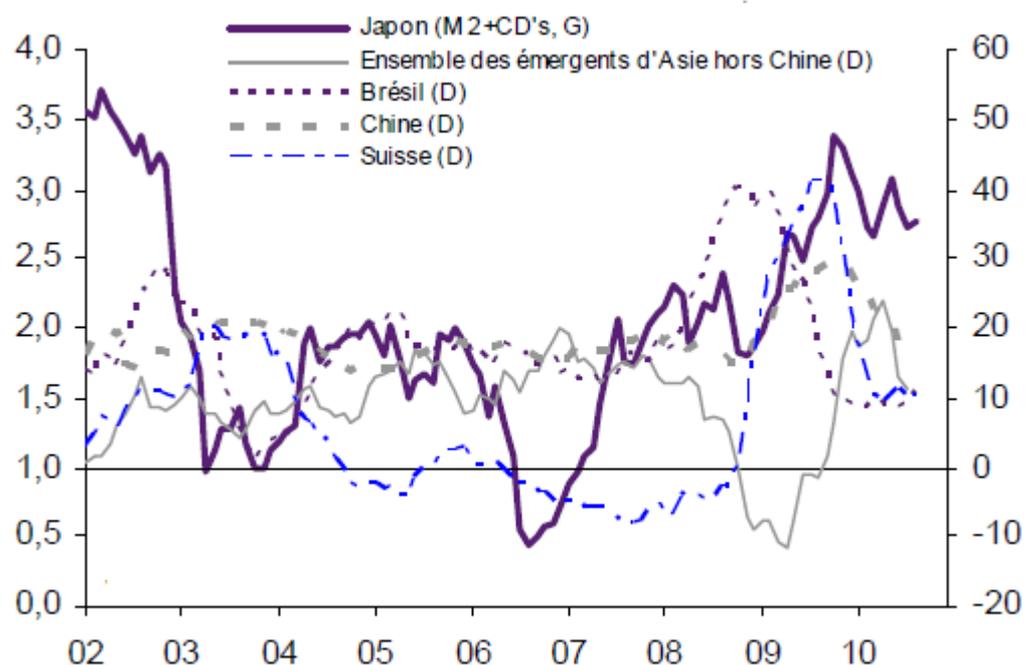
en 2006-2007, en Suisse en 2009 et dans l'ensemble des émergents d'Asie (Graphique 7 et 8).

Graphique 7. Base monétaire des pays émergents



Source : ARTUS Patrick, VIRARD Marie-Paule, *La liquidité incontrôlable*, PEARSON education, Février 2010.

Graphique 8. La masse monétaire



Source : ARTUS Patrick, VIRARD Marie-Paule, *La liquidité incontrôlable*, PEARSON education, Février 2010.

Si une banque centrale comme la banque centrale de Chine par exemple veut accroître ses réserves de change (dollars par exemple), elle doit créer du cash renminbi avec lequel elle achète du cash dollars (auprès d'un exportateur chinois qui a reçu des dollars en paiement). Avec le cash dollars, elle achète une obligation en dollars, auprès d'un investisseur américain entraînant une hausse des réserves de change. De son côté l'investisseur américain dispose de cash au lieu d'obligations et peut l'utiliser à sa guise (hausse de la liquidité disponible aux États-Unis). « La liquidité créée par une banque centrale lorsqu'elle accumule des réserves devient bien disponible partout dans le monde. »⁴²

La croissance américaine dans les années 2003 s'est expliquée par une diminution de leur taux d'intérêts directs ainsi que d'une forte stimulation budgétaire. L'économie des États-Unis est caractérisée par une forte consommation et une faiblesse de l'épargne ayant pour effet une importance des importations. Ainsi, cette croissance a eu comme effet, l'apparition d'un solide excédent commercial dans les comptes de la Chine, et une forte hausse du prix de matières premières notamment du pétrole. Ainsi, les pays émergents producteurs de pétrole et de matières premières ont vu leurs excédents commerciaux augmenter considérablement. Normalement, en régime de taux de change fixe des banques centrales, la situation se serait traduite par une forte appréciation des devises de ces pays par rapport au dollar puisque c'est normalement par le libre mouvement des monnaies ou des flux de capitaux que se rééquilibrent les balances commerciales, mais ce ne fut pas le cas.

Les pays émergents accumulent des réserves de change en achetant des titres d'État des pays développés. Pour les pays exportateurs de matières premières, la vente de leur production (Pays arabes, Russie, Venezuela) permet une rentrée de dollars qu'ils accumulent dans leurs réserves de change. Ils vont les replacer sur les marchés financiers. La réserve de change des pays pétroliers atteint 250 milliards en 2007 si elle n'était que de 20 milliards 4 ans avant.

C. L'intérêt d'une baisse de la valeur de la monnaie : une meilleure compétitivité

Actuellement, limiter une appréciation du taux de change devient une préoccupation pour beaucoup de pays. Pour cela, un pays peut procéder à une création monétaire violente (Quantitative Easing) ou à une accumulation de réserves de change. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont vu leur base monétaire augmenter pour déprécier leur monnaie respective. Quant aux pays émergents, l'achat d'actifs en dollars débouchant à une accumulation de réserves de change a permis une baisse de leur taux de change. En prenant ces mesures, ces pays espèrent augmenter leur compétitivité économique.

Un pays souhaite une dépréciation de sa monnaie pour préserver sa compétitivité et sa capacité à exporter. En effet, la baisse de sa monnaie permet la résorption du

⁴² ARTUS Patrick, VIRARD Marie-Paule, *La liquidité incontrôlable*, PEARSON education, Février 2010.

déficit de la balance commerciale et une augmentation de la compétitivité internationale d'un pays. Les prix assurent l'ajustement en ce sens qu'on attend d'une part, un renchérissement des prix à l'importation ayant pour effet une compression des entrées de produits étrangers et, d'autre part, une baisse des prix nationaux à l'exportation stimulant la reprise des ventes sur l'étranger. « La dégradation des termes de l'échange est supposée améliorer la situation globale de la balance commerciale.⁴³ »

La dépréciation de la monnaie provoque deux effets :

Effet prix : dans un premier temps, la baisse de la valeur de la monnaie s'accompagne d'une hausse des prix des importations et d'une baisse du prix des exportations. Les biens échangés restant constant à court terme, cela se traduit par un déficit de la balance commerciale.

Effet quantité : à moyen terme, la baisse des prix des exportations doit permettre une hausse du volume exporté, et la hausse du prix des importations incite les agents économiques à substituer des biens nationaux à des biens étrangers se traduisant par une baisse du volume des importations. Les ajustements entraîneront une amélioration de la balance de paiements.

Ainsi, à court terme, une dépréciation a des effets négatifs sur la balance commerciale, mais en moyenne et longue période elle doit provoquer des effets de protection, de productivité, de réallocation et de croissance. Une meilleure allocation des facteurs et des ressources (stimulation des industries d'exportations et des industries nationales pour substituer les produits à l'importation) améliore le pouvoir compétitif de l'économie.

- **Hausse des exportations :** la baisse de la valeur de la monnaie provoque une baisse de la valeur des biens à exporter. Ces biens sont moins chers aux étrangers qui vont augmenter leur demande extérieure. Les exportations réagissent positivement face à la dépréciation. Cette réaction sera importante si le pays est grand fournisseur des produits demandés sur les marchés mondiaux, et si peu de pays ont connu une dépréciation de leurs monnaies.
- **Hausse du prix des importations :** la valeur des biens importés augmente. Ces biens sont plus chers aux nationaux.
- **Hausse de la production :** une hausse du prix des importations stimule la production locale. En effet, il est plus rentable de produire à l'intérieur du pays que d'importer dans de telles conditions. Cette baisse de la valeur de la monnaie s'accompagne d'une baisse des salaires réels.

En Chine, la valeur du Yuan n'est pas déterminée par le marché mais contrôlée par les autorités administratives. La politique monétaire chinoise a pour objectif principal, le maintien de la stabilité monétaire permettant de garantir une croissance élevée et une « prospérité sociale ». Comme les taux d'intérêts ne peuvent être utilisés

⁴³ RUDLOFF, Marcel: Economie Monétaire Internationale, Editions Cujas, Paris, 1969.

comme instrument de la politique économique chinoise, la banque centrale chinoise est dans l'obligation d'acheter ou de vendre du dollar en fonction de la situation pour maintenir la parité fixe yuan/dollar. La faiblesse du Yuan a permis la création de millions d'emplois à bas salaires et faibles coûts sociaux assurant la stabilité sociale.

Le Yuan est sous-évalué environ de moitié par rapport au dollar. Ce qui explique, en partie la place de la Chine comme premier exportateur mondial. Les produits manufacturés chinois sont plus attractifs et exportés massivement dans les pays occidentaux. Du fait de la faiblesse des salaires réels, la Chine est constituée d'une main d'œuvre plus compétitive encourageant le mouvement d'implantation des entreprises étrangères dans le pays (offshoring).

Ce chapitre montre que la création monétaire présente des avantages pour l'économie. D'une part, elle permet de relancer la demande dans une situation de sous-emploi. Le contexte actuel est surtout marqué par la menace d'une déflation dans plusieurs pays, d'où l'intérêt de relancer la demande. D'autre part, la création monétaire permet de faire baisser la valeur de la monnaie. Cette baisse de la monnaie rend l'économie plus compétitive dans la mesure où elle accélère les exportations, et freine l'importation, tout en encourageant la production locale. Toutefois, la création monétaire comporte également des risques.

CHAPITRE 2. LES RISQUES LIEES A LA CREATION MONETAIRE

Une création monétaire trop rapide comporte également des risques. Quand l'augmentation de la masse monétaire n'est pas proportionnelle à l'accroissement de la production, la création monétaire est source d'inflation qui peut provoquer de profonds déséquilibres. Le présent chapitre analyse les risques liés à la création monétaire. Pour ce faire, nous allons analyser d'une part les risques d'inflation, et d'autre part, les risques liés à la création monétaire dans l'économie mondiale actuelle.

Section 1 : Les risques d'inflation

Une création monétaire peut être utilisée pour relancer l'économie. Pourtant, quand elle est émise de façon excessive, la monnaie conduit à une inflation qui devient au contraire néfaste à la croissance, l'emploi et le niveau de l'activité.

A. Généralités sur l'inflation

1. *Origine de l'inflation : Une hausse de la masse monétaire inférieure à la hausse de la production*

Quand la hausse de la demande de monnaie est supérieure à la hausse de la production, l'économie peut se trouver dans une situation d'inflation. L'inflation se définit comme une hausse auto-entretenu du niveau général des prix. Elle peut avoir une origine monétaire (selon la théorie quantitative de la monnaie) ou une origine liée à l'excès de la demande.

a) Le rôle de la monnaie et l'explication monétariste

Pour les auteurs néoclassiques et monétaristes, l'inflation résulte d'une émission de monnaie trop importante. La « Théorie Quantitative de la Monnaie⁴⁴ » permet d'expliquer l'inflation :

$$M.V = P.Y \quad \text{ou} \quad M.V = P.T$$

Où :

M représente la masse monétaire en circulation (demande de monnaie)

V la vitesse de circulation de la monnaie supposé constant à court terme

P le niveau général des prix, Y le volume de production ou de transactions (T)

Les classiques supposent que la vitesse de circulation de la monnaie (V) et le volume des transactions (T) sont relativement stables à court terme. Une hausse de quantité de monnaie (M) va donc provoquer une hausse du niveau général des prix (P). Elle justifie l'idée d'une dichotomie (sphère réelle - sphère monétaire) dans la théorie néoclassique.

⁴⁴ FISHER, Irving, *The purchasing power of money*, New York : The Macmillan Co., 1922.

Ainsi, l'évolution de la masse monétaire doit être corrélée à l'évolution du volume de la production équivalente et non l'inverse.

b) L'inflation par la demande

Dans la théorie keynésienne, l'inflation est due à un déséquilibre entre la demande globale et l'offre globale. Plus précisément, l'excès de demande n'est porteur d'inflation que lorsqu'il s'appuie sur une création monétaire supplémentaire.

Une hausse de la masse monétaire à court terme va stimuler les dépenses des agents économiques. La hausse des dépenses entraîne une hausse de la demande que l'offre ne pourra pas satisfaire dans l'immédiat. L'inflation par la demande explique la hausse de prix suite à un excès de la demande de biens et services par rapport à l'offre sur le marché. L'apparition d'un tel désajustement conduit à une hausse du niveau général des prix

Les échanges sont caractérisés par l'égalité entre la valeur des ventes et la valeur des achats. Pour une quantité de biens et une dépense globale données, seuls les prix vont s'ajuster pour assurer l'égalité entre l'offre et la demande. Les prix vont nécessairement augmenter.

2. Conséquences de l'inflation

Une inflation peut conduire lorsqu'elle est forte, à un ralentissement de la croissance économique, du produit global, et à une détérioration de l'emploi. L'inflation chronique entraîne de nombreux effets néfastes :

- elle perturbe la répartition macroéconomique des revenus. Tous les agents économiques ne peuvent pas faire évoluer leurs revenus à la même vitesse que l'inflation. Celle-ci est favorable aux emprunteurs et aux titulaires de revenus flexibles, mais elle pénalise les épargnants, les créanciers et les titulaires de revenus indexables.
- elle contribue à rendre l'avenir plus incertain. En rendant incertaine l'évolution des valeurs nominales des revenus et des prix, l'inflation complique les prévisions économiques et rend la croissance économique plus chaotique.
- une inflation nationale plus forte qu'à l'étranger, réduit la compétitivité de l'économie et conduit à procéder à des réajustements monétaires.
- l'inflation rend la croissance économique déséquilibrée et provoque la stagflation, situation où coexistent à la fois l'inflation et le chômage.

B. La crise allemande : L'hyperinflation allemande des années 1920

L'inflation provoque des déséquilibres dans l'économie, mais à un stade plus avancée elle est source de crise. La crise allemande des années 1920 est un exemple des effets destructeurs de la création monétaire excessive. Cette crise est marquée par une hausse extrêmement élevée des prix, qu'on appelle hyperinflation.

1. Définition de l'hyperinflation

L'hyperinflation est une inflation extrêmement élevée échappant à tout contrôle. Elle entraîne en général une forte récession économique. C'est une inflation dont les taux sont imprévisibles, incontrôlables, et exponentiels et qui dépassent 50% par mois.

Les causes de l'hyperinflation sont budgétaires, elles tiennent à une émission excessive de monnaie. L'Etat n'ayant plus de recettes nécessaires pour faire face à ses dépenses, va rechercher de nouveaux moyens de paiements. Dans ce cas il peut faire appel aux prêteurs, mais ces derniers ne prêtent pas si la réputation budgétaire de l'Etat est compromise. L'Etat n'a donc d'autres solutions que d'augmenter son émission de monnaie pour financer le déficit.

2. Les Origines et les manifestations de l'hyperinflation allemande (1914-1923)

L'Allemagne au lendemain de la première guerre mondiale se trouve en situation de dettes à la fois intérieure due à l'emprunt publics émis pour financer la guerre, et extérieure due à la forme des réparations exigées par les puissances victorieuses, conduisant à des transferts massifs de richesse. L'effet conjugué de ces derniers entraîne un creusement des déficits de l'Etat. Pour faire face à ses dépenses, l'Etat augmente l'émission de monnaie laissant le champ libre à l'hyperinflation.

La période inflationniste (1918-23) est une période d'intenses tensions politiques. La République de Weimar souffre d'un manque structurel de légitimité, la coalition de Weimar se trouve en minorité dès les élections de juin 1920. Il s'ensuit des gouvernements faibles face à l'organisation des intérêts privés. Cette faiblesse pèsera d'un grand poids dans l'avènement de l'hyperinflation, ne serait-ce qu'en favorisant le recours à la planche à billets comme moyen d'acheter la paix sociale.

– La destruction du mark

La crise allemande des années vingt est la conséquence directe de la monétisation forcée des déficits budgétaires. La remise en cause de la monnaie y a été menée jusqu'à un point très rarement observé auparavant, à savoir la destruction totale. En effet, la quantité nominale de monnaie centrale officielle reste fixe, mais sa « valeur » a diminué. Le niveau général des prix augmente, mais le taux de change du Mark baisse également. C'est de cette manière-ci, au travers de sa dépréciation interne ou externe extrême, que s'est exprimé le rejet du mark. Le ratio M/P, à savoir la masse monétaire réelle en circulation, en fournit une mesure synthétique. Il indique, à tout moment, quel est le montant réel de monnaie. Le trait caractéristique de toutes les

hyperinflation est la baisse drastique de cet indicateur. Pourtant, l'émission monétaire officielle M connaît des proportions titanesques. La volonté des agents de se débarrasser de cette monnaie se trouve alors réalisée au travers de la hausse générale des prix P jusqu'à un tel point que la quantité réelle de monnaie M/P atteigne une valeur très faible, alors même que son montant nominal M peut croître vertigineusement.

C'est selon ce processus que la destruction du mark se réalise. L'exemple allemand illustre pleinement ce phénomène paradoxal : la monnaie officielle en circulation y atteint un niveau dérisoire en termes réels sous l'effet d'une dévalorisation extrême de la monnaie, encore supérieure à son accroissement nominal, pourtant phénoménal.

Fin 1923, la monnaie fiduciaire en circulation se mesure en centaines de quintillions⁴⁵ de marks-papier. Pourtant, cette masse monétaire nominale gigantesque ne représente qu'une très faible valeur réelle, qu'on la mesure grâce à un indice de prix ou au taux de change. Ainsi, le 15 novembre 1923, jour de la réforme monétaire, la valeur réelle de la totalité des billets de la Reichsbank en circulation ne vaut que 154.7 millions de marks-or (Bresciani-Turroni, 1968, 158). Cette évaluation est encore des plus optimistes car elle se fonde sur la valeur officielle du mark-papier. Si on prend comme référence le taux de change à New York du mark⁴⁶, c'est un montant de 97.4 millions de marks-or qui serait trouvé. La prise en compte du fait qu'en 1913, la circulation monétaire s'élevait à 6070 millions de marks-or, permet de se faire une idée de la pénurie extrême de moyens de paiements officiels que connaît, à cette époque, l'Allemagne.

Le montant de monnaie officiel est grandement insuffisant pour permettre des échanges normaux, alors même que dans le même temps, la production de billets n'a jamais connu une telle intensité. Pourtant, cette production excessive de billets ne suffisait toujours pas. Dans un mémorandum du 25 octobre 1923, la Reichsbank rapporte que, durant cette seule journée, elle a produit des billets pour un montant de 120 000 trillions de marks. Malheureusement, le jour en question, la demande s'est élevée à un million de trillions.

La Reichsbank va augmenter la production de sorte à porter son émission quotidienne à 500 000 Trillions. Pourtant, l'augmentation des prix est telle que, malgré cette croissance de la production de billets, la monnaie officielle réelle ne cesse de se maintenir à un niveau très faible. La Reichsbank se trouve alors à la merci d'une grève des imprimeurs qui peut conduire à la paralysie totale du pays.

⁴⁵ Le système de numération retenu, à savoir le système français et américain, commence avec le billion qui vaut 1000 million (10⁹), puis le trillion qui vaut 1000 billions (10¹²), puis le quadrillion qui vaut 1000 trillions (10¹⁵), puis le quintillion qui vaut 1000 quadrillions, soit 10¹⁸. Signalons que système allemand et anglais diffère en ce qu'il définit le billion comme valant un million de millions (10¹²), le trillion comme un million de millions de millions, et ainsi de suite. Voir Baumgartner (77) ou Fourgeaud (8, note 2).

⁴⁶ La valeur en mark-or est calculée à partir de la valeur en dollar telle que la donne le marché des changes en se souvenant que le dollar vaut 4.2 marks-or.

3. Réaction du corps social : la prolifération des « monnaies de secours » et l'indexation

La chute de la quantité réelle de monnaie s'exprime par l'absolue perte de confiance dans le mark et son rejet. Il s'en est suivi une pénurie extrême de moyens de paiement officiels à tel point que les banques, assiégées par leurs clients, étaient contraintes de rationner les offres de numéraire. Certains jours, elles étaient même contraintes soit de suspendre leurs paiements, soit de n'ouvrir que quelques heures.

Pour faire face à cette pénurie extrême de moyens de paiement, le corps social eut essentiellement recours à l'innovation monétaire, sous la forme de la création de « monnaies de secours », appelées « notgeld »⁴⁷. Ces émissions de Notgeld étaient encadrées par la loi du 17 juillet 1922 qui imposait des conditions strictes de couverture. Le manque grandissant de numéraire conduisit à la prolifération de ces monnaies de secours : les entreprises y eurent recours pour payer leurs salariés ; les municipalités également, non seulement pour payer leurs employés, mais aussi pour financer l'aide sociale aux chômeurs et aux pauvres et pour fournir en liquidité les entreprises n'ayant pas la capacité d'imprimer elles-mêmes leurs propres billets. Cependant, les émissions de notgeld libellés en marks-papier eurent rapidement à souffrir des mêmes maux que ceux endurés par les billets de la Reichsbank : la dépréciation accélérée du mark rendit leur montant réel grandement insuffisant.

Dans ces conditions, ce qui permit une continuation de l'activité marchande, ce fut l'innovation monétaire majeure consistant à émettre des monnaies dites « à valeur constante », c'est-à-dire indexées sur des grandeurs échappant à la dépréciation. Ce phénomène débute en décembre 1922 par l'émission d'emprunts indexés sur le seigle. C'est le cas des États d'Oldenbourg et de Mecklembourg-Schwerin. De même, la Roggenrentenbank, créée en 1922, émet en décembre de cette année des titres (Rentenbriefe ou lettres de rente) libellés en livres de seigle.

En 1923, cette pratique d'emprunts indexés se généralise au fur et à mesure que la crise hyperinflationniste s'amplifie. Plusieurs entités publiques - villes, États et services publics - ainsi que des grandes entreprises privées proposent à leur tour des emprunts libellés dans les marchandises les plus diverses, telles que le seigle, le charbon, la potasse, la lignite, l'or fin ou même le kilowatt-heure d'électricité. Franco (1989) écrit que « la valeur de ces emprunts demeurait constante parce que détenir ces billets équivalait à détenir des marchandises ayant des prix stables en dollar, souvent cotés sur des marchés internationaux ».

L'émission de monnaies à valeur constante répondait par ailleurs à une autre nécessité, encore plus impérieuse : fournir des moyens de paiement susceptibles d'être acceptés par les agriculteurs. En effet, la situation alimentaire du pays est devenue proprement dramatique au début de l'été 1923. La cause n'en est nullement une

⁴⁷Notgeld : Monnaie émise par une entité qui n'est pas fondée à le faire, en substitution de la banque légale défaillante.

production insuffisante mais la dépréciation accélérée du mark qui conduisit les agriculteurs à refuser de plus en plus systématiquement d'échanger leurs produits contre une monnaie sans valeur. La situation de pénurie alimentaire, au-delà même de ses effets sur la santé, a nourri un climat d'intense tension sociale et de grand ressentiment des populations.

De même les vols de magasins et de véhicules contenant des denrées alimentaires étaient devenus fréquents, comme les heurts avec la police. Le ministre prussien de l'intérieur, von Richter, avertissait que « les villes mourront de faim s'il n'était offert aux fermiers une monnaie valorisée » (ibid., 790). C'est cependant dans les territoires occupés que la situation était la plus préoccupante. On y rapporte une situation proche de l'anarchie, comme des combats entre fermiers et mineurs au chômage. Le maire de Bochum, à l'occasion d'un voyage à Hagen en octobre 1923, déclare n'avoir jamais rencontré « de telles hordes de gens mourant de faim et vagabondant » (ibid., 768). Le lien entre cette pénurie et la montée du mouvement communiste dans certaines régions de l'Allemagne centrale est très net.

A partir du début de l'été 1923, la situation devient désespérée et ne cesse de se détériorer, nécessitant l'émission des moyens de paiements acceptés par les ruraux en attendant une vraie réforme monétaire. Suivant l'exemple réussi des emprunts indexés, l'Etat décide d'émettre à son tour des monnaies à valeur constante. La loi du 14 août 1923 décréta l'émission d'un emprunt libellé en marks-or (Goldanleihe) pour un montant de 500 millions de marks-or. Une partie de cet emprunt fut émis en petites coupures allant de 0,42marks-or, soit 1/10 de dollar, jusqu'à 21 marks-or, soit 5 dollars, de façon à mettre en circulation des moyens de paiement.

Cet-emprunt or n'était pas clairement garanti, pourtant les billets ne se sont pas dépréciés car le public s'est laissé hypnotiser par le terme « valeur constante ». L'emprunt-or a été accepté par les populations rurales. Une part considérable de la récolte de 1923 a été achetée par les consommateurs grâce à cet emprunt.

L'Etat va de plus en plus loin, devant les difficultés de plus en plus aiguës que provoque le manque de monnaies, il autorise et même encourage l'émission de monnaies de secours à valeur constante (wertbeständigesNotgeld). C'est l'objet du décret du 26 octobre 1923 qui vient réglementer ces émissions en imposant une couverture en coupures de l'emprunt-or d'août 1923. Cet emprunt se révélant insuffisant face aux besoins, le gouvernement émet un emprunt spécial, libellé en marks-or sur les mêmes bases que l'emprunt-or, dont l'échéance était fixée au 1er décembre 1932. Les émetteurs de ces nouvelles monnaies libellées en or étaient principalement les provinces, les villes, les chambres de commerce et les grandes firmes. L'administration des chemins de fer fut également autorisée à émettre pour 200 millions de marks-or de monnaies de secours à valeur constante, libellées en or.

Cette prolifération de monnaies de secours a conduit à un intense chaos monétaire car les Etats, les firmes, les municipalités et autres agences publiques et privées émettaient toute sorte de monnaie. Les émissions illégales ne cessaient de se

multiplier à cause du désordre administratif. Le montant de Notgeld non couverts par des titres devint singulièrement élevé.

Feldman (1993, 785) évalue à 5800 le nombre d'émetteurs de Notgeld ! Il remarque que, pour une part, ces monnaies étaient essentielles si l'on voulait que l'économie puisse continuer à fonctionner, mais que, de l'autre, elles exacerbèrent encore l'hyperinflation. On peut imaginer le degré de difficultés que leur prolifération posait au quotidien des particuliers. Personne ne pouvait reconnaître les différentes formes de monnaie et certains voyageurs voyaient leur monnaie régionale refusée lors de leurs déplacements. Cela créait un climat d'intense anxiété.

L'Etat s'est exprimé en défendant le mark dans sa fonction d'unité de compte. Cette position politique s'explique par le fait d'avoir contracté pendant la guerre un important endettement public libellé en mark. Mais le rôle salarial joue également un rôle de premier plan : le but poursuivi par les autorités gouvernementales est d'éviter un salaire formé directement en dollar ou en mark-or aux conséquences économiques dommageables, tout particulièrement pour les industries d'exportation.

A partir de 1923, circulation monétaire hétéroclite. A côté des monnaies de secours à valeur constante d'origines diverses et des petites coupures d'emprunts indexés, il faut également signaler les devises étrangères qui circulaient largement en Allemagne, dans les régions frontalières

Section 2 : Risques liées à la création monétaire dans l'économie mondiale actuelle

Actuellement, si le risque d'inflation est peu probable dans la détérioration de l'économie mondiale d'autres risques liés à la création monétaire sont à craindre. D'une part une injection supplémentaire de la monnaie, si elle n'aboutit pas à l'inflation, peut entraîner la formation de bulles. D'autre part, les effets de l'accumulation des changes par les pays émergents peuvent entraîner une détérioration du commerce mondiale.

A. Mauvaise utilisation des excès de liquidité

L'injection excessive de liquidité dans l'économie risque d'aboutir à une nouvelle crise. En effet, il se peut que l'excès de liquidité soit utilisé à des fins de spéculation ou pour distribuer de nouveaux crédits, donc à des fins non-productives au lieu de servir dans les échanges. Ainsi, au lieu d'affecter l'activité économique, les monnaies vont servir à spéculer entraînant une hausse des actifs ou une bulle.

1. Conséquences de la récente crise financière

La crise financière partie en 2007 du marché des titres a entraîné un grand bouleversement de l'économie mondiale. Les pays étant affectés à des degrés variables, ont du adapter chacun leur politique monétaire en fonction de leur situation. Elle a entraîné une dégradation rapide de la conjoncture économique, nécessitant l'application d'une politique accommodante dans les pays avancés⁴⁸. Ainsi, les banques centrales ont dû baisser leurs taux directeurs atteignant un niveau proche du plancher de 0 %. Puis, une détérioration du bilan des banques commerciales s'est également produite.

a) Politiques monétaires expansionnistes des banques centrales dans les pays avancés

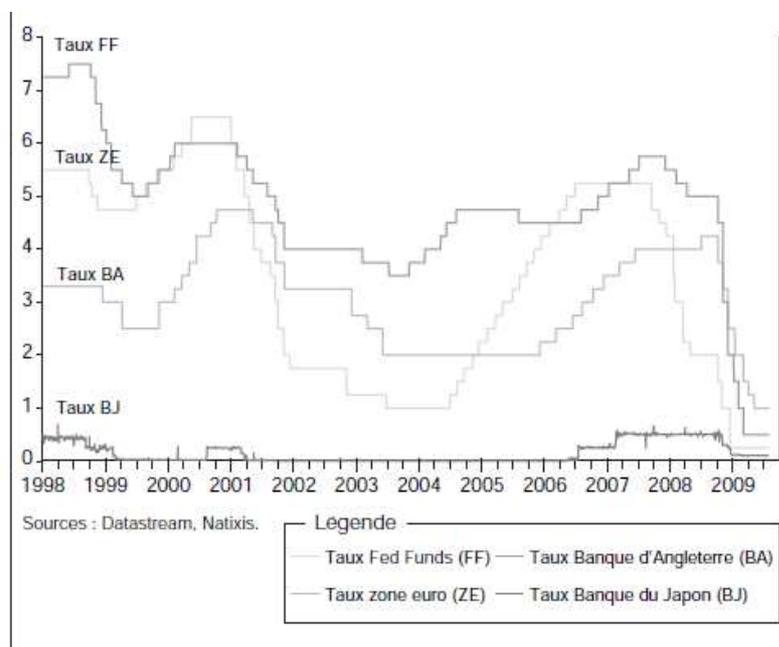
Les banques centrales dans les pays de l'OCDE étaient réputées par leur utilisation de politiques monétaires accommodantes même dans les phases de croissance. Avec la crise financière, elles ont du recourir à des politiques monétaires encore plus expansionnistes. Le but étant de soutenir les banques, relancer le crédit, éviter l'effondrement des prix d'actifs et pour éloigner les risques de déflation toujours dangereuse. Ces politiques expansionnistes se sont traduites par l'augmentation considérable de la liquidité en circulation.

Le premier instrument de ces politiques expansionnistes fut les taux d'intérêt. Afin de limiter les effets de la crise financière sur la croissance, les banques centrales ont du diminuer leur taux d'intérêt directeur. Ce fut le cas de la Fed dont le taux d'intérêt est passé de 5,25 % au début de l'été 2007 à une fourchette de 0 % à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008. Pour la BCE, cette baisse s'est faite plus tard, passant de 4

⁴⁸ AUCREMANNE L., IDE S., « Leçons de la crise : politique monétaire et stabilité financière », *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, Septembre 2010.

% en mi-2008 à 1 % le 7 Mai 2009. La Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont également suivi le même chemin. (Graphique 3).

Graphique 9. Principaux taux d'intérêts



Source : ARTUS Patrick, VIRARD Marie-Paule, *La liquidité incontrôlable*, PEARSON education, Février 2010.

La crise financière a entraîné une crise de confiance entre les banques. En temps normal, les taux interbancaires à trois mois ne dépassent pas de plus de 20 points de base du taux directeur (cela veut dire que pour un taux directeur de 3 %, le taux d'intérêt des banques doit-être égal ou inférieur à 3,2 %). Mais à partir de 2007, cet écart n'a cessé de s'élargir à cause du climat de méfiance entre les banques qui ne se prêtent plus entre elles entraînant une hausse des taux d'intérêt. Pour réduire les tensions et restaurer la confiance, les banques centrales ont très vite utilisé de leur rôle de prêteur en dernier ressort à travers l'injection de liquidités dans le système. Elles l'ont fait par divers canaux : allongement de la durée des repos (BCE), allongement de la liste des actifs pris en collatéral (BCE et surtout Fed), passage à des repos à taux fixes (BCE), utilisation du discount window... Progressivement, les taux d'intérêt sur les titres publics à court terme comme sur les taux interbancaires à court terme, après le rétablissement de la liquidité sur le marché interbancaire, ont effectivement été ramenés à des niveaux très bas.

b) Effets des politiques monétaires : gonflement du bilan des banques

Ces différentes mesures politiques n'ont pas contribué à relancer l'activité, seules les liquidités interbancaires ont été restaurées. Les enquêtes réalisées par les banques centrales à la fin des années 2008 ont montré que les emprunteurs préfèrent se

désendetter suite à la conjoncture. De leur côté, les banques ont rationnés leur offre de crédit. Ainsi, les injections de liquidité ont surtout servi à restaurer les marges bancaires ainsi que l'accumulation de réserves de liquidités dans leurs bilans.

Quand les banques accumulent des réserves alors que les agents économiques non-financiers privilégient soit les actifs sans risque, soit les liquidités, l'économie n'est pas loin de tomber dans le piège de la « trappe à liquidité ». La trappe à liquidité renvoie au fait que si les taux d'intérêt sont suffisamment bas (et notamment lorsque le taux nominal est à zéro), les agents préfèrent détenir de la monnaie plutôt que des titres : dans une telle situation en effet, les agents anticipent que les taux d'intérêt ne peuvent qu'augmenter (et le prix des titres que baisser en raison de la relation inverse qui unit ces derniers aux taux d'intérêt). Ainsi, toute injection supplémentaire de monnaie risque d'être thésaurisée, de même que les épargnes risquent de ne pas être résorbées et que l'économie entre dans une récession. Or comme l'affirme Keynes, l'épargne est improductive, elle amène les agents à spéculer. « Les spéculateurs peuvent être aussi inoffensifs que des bulles d'air dans un courant régulier d'entreprises. Mais la situation devient sérieuse lorsque l'entreprise n'est plus qu'une bulle d'air dans le tourbillon spéculatif. Lorsque dans un pays le développement du capital devient le sous-produit de l'activité d'un casino, il risque de s'accomplir en des conditions défectueuses »⁴⁹.

Face à la crise financière, les banques ont du injecter une masse importante de liquidité pour éviter les risques de récession et de déflation. En l'espace de quelques mois, le bilan de la Fed est passé de 940 milliards de dollars environ (début septembre 2008), à un pic de 2 300 milliards de dollars (à la fin de 2008), avant de redescendre un peu moins de 2100 milliards de dollars (à l'été 2009). La Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont également emprunté le même chemin.

Dans un environnement où les agents économiques privés préfèrent se désendetter, la relance du crédit n'est pas assurée, malgré des taux d'intérêts très faibles, si la situation des banques revient à la normale et si la liquidité croît très vite. La liquidité est uniquement stockée par les banques (le montant des réserves des banques commerciales américaines est passé de moins de 100 milliards de dollars à la veille de l'été 2008 à environ 800 milliards de dollars un an plus tard), avec le risque qu'elle soit utilisé à d'autres usages que de distribuer des crédits.

« Il n'y a pas techniquement de limite à l'augmentation du bilan d'une banque centrale. En revanche, il y a une limite en termes de crédibilité* de la politique monétaire, car l'injection massive de liquidités* peut finir par provoquer un mouvement de défiance à l'égard de la monnaie »⁵⁰. Dans les pays développés, les investisseurs ont préféré rapatrier leurs capitaux depuis les pays émergents entraînant l'arrêt de l'accumulation des réserves de change entre 2008 et 2009.

⁴⁹ KEYNES, John Maynard, *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1969.

⁵⁰ ARTUS Patrick, VIRARD Marie-Paule, *La liquidité incontrôlable*, PEARSON education, Février 2010.

2. Les risques de formation d'une bulle

Une bulle spéculative se définit comme une surestimation du prix d'un actif par rapport à sa valeur fondamentale. Une bulle se forme quand les anticipations des agents économiques conduit à un éloignement du prix d'un actif par rapport à sa valeur fondamentale. L'actif en question peut être un actif financier (comme l'action, les obligations, le taux de change), immobilier ou des matières premières.

La définition suppose qu'il existe un moyen de déterminer la valeur fondamentale d'un actif sans que celui-ci ne soit généralement observable. En effet, la valeur fondamentale d'un actif dépend de la « santé de l'entreprise, du chiffre d'affaire, du PER (Price Earning Ratio), de la trésorerie et des fondamentaux économique dont elle suit l'évolution. La présence d'une bulle se définit donc par l'existence d'écart entre cette valeur et celle que l'on constate.

Les politiques monétaires trop longtemps expansionniste favorisent la formation d'une bulle de prix des actifs dont l'explosion à terme entraîne souvent un repli des activités. En effet, la bulle des prix immobiliers récente s'est nourrie d'une politique monétaire trop longtemps expansionniste de la Fed en 2003-2004, qui s'est engagé à garder le taux d'intérêt à un niveau bas pendant une période considérable. Les autorités monétaires doivent donc se méfier des effets à long terme des politiques expansionnistes actuelles.

B. Contraction du commerce international engendré par la course à la dépréciation

L'affaiblissement de la monnaie est une arme pour un pays où le chômage est élevé. En effet, permet d'exporter plus de bien, et d'importer moins, donc de produire plus et de créer ainsi des emplois supplémentaires. Dans les pays où les monnaies sont plus fortes : ils vont exporter plus difficilement, facilement importer provoquant une baisse de la production nationale, et la multiplication des licenciements. Le premier pays exporte donc son chômage au deuxième.⁵¹

1. Baisse de compétitivité des autres pays

Une meilleure compétitivité d'un pays où la monnaie est plus faible se compense par une baisse de compétitivité des autres pays. Premièrement, les pays fournisseurs du pays détenteur de la monnaie dépréciée ou concurrents de ce dernier sur les marchés internationaux subiront une réduction de leurs exportations. De plus, un pays pour déprécier sa monnaie procède à un contrôle des capitaux. Cette mesure peut consister à attirer les capitaux internationaux et à encourager le rapatriement des fonds nationaux à travers la hausse des taux d'intérêts. Les pays partenaires se retrouvent alors face à une fuite des capitaux. Et enfin, la dépréciation dégrade la balance des paiements des autres pays qui peut devenir déficitaire. Une baisse de la monnaie réduit l'excédent global des autres Nations dû à une baisse de leurs exportations et aux sorties de capitaux.

2. Course à la dépréciation sans fin

Plusieurs pays du monde en connaissant les effets positifs de la dépréciation sur l'économie vont s'atteler à une dépréciation continue de leur monnaie à travers la création monétaire. Pourtant, cette course à la dépréciation détériore l'économie mondiale comme ce fut le cas lors de la décision de rompre le lien fixe entre la livre et l'or à Londres en 1931⁵². Tous les pays concernés ont joué de la dépréciation pour exporter leur chômage aggravant la crise en ajoutant un chaos monétaire.

3. Rétorsion

Les pays qui supportent les effets négatifs de la dépréciation sont obligés de prendre des mesures face à l'appréciation de leur monnaie. Ces mesures ne sont pas toujours en faveur du niveau d'activité mondial. Pour stopper la fuite de leurs capitaux, les autres pays procèdent à une politique de contrôle et de neutralisation des effets induits par la dépréciation, en relevant leur taux d'intérêt. Dernièrement, beaucoup de pays ont procédé aux contrôles des capitaux.

Ainsi, au Brésil, suite à l'appréciation du réal brésilien de plus d'un tiers par rapport au \$ en 2008, les exportations du pays ont diminués. Le Brésil a procédé à une

⁵¹ DELORME Evelyne 2010, « La guerre des monnaies »

⁵² RUDLOFF, Marcel: Economie Monétaire Internationale, Editions Cujas, Paris, 1969.

taxation de la spéculation excessive des investisseurs étrangers. Le Thaïlande suit également le même chemin.

Quant aux Etats-Unis, face à la sous-évaluation du Yuan en Chine, une loi prévoyant les taxes à l'importation des produits chinois a été adoptée en 2010. De leur côté la Chine a répondu à une surtaxe de 105 % à l'importation de poulets américains subventionnés par Pékin.

4. *Protectionnisme*

Face à la situation, d'autres pays risquent de suivre ces exemples en protégeant leurs emplois et leurs productions. Les mesures protectionnistes vont s'intensifier à travers des mesures de contingentements, de réglementations, normes ou subvention pour stopper l'arrivée des produits étrangers. De telles mesures contribuent à la contraction du commerce international, et sans échange, la croissance est également compromise.

Ce dernier chapitre montre que la création monétaire génère donc des risques. En outre, elle est source d'inflation qui peut provoquer des déséquilibres graves. La crise allemande des années 1920 en est l'exemple. Le problème contemporain est surtout le risque d'apparition d'une bulle sur les prix des actifs. Les banques centrales doivent donc prendre en compte ces risques pour réguler la masse monétaire et pour assurer une meilleure utilisation de celle-ci. De plus, la forte création monétaire visant à réduire la valeur de la monnaie est également néfaste pour l'économie mondiale. Elle entraîne une course à la dépréciation et l'application du protectionnisme dans plusieurs pays freinant le commerce mondial.

CONCLUSION PARTIELLE

Ainsi, la création monétaire est importante pour le bon fonctionnement de l'économie mondiale. Sa maîtrise est essentielle dans la mesure où elle présente des avantages mais également des risques.

Un pays procède à une création monétaire quand il espère bénéficier des avantages de celle-ci. D'une part, les pays créent de la monnaie dans le but de relancer la demande intérieure. En effet, avec l'apparition des pays émergents, l'économie mondiale est en situation de sous-emploi : les salaires deviennent plus rigides entraînant une hausse du chômage, la croissance ralentit, les risques ne sont plus celui de l'inflation mais plutôt celui de la déflation dans les pays avancés. D'autre part, la création monétaire permet de faire diminuer la valeur de la monnaie offrant une meilleure compétitivité commerciale au pays qui le pratique. Pour faire baisser valeur de la monnaie locale, un pays peut procéder à une création monétaire très rapide (Quantitative Easing aux Etats-Unis) ou à l'accumulation de réserves de change (cas des pays émergents).

Pourtant, la création monétaire ne présente pas uniquement des avantages, elle comporte également des risques. Elle est source d'inflation qui peut provoquer de profonds déséquilibres. L'excès de liquidité engendré provenant des pays avancés risque peut être soumis à de mauvaises utilisations. En effet, cet excès de liquidité, au lieu d'être utilisé pour la consommation ou l'investissement, risque d'être utilisé à des fins spéculatives ou pour gonfler le bilan des banques entraînant le risque de formation d'une bulle. Mais la course à la dépréciation pour obtenir une meilleure compétitivité risque de provoquer également une contraction du commerce mondial.

CONCLUSION GENERALE

Le rôle croissant des pays émergents dans l'économie mondiale a eu des effets considérables sur l'économie mondiale. En effet, leur apparition a entraîné une flexibilité des salaires influençant le niveau du chômage dans les pays avancés. Toutefois, l'activité économique dans ces pays s'est ralentie au cours des derniers mois peut constituer un problème dans l'économie mondiale. En effet, un choc négatif de ces pays risque d'affecter les demandes d'exportations vu leur poids commercial.

La capacité des banques à contrôler la monnaie et à pouvoir conduire une politique monétaire est remise en question actuellement. Toutefois, leur capacité de réguler le refinancement leur permet d'avoir une influence majeure. Les périodes de crise, comme celle qui a suivi la chute de Lehman Brothers en 2008, où la panique incitait les banques à ne plus se prêter entre elles de crainte de voir un débiteur faire faillite, permettent de s'en convaincre. Sans l'argent fourni par les banques centrales, le système bancaire mondial aurait sombré.

Les politiques accommodantes utilisés par les banques centrales actuellement ont permis d'agir positivement en éloignant les risques de déflation. En effet, ces politiques ont permis de hausser les prix de produits de base notamment dans la Zone euro ou aux Etats-Unis. Toutefois, à long terme, les politiques expansionnistes provoquent toujours des déséquilibres. L'injection des liquidités supplémentaires ont permis de reconstruire le bilan des banques, mais leur utilisation n'a pas toujours été productive. Les excès de liquidité sont conservés par les banques et ne tirent ni l'activité ni l'emploi. Ces liquidités risquent d'être utilisées à des fins spéculatifs ou pour distribuer d'autres crédits. Ainsi, au lieu d'être utilisé dans la sphère de production, les liquidités vont servir à augmenter le prix d'autres actifs. Le risque de formation d'une bulle est à craindre actuellement.

Ainsi, le risque d'inflation n'est plus le problème des pays développés aujourd'hui. Mais d'autres risques tels que la déflation qui est considérée comme un déséquilibre plus grave, et la formation d'une bulle apparaissent. Les banques centrales dans les pays avancés doivent désormais poursuivre leur objectif de stabilisation des prix. Ainsi, ils doivent se préparer à faire remonter leur taux directeur en fonction de la conjoncture car une hausse brusque du taux risque de faire éclater une bulle qui serait source de crise.

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE	a
LISTE DES ACRONYMES.....	b
GLOSSAIRE	c
INTRODUCTION	1
PARTIE 1 : LA MONNAIE ET LA CREATION MONETAIRE	2
CHAPITRE 1. GENERALITES SUR LA MONNAIE	3
Section 1 : Les fonctions et les formes de la monnaie.....	3
A. Fonctions de la monnaie	3
1. Les fonctions traditionnelles de la monnaie : les fonctions économiques de la monnaie..	3
2. Les fonctions sociales de la monnaie	5
3. Les fonctions politiques de la monnaie : Monnaie, instrument du pouvoir politique.....	5
B. Les formes de la monnaie	6
1. Evolution historique de la monnaie	6
2. Les formes actuelles de la monnaie	7
3. La masse monétaire	7
Section 2 : Approche théorique de la monnaie.....	9
A- La conception classique et néoclassique de la monnaie : la monnaie est neutre	9
1. La loi des débouchés de Say	9
2. La théorie quantitative de la monnaie	9
B- La conception keynésienne de la monnaie : la monnaie est active	10
C- La conception monétariste de la monnaie : la monnaie est nocive.....	12
CHAPITRE 2. LA CREATION MONETAIRE ET SA REGULATION.....	14
Section 1 : Mécanismes de la création monétaire	14
A. Principes de la création monétaire	14
B. Les acteurs de la création monétaire	14
1. Les banques de second rang ou les banques commerciales.....	15
2. Les banques centrales	17
3. Le Trésor Public	18
C. La destruction monétaire	18
D. Les contreparties de la masse monétaire	19
Section 2 : L'équilibre sur le marché monétaire	21
A. Les déterminants de la création monétaire	21
B. La demande de monnaie.....	22

Section 3 : La régulation de la masse monétaire	26
A. La nécessité de régulation de la masse monétaire	26
B. La politique monétaire	26
1. Les objectifs de la création monétaire	26
2. Les outils de la politique monétaire	28
3. Les canaux de transmission de la politique monétaire	30
CONCLUSION PARTIELLE.....	32
PARTIE 2 : IMPORTANCE DE LA CREATION MONETAIRE	33
CHAPITRE 1. APPORTS DE LA CREATION MONETAIRE DANS L'ECONOMIE MONDIALE.....	34
Section 1 : Hausse de la demande intérieure	34
A. L'économie mondiale est en situation de sous-emploi.....	34
1. Le ralentissement de la croissance mondiale.....	35
2. Hausse du chômage (Graphique 1)	39
3. Inflation faible (Graphique 2)	41
4. Politique budgétaire restrictive.....	42
B. Le risque de déflation.....	43
1. La déflation est nocive.....	43
2. Relance de la demande pour contrer le risque de déflation.....	45
Section 2 : Diminution de la valeur de la monnaie pour stimuler l'économie	47
A. La baisse de la valeur de la monnaie à travers la création monétaire.....	47
1. Les effets d'une création monétaire très rapide sur le taux de change: Quantitative Easing.....	48
B. La création monétaire à travers l'accumulation de change des pays émergents.....	51
C. L'intérêt d'une baisse de la valeur de la monnaie : une meilleure compétitivité.....	53
CHAPITRE 2. LES RISQUES LIEES A LA CREATION MONETAIRE.....	56
Section 1 : Les risques d'inflation.....	56
A. Généralités sur l'inflation	56
1. Origine de l'inflation : Une hausse de la masse monétaire inférieure à la hausse de la production	56
2. Conséquences de l'inflation	57
B. La crise allemande : L'hyperinflation allemande des années 1920.....	58
1. Définition de l'hyperinflation	58
2. Les Origines et les manifestations de l'hyperinflation allemande (1914-1923).....	58
Section 2 : Risques liées à la création monétaire dans l'économie mondiale actuelle	63
A. Mauvaise utilisation des excès de liquidité.....	63

1.	Conséquences de la récente crise financière	63
2.	Les risques de formation d'une bulle	66
B.	Contraction du commerce international engendré par la course à la dépréciation.....	67
1.	Baisse de compétitivité des autres pays	67
2.	Course à la dépréciation sans fin.....	67
3.	Rétorsion	67
4.	Protectionnisme	68
	CONCLUSION PARTIELLE.....	69
	CONCLUSION GENERALE	70
	TABLE DES MATIERES	i
	BIBLIOGRAPHIE ET SOURCE.....	iv

BIBLIOGRAPHIE ET SOURCE

OUVRAGES

ARTUS Patrick, VIRARD Marie-Paule, *La liquidité incontrôlable*, PEARSON education, Février 2010.

DENIZET, Jean, *Monnaie et financement*, Dunod, Paris, 1969.

DUPUY, J-P, *Introduction aux sciences sociales*, Ellipses, 1992.

FISHER, Irving, *The purchasing power of money*, New York : The Macmillan Co., 1922.

FRIEDMAN, Milton, *The counter-revolution in monetary theory*, IEA, 1970.

FRIEDMAN, Milton, *The role of monetary policy*, 1968.

KEYNES, John Maynard, *La réforme monétaire*, Editions Sagittaire, 1924.

KEYNES, John Maynard, *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1969.

LAVIGNE Anne, POLLIN Jean-Paul, *Les théories de la monnaie*, Edition La Découverte, « Repères », Paris, 1997.

MOURGUES, M., *La monnaie, système financier et théorie monétaire*, Economica, Paris, 1993.

RUDLOFF, Marcel: *Economie Monétaire Internationale*, Editions Cujas, Paris, 1969.

SAMUELSON P.A, NORDHAUS W.D. : *Macro-économie*, Editions d'Organisation, 1 Janvier 1995.

SAY, Jean-Baptiste, *Traité d'économie politique*, Calmann-Lévy, Paris, 1972.

REVUES, PUBLICATIONS ET AUTRES ORGANISMES

ARTUS, Patrick, « De quelles armes dispose-t-on pour déprécier son taux de change », *Flash économie : recherche économique*, N° 553, 19 Janvier 2010.

ARTUS, Patrick, « Politique monétaire et risque d'inflation-déflation », *Flash économie : recherche économique*, N° 665, 05 Octobre 2012.

AUCREMANNE L., IDE S., « Leçons de la crise : politique monétaire et stabilité financière », *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, Septembre 2010.

BANQUE CENTRALE DE MADAGASCAR, *Rapport annuel*, 2008.

BANQUE CENTRALE EUROPEENNE, « Pourquoi la stabilité des prix est-elle importante pour vous ? », 2009.

BENTOGLIO Guilhem, GUIDONI Guillaume, « Les banques centrales face à la crise », REVUE DE L'OFCE, Juillet 2009.

DELORME Evelyne ; « La guerre des monnaies », 2010.

DUPUY Michel, « Les effets des politiques de Quantitative Easing sur le taux de change : les enseignements de l'expérience américaine », *Revue d'Economie Financière*, N° 103, Janvier 2013.

FMI, « Rééquilibrer la croissance », *Perspectives de l'économie mondiale*, Avril 2010.

FMI, « Les tensions d'une reprise à deux vitesses : chômage, matières premières et flux de capitaux », *Perspectives de l'économie mondiale*, Avril 2011.

FMI, « Une dette élevée et une croissance anémique », *Perspectives de l'économie mondiale*, Octobre 2012.

FMI, « Transitions et tensions », *Perspectives de l'économie mondiale*, Octobre 2013.

FMI, *Distribution préliminaire*, Avril 2014.

WEBOGRAPHIE

www.banque-centrale.mg

www.imf.org/external/fra/index.asp

Nom et prénoms : RAFANOMEZANTSOA Ramelson Joyce

Titre : Les enjeux de la création monétaire

Nombre de pages : 67

Nombre de figures : 9

Nombre de tableau : 2

RESUME

Les débats sur de la monnaie tournait toujours autour de sa neutralité. Les classiques affirment que la monnaie est neutre alors que Keynes affirme que la monnaie est active et que sa création peut relancer l'économie. De leur côté, les monétaristes affirme que la monnaie peut être active à court terme mais à long terme elle est nocive pour l'économie, d'où leur idée de neutraliser la monnaie à travers la politique monétaire.

La plupart des banques ont pour objectif la stabilité des prix car elle permet la croissance. Pour cela, les banques centrales doivent éviter les risques inflationnistes, c'est -à-dire éviter les politiques trop expansionnistes. Toutefois, les Etats-Unis ont toujours procédé à une politique monétaire expansionniste, et en Europe, la BCE a toujours visé la stabilité de sa monnaie. Mais la crise financière de 2007, a forcé les banques centrales des pays avancés à procéder à des politiques monétaires expansionnistes. Ils ont même procédé à des politiques non-conventionnelles (Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni). Les différentes mesures prises par ces pays montrent que la monnaie n'est pas neutre. De leur côté, les pays émergents ont procédé à une accumulation des réserves de change.

Le présent travail essaie d'analyser les enjeux de la création monétaire dans le monde actuellement. Les conjonctures montrent que la monnaie présente des avantages dans la mesure où sa création permet de relancer l'économie (surtout dans les pays avancés) d'une part, mais d'autre part elle a été utilisé par les pays émergents pour améliorer leur compétitivité. Dans les pays avancés, la création monétaire est nécessaire pour contrer les risques de déflation. En effet avec l'apparition des pays émergents, les pays avancés deviennent de moins en moins compétitifs, les capitaux et les entreprises se déplacent dans ces pays émergents où la main d'œuvre est à bas prix, ce qui provoque un chômage non-désiré dans les pays avancés.

Mais la création monétaire ne présente pas uniquement des avantages, la politique accommodante des pays avancés actuellement risque de provoquer une bulle qui est une des causes de la crise financière de 2007. En effet, même si le contexte actuel ne présage pas l'apparition de l'inflation, le risque d'augmentation du prix des actifs n'est pas à écarter. Les monnaies créées risquent de partir dans la sphère de la spéculation au lieu de constituer de vrais apports sur l'économie.

Mots-clés : Base monétaire, politique monétaire, inflation, déflation, bulles, spéculation.

Encadreur : Dr RAMIARISON Herinjatovo, enseignant chercheur à l'Université d'Antananarivo

Adresse : Lot VT 17 Ter C Ambohipo Ampahateza