

CHAPITRE 5

La monnaie et le financement de l'économie



On étudiera l'évolution des formes et des fonctions de la monnaie, le processus de création monétaire et les différents modes de financement de l'économie sans analyser précisément les politiques monétaires qui seront traitées en seconde année.

Inflation, remontée des taux d'intérêt, dette publique, financement de la transition écologique : derrière chacun de ces enjeux se trouvent la monnaie et le financement de l'économie. Ils conditionnent la capacité des ménages à consommer, des entreprises à investir et des Etats à agir. Un étudiant en économie ne peut donc se passer de l'étude de cette thématique : sans comprendre la monnaie et le financement de l'économie, une grande partie de l'économie contemporaine lui échappe.

Dès lors, comment fonctionnent la monnaie et le financement de nos économies ?

Nous commencerons, dans la section 1, par nous centrer sur la monnaie. Qu'est-ce que la monnaie ? N'est-elle qu'un simple instrument facilitant les échanges ? Quelles sont ses formes ? Va-t-on vers une dématérialisation totale de la monnaie ? Les crypto-monnaies sont-elles de véritables monnaies ? En quoi constitue-t-elle une institution centrale de nos sociétés ? Comment est-elle créée et par qui ? Quel est le pouvoir des banques et quelles sont ses limites ? Qui contrôle la quantité de monnaie en circulation dans nos économies et pourquoi ? La monnaie a-t-elle un impact sur l'économie réelle ?

Nous poursuivrons, dans la section 2, en étudiant le financement de l'économie. Comment s'organise le financement de nos économies ? Quels sont les agents qui assurent le financement de nos économies et qui sont les agents en besoin de financement et ceux qui sont en capacité de financement ? Comment les agents qui en ont besoin peuvent-ils se financer ? Faut-il nécessairement passer par une banque pour financer une activité ? Quels sont les avantages et les inconvénients des différentes modalités de financement qui existent ? Tous les agents ont-ils accès aux mêmes sources de financement ?

PLAN DU CHAPITRE

SECTION 1 : LA MONNAIE	3
I. QU'EST-CE QUE LA MONNAIE ?	3
A. <i>La monnaie et ses fonctions économiques</i>	3
1. Comment définir la monnaie ?	3
2. Les trois fonctions économiques de la monnaie	3
3. Dans de rares cas, la monnaie remplit imparfaitement ces trois fonctions.	4
B. <i>Les formes de la monnaie</i>	4
1. Les monnaies d'hier	4
2. Les monnaies d'aujourd'hui : vers une dématérialisation ?	5
3. Les « crypto » sont-elles de véritables monnaies ?	6
C. <i>La monnaie au-delà de ses fonctions économiques</i>	7
1. La « fable du troc » et sa remise en cause	7
2. Une institution entre violence et confiance	7
3. Les fonctions sociales de la monnaie	8
II. COMMENT ET PAR QUI LA MONNAIE EST-ELLE CREEE ?	9
A. <i>La création monétaire aujourd'hui</i>	9
1. La création monétaire s'opère au sein d'un système bancaire hiérarchisé	9
2. Les banques commerciales créent la monnaie via le crédit	10
3. Les banques centrales créent la monnaie centrale	11
B. <i>Les limites de la création monétaire des banques commerciales</i>	12
1. Les besoins en monnaie centrale	12
2. La politique monétaire menée par la banque centrale	12
C. <i>La masse monétaire et son contrôle</i>	14
1. La masse monétaire et sa mesure	14
2. Les débats autour du contrôle de la masse monétaire	15
III. QUELS DEBATS AUTOUR DES EFFETS DE LA MONNAIE SUR L'ECONOMIE ?	15
A. <i>Les Klassiques et la théorie quantitative de la monnaie : la monnaie neutre</i>	16
1. Bodin : le précurseur de la théorie quantitative de la monnaie	16
2. Les classiques : les fondements de la théorie quantitative de la monnaie	16
3. Les néoclassiques : la formalisation de la théorie quantitative de la monnaie	17
B. <i>La monnaie active : une autre dimension de la « révolution keynésienne »</i>	18
1. Keynes remet en cause la neutralité de la monnaie	18
2. Le renouvellement keynésien autour de la courbe de Phillips	19
C. <i>La « contre-révolution libérale » est aussi monétaire</i>	20
1. Friedman et les monétaristes : la dichotomie faible	20
2. La NEC : le retour de la dichotomie forte	21
3. Hayek : une conception originale de la monnaie	21
SECTION 2 : LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE	22
I. COMMENT S'ORGANISE LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE ?	22
A. <i>Le financement de l'économie</i>	22
1. Qu'est-ce que le financement de l'économie ?	22
2. Quelle est la situation financière des différents acteurs de l'économie ?	23
B. <i>Le système financier</i>	23
1. Qu'est-ce que le système financier ?	23
2. Les deux manières d'organiser la rencontre entre agents en besoin et en capacité de financement	23
C. <i>Le marché des fonds prêtables</i>	24
1. Qu'est-ce que le marché des fonds prêtables ?	24
2. L'équilibre sur le marché des fonds prêtables	24
II. QUELLES SONT LES DIFFERENTES MODALITES DE FINANCEMENT DES AGENTS ?	27
A. <i>Autofinancement et financement participatif : des voies de financement limitées</i>	27
1. L'autofinancement : principes, avantages et limites	27
2. Le financement participatif : une révolution limitée ?	28
B. <i>Le financement externe indirect : le recours aux intermédiaires financiers</i>	28
1. Qu'est-ce que le financement externe indirect ?	28
2. Avantages et limites du financement externe indirect	29
C. <i>Le financement externe direct : le rôle prépondérant des marchés financiers</i>	29
1. Qu'est-ce que le financement externe direct ?	29
2. Avantages et limites du financement externe direct	30

SECTION 1 : LA MONNAIE

Aucun objet n'est plus banal qu'une pièce de monnaie et pourtant cerner ce qu'est la monnaie est moins aisé qu'il n'y paraît (I). De la même façon, la manière dont certains acteurs de nos économies créent la monnaie est souvent méconnue (II). Les questions monétaires sont pourtant centrales et font l'objet de nombreux débats notamment quant à ses effets sur l'activité économique (III).

I. QU'EST-CE QUE LA MONNAIE ?

Pour celui qui s'initie aux sciences économiques, la monnaie est souvent perçue de prime abord comme un sujet ardu. La nature de la monnaie elle-même, indépendamment des formes particulières qu'elle peut revêtir, ne s'impose pas comme une évidence, comme le montre cette citation de Karl Marx¹ : « Gladstone [député britannique du 19^e siècle] ne faisait-il pas remarquer que l'amour lui-même n'avait pas fait perdre la tête à plus de gens que les ruminations sur l'essence de la monnaie ? ». La monnaie est traditionnellement appréhendée en premier lieu au travers de ses fonctions économiques (A) et de ses formes (B). Mais cette approche ne suffit pas pour cerner la nature de la monnaie (C).

A. La monnaie et ses fonctions économiques

1. Comment définir la monnaie ?

La monnaie est **l'actif le plus liquide** au sein d'une économie. En effet, elle correspond à l'ensemble des moyens de paiement immédiatement utilisables par les agents économiques pour régler leurs transactions marchandes ou éteindre des dettes.

La **valeur d'une monnaie** renvoie à ce que la monnaie permet d'acquérir c'est-à-dire son pouvoir d'achat. Elle varie donc en fonction du **niveau général des prix**. En cas d'inflation, c'est-à-dire une hausse durable du niveau général des prix, la monnaie perd de sa valeur. A l'inverse, en cas de déflation, c'est-à-dire une baisse durable du niveau général des prix, la monnaie gagne en valeur.

Pour distinguer la monnaie nationale des monnaies qui ont cours dans d'autres espaces économiques, on appelle **devises les monnaies étrangères**. Par exemple, pour nous européens membres de la zone euro, le dollar (Etats-Unis), le yen (Japon), le yuan (Chine), la livre sterling (Royaume-Uni), etc. sont des devises. Le **taux de change ou cours du change** est le prix d'une monnaie par rapport à une autre monnaie. Par exemple, si EUR/USD vaut 1,20 cela signifie qu'avec 1 euro on peut obtenir 1,20 dollar.

Depuis 1976, dans la plupart des grandes économies, le taux de change n'est pas administré (fixé par les autorités monétaires) mais varie sur le marché des changes en fonction de l'offre et de la demande de devises : on parle de **régime de change flottant**. Lorsque le cours d'une monnaie augmente, on parle d'**appréciation**. S'il baisse, on dit qu'il y a **dépréciation** de la monnaie.

Certains pays sont néanmoins toujours dans un **régime de change fixe** comme le Danemark où les autorités monétaires déterminent la valeur de la couronne danoise vis-à-vis de l'euro et agissent pour maintenir cette valeur. Dans un régime de change fixe, si les autorités monétaires décident d'abaisser la valeur de la monnaie vis-à-vis d'une monnaie étrangère on parle de **dévaluation**. Dans le cas inverse, on qualifie cela de **réévaluation**.

Certains pays ont adopté un système intermédiaire parfois qualifié de régime de change « flottant géré » comme la Chine.

2. Les trois fonctions économiques de la monnaie

Une approche courante pour définir la monnaie est de chercher à identifier ses fonctions : « la monnaie est ce que la monnaie fait ». C'est une **conception fonctionnaliste**.

Depuis Aristote², il est usuel d'attribuer à la monnaie **trois fonctions économiques** : unité de compte, intermédiaire des échanges et réserve de valeur. Pour qualifier un actif de monnaie, il faut donc que cette dernière remplisse simultanément ces trois fonctions économiques.

- **Unité de compte** : la monnaie permet de mesurer la valeur des biens et services et de les comparer à partir d'un même étalon (le dollar, l'euro, etc.). On dit qu'elle est un **équivalent général** au sens où elle peut servir pour comparer la valeur de toutes les marchandises dans une économie.
- **Intermédiaire des échanges** : la monnaie permet d'acquérir n'importe quel bien et service marchand ce qui suppose qu'elle soit acceptée par tous et partout. Lorsque les autorités imposent aux agents d'accepter une monnaie en paiement des transactions on dit que celle-ci a un **cours légal** (cours libre sinon).
- **Réserve de valeur** : la monnaie constitue une richesse qui peut être conservée et utilisée plus tard. Dans cette optique, on dit que la monnaie est **thésaurisée** c'est-à-dire qu'elle est retirée du circuit économique et conservée sous forme monétaire. Autrement dit, elle n'alimente pas une épargne qui serait investie et rapporterait un taux d'intérêt. L'image classique est celle de l'argent « sous le matelas » ou dans la tirelire.

3. Dans de rares cas, la monnaie remplit imparfaitement ces trois fonctions

La monnaie peut parfois jouer le rôle d'intermédiaire des échanges et d'unité de compte mais **ne pas bien remplir sa fonction de réserve de valeur**. C'est en particulier le cas en période d'**hyperinflation** qui correspond à une situation où le niveau d'inflation est extrêmement élevé (supérieur à 50% par mois). Historiquement, on peut citer l'exemple de l'hyperinflation allemande en 1922-1923 : durant le premier semestre 1923, les prix allemands ont doublé tous les mois, en juillet ils ont été multipliés par 7, en août par 16, en septembre par 26, puis par 244 en octobre. Au total en 1923, le taux d'inflation a avoisiné 1 000 000 % ! Ainsi, le pouvoir d'achat d'un mark au début de l'année 1923 n'avait rien à voir avec celui de la fin d'année. L'image souvent utilisée pour illustrer cette perte de valeur est celle des allemands allant acheter leur baguette de pain avec des brouettes pleines de mark. Cette situation n'est cependant pas durable et traduit une situation de crise. En Allemagne, il a été décidé en 1923 de remplacer le mark par le Rentenmark (1 Rentenmark = 1000 milliards de marks) puis en 1924 par le Reichsmark.

Les fonctions de réserve de valeur et d'intermédiaire des échanges peuvent parfois être antinomiques comme le montre la **loi de Gresham** : « la mauvaise monnaie chasse la bonne ». Thomas Gresham était un banquier anglais du 16^e siècle qui vivait à un moment où la monnaie en circulation était entièrement métallique et où on se servait simultanément de pièces d'or et de pièces d'argent (avec une parité définie). Dans une lettre qu'il adresse à la reine Elisabeth 1^{ère}, il fait le constat que dans ce système bimétallique (or et argent), la « mauvaise monnaie » (l'or qui perd de sa valeur relativement à l'argent suite aux découvertes de certaines mines d'or) remplace progressivement dans les transactions la « bonne monnaie » (l'argent) qui est, elle, conservée pour plus tard. La situation de Cuba avant 2021 nous fournit un exemple contemporain d'application de la loi de Gresham avec certaines spécificités. Pendant plus de 25 ans, Cuba a eu le CUP (peso cubain), une monnaie locale avec un faible pouvoir d'achat, et le CUC (peso convertible), quasi-indexé sur le dollar et ayant un plus fort pouvoir d'achat. Le CUC, considéré comme une « meilleure » monnaie était alors conservé pour l'épargne et des achats importants alors que le CUP servait pour les transactions quotidiennes. Notons néanmoins que c'est le gouvernement qui imposait quel type de monnaie s'utilisait et où ce qui constitue un écart avec la loi de Gresham. Après 2021, le pays a initié un processus d'unification monétaire qui a engendré une dollarisation partielle de l'économie.

B. Les formes de la monnaie

1. Les monnaies d'hier

« La monnaie [...] est une institution bien plus ancienne que nous tendions à le croire jusqu'il y a quelques années. Ses origines sont perdues dans les brumes lorsque la glace fondait, et sont peut-être enfouies [...] dans quelque Eden d'Asie centrale », écrivait Keynes³. On peut identifier **deux grandes formes de monnaie anciennes** qui se seraient succédées dans le temps.

La monnaie marchandise : monnaie ayant comme support des biens. Il y a eu par exemple l'orge dans la société mésopotamienne 3500 ans avant Jésus-Christ. Le sel jouait également le rôle de monnaie dans l'Antiquité romaine : le légionnaire romain était rémunéré en sel (*salarium*). Le cauri (coquillage) a également servi de moyen de paiement et sa possession constituait un signe tangible de prospérité et de puissance. Il s'est trouvé essentiellement dans les eaux chaudes des océans Indien (notamment aux Maldives) et Pacifique jusqu'à circuler un peu partout en Asie, en Afrique, en Océanie, et même çà et là en Europe. Les traces les plus anciennes d'utilisation de ce moyen de paiement, représentées sur des objets en bronze découverts en Chine, remontent au 13^e siècle avant Jésus-Christ. Le bien servant

de monnaie doit, dans l'idéal, présenter des caractéristiques particulières : être accepté par tous ; être non périssable ; être divisible ; être suffisamment rare pour permettre des achats importants.

La monnaie métallique : monnaie fondée sur des métaux précieux dont la valeur intrinsèque correspond à la valeur faciale. Les métaux précieux ayant le plus souvent les caractéristiques précédemment présentées, ils se sont imposés comme monnaie. La monnaie métallique a pu prendre plusieurs formes :

- **Monnaie pesée** : des lingots dont on pesait le poids avant de réaliser une transaction. Elle apparaît en Egypte 2000 ans avant Jésus-Christ.
- **Monnaie comptée** : vers 800 avant Jésus-Christ, les lingots sont divisés en pièces, plus facilement transportables et permettant d'acquérir des quantités plus réduites. Cette invention se généralisa sous l'Antiquité en Grèce puis à Rome ainsi qu'en Chine, en Inde et dans le monde islamique.
- **Monnaie frappée** : les pièces sont enfin frappées par les autorités, politiques ou religieuses, qui en garantissent la teneur en métaux précieux. Portant l'effigie d'un souverain, elles n'ont cours que dans une zone géographique limitée et le pouvoir de battre monnaie fait partie des prérogatives régaliennes. La pièce d'or, d'argent, de bronze ou d'un alliage quelconque a été l'instrument de paiement le plus répandu de la Rome antique. La monnaie frappée domine en réalité jusqu'au 19^e siècle.

2. Les monnaies d'aujourd'hui : vers une dématérialisation ?

Aujourd'hui, la monnaie prend principalement deux grandes formes.

La monnaie fiduciaire : « espèces » dont la valeur faciale est sans rapport avec leur valeur intrinsèque. Dès lors, c'est la confiance qui fonde la valeur d'échange de cette monnaie : fiduciaire provient du latin *fiducia* qui signifie confiance. On peut dégager deux sous-ensembles à cette monnaie :

- **La monnaie divisionnaire : les pièces de monnaie dont la valeur intrinsèque (le poids en métal) est sans rapport avec la valeur faciale (montant inscrit sur la pièce).** Le poids de la monnaie divisionnaire n'a cessé de baisser ces dernières années.
- **La monnaie papier : les billets dont la valeur intrinsèque (le coût du papier) est sans rapport avec la valeur faciale (le montant inscrit sur le billet).** En France, la Banque de France a reçu en 1848 le monopole de leur émission. Les premières formes de monnaie papier correspondent à des « certificats de dépôt » échangeables contre des métaux précieux laissés en dépôt dans les coffres des banques, puis contre de la monnaie divisionnaire. On fait remonter leur apparition au Xe siècle en Chine, et aux XVI^e-XVII^e siècles en Europe où ils étaient notamment utilisés par les marchands de Venise ou d'Amsterdam. Au départ, la création de billets reposait sur une stricte convertibilité en or. Cela signifie que tout agent pouvait obtenir en échange de ses billets la valeur équivalente en or. C'est notamment ce que choisit la Grande-Bretagne dès 1717. Cependant, en 1797, en raison des guerres avec la France, la Grande-Bretagne suspend la convertibilité en or des billets. Se développe alors un débat entre les défenseurs du *currency principle*, notamment Ricardo, et les défenseurs du *banking principle*, notamment Tooke. Les premiers défendent la stricte convertibilité des billets en or. Par conséquent, la Banque centrale ne doit pas émettre plus de billets qu'il n'y a d'or. Les deuxièmes défendent l'abandon de la convertibilité en or des billets. La Banque centrale peut alors avoir la possibilité d'émettre plus de billets qu'elle n'a d'or dans ses coffres, puisqu'il y a peu de chances que tous les détenteurs de billets demandent en même temps leur convertibilité. Si le *currency principle* va dans un premier temps s'imposer, progressivement on assiste à l'abandon de la convertibilité-or des billets jusqu'à son abandon définitif en 1976.

La monnaie scripturale : monnaie sous forme d'écritures comptables qui circule grâce à des moyens de paiement (le chèque, légalisé en France en 1865, la carte de crédit, les virements de compte à compte, etc.).

- La monnaie scripturale correspond concrètement à la somme des **soldes créditeurs des comptes à vue** des agents économiques non bancaires dans les institutions financières monétaires.
- Notons que **parfois on distingue une nouvelle forme de monnaie : la monnaie numérique**. Celle-ci peut plusieurs formes mais ses caractéristiques sont d'être complètement dématérialisée, stockée sous forme électronique et convertible en monnaie scripturale. Elle recouvre donc les cartes prépayées qui servent comme moyen de paiement alternatif aux cartes de paiement classiques, aux chèques ou aux espèces pour le règlement de transactions (les cartes cadeaux par exemple qui fonctionnent au sein d'un réseau) ou les comptes en ligne qui permettent le paiement direct entre clients d'un même émetteur (Paypal ou Lydia par exemple). Néanmoins,

certaines économistes comme Michel Aglietta, contestent l'idée qu'il s'agit d'une nouvelle forme de monnaie. Selon eux, il s'agit d'une nouvelle façon de faire circuler la monnaie scripturale. Des projets de monnaie électronique privées ont émergé ces dernières années comme la Libra portée par Meta mais abandonnée. Pour faire face à ces évolutions, les banques centrales réfléchissent à créer leur propre monnaie numérique : **la MNBC (monnaie numérique de banque centrale)**. Certains pays comme la Suède ou la Chine ont déjà commencé à émettre leurs propres monnaies numériques de banque centrale, en les présentant comme une modernisation des moyens de paiement à la disposition des gens.

Aujourd'hui, l'essentiel de la monnaie est scripturale : **la monnaie scripturale représente 90% de la monnaie en circulation** contre seulement 10% pour la monnaie fiduciaire. On parle ainsi d'une **dématérialisation de la monnaie** pour qualifier le processus marqué par le développement de formes immatérielles de monnaie et qui prennent un poids croissant. Néanmoins **cette thèse est à relativiser pour deux raisons**.

- **Elle ne résiste pas à une analyse chronologique.** Par exemple, l'apparition de la monnaie scripturale est antérieure à celle des pièces et des billets de banque : on en retrouve ainsi des traces dès 1800 avant notre ère, sur des tablettes en Mésopotamie. Les Grecs et les Romains connaissaient déjà les virements entre comptes, de même que les Arabes qui les utilisaient au IXe siècle. Ces virements connaissent un développement croissant à partir du XII-XIVe siècle, dans des foires marchandes d'Europe où les transactions pouvaient s'effectuer via des lettres de change (reconnaisances de dette entre négociants, ancêtre du chèque bancaire). La généralisation de ces techniques va donner naissance à des systèmes de compensation dans lesquels des intermédiaires spécialisés – les banquiers – vont s'interposer pour centraliser les lettres de change, évaluer la qualité de celles-ci, et effectuer les opérations de change lorsque celles-ci sont libellées dans des monnaies différentes. Se mettent ainsi en place les premiers systèmes de paiement centralisés qui préfigurent les systèmes de paiement modernes. Ce n'est qu'à une période plus récente, avec l'apparition, à partir du Moyen Âge, du recours à l'escompte (opération de crédit par laquelle une banque consent une avance à son client, égale au prix de marchandises représentées par des effets de commerce que le client endosse au profit de la banque) que s'est effectuée la diffusion de la monnaie scripturale dans le public, avec une circulation sous la forme de virements de compte à compte.
- **La coexistence de plusieurs formes de monnaie est fréquente.** Par exemple, aujourd'hui, coexistent la monnaie fiduciaire et scripturale. Et la disparition de la monnaie fiduciaire, remplacée par la monnaie scripturale, semble plus relever du mythe que de la réalité comme le montre l'exemple de la Suède.

3. Les « crypto » sont-elles de véritables monnaies ?

Les « crypto » sont nées à la fin de la décennie 2000 dans le sillage du développement du réseau internet et du perfectionnement des techniques de cryptographie. Toutes les « crypto » correspondent à des actifs numériques émis de façon algorithmique au sein d'un réseau décentralisé d'acteurs sur la base de technologies de cryptage. Il en existe aujourd'hui plus de 13000. **Le bitcoin, créé en janvier 2009, en est l'exemple emblématique.** Le bitcoin associe deux mots : *bit* qui est une unité de mesure informatique prenant la valeur 0 ou 1, et *coin* qui en anglais veut dire « pièce de monnaie ». Le bitcoin a été créé par Satoshi Nakamoto. En 2008, celui-ci publie un livre blanc, dans lequel il dévoile la possibilité d'un système de monnaie numérique, fonctionnant à partir d'un réseau d'ordinateurs directement reliés les uns aux autres, permettant des paiements en ligne entre individus sans passer par une banque. Dès sa création, l'ambition est ainsi de créer un moyen de paiement désintermédié, sans émetteur et circulant sur des infrastructures de règlement décentralisées, souhaitant échapper au contrôle des banques, des Etats et des banques centrales. La logique est libertaire. Dans le détail, la technologie utilisée est celle de la *blockchain* (chaîne de blocs ou registre de transactions, en français), qui permet de garder une trace d'un ensemble de transactions, de manière décentralisée, sécurisée et transparente. Plus concrètement, la *blockchain* permet à ses utilisateurs - connectés en réseau - de partager des données sans intermédiaire. Les blocs sont validés par ce qu'on appelle les « mineurs ». Un mineur est une personne qui met son ordinateur à disposition sur le réseau informatique utilisé par la *blockchain*. Les différents ordinateurs disponibles vérifient que personne n'a essayé de frauder et que la transaction est bien valide. Une fois que la transaction est validée, celle-ci est cryptée (traduite en langage informatique) et datée pour être intégrée dans la *blockchain*. Les mineurs, qu'on appelle aussi les « nœuds » du réseau sont rémunérés à chaque bloc « miné » (validé, crypté et intégré à la *blockchain*). Une fois créés, ces cryptoactifs sont stockés dans un coffre-fort électronique enregistré sur l'ordinateur, la tablette ou le portable de l'utilisateur, voire à distance (par exemple, dans le cloud). Il est ensuite possible de les transférer *via* Internet et de façon anonyme entre les membres de la communauté.

Les banques centrales et les économistes spécialistes de la monnaie ne considèrent pas les « crypto » comme des formes de monnaie mais comme des **actifs spéculatifs** car **ils ne remplissent pas, ou très mal, les trois fonctions économiques de la monnaie**. En tant qu'intermédiaire des échanges, les cryptos n'ont pas de cours légal, c'est-à-dire qu'aucun commerçant n'est obligé de les accepter comme moyen de paiement. La volatilité extrême de leurs cours les empêche également d'être une unité de compte et une réserve de valeur (le bitcoin a par exemple perdu 70% de sa valeur en 2018, pour en regagner 140% entre janvier et juin 2019 et depuis la réélection de Trump leur valeur explose de nouveau). Ces cryptos sont ainsi considérées par les autorités monétaires comme des actifs spéculatifs risqués ce dont témoigne d'ailleurs la faillite de FTX en 2022. Notons par ailleurs que ces crypto-actifs servent de support au développement d'activités illégales. Pour autant, ils peuvent parfois s'imposer dans les territoires dépourvus d'une monnaie nationale stable et souhaitant tenir à distance une devise hégémonique comme le dollar. C'est ainsi que le bitcoin a été adopté comme monnaie officielle par la République du Salvador en juin 2021. Après plusieurs années, le constat est sans appel : la population ne l'utilise presque pas et la crypto-monnaie reste un gadget pour une petite élite.

C. La monnaie au-delà de ses fonctions économiques

1. La « fable du troc » et sa remise en cause

Adam Smith⁴ défend l'idée que la monnaie n'est **qu'un instrument servant à faciliter les échanges**, position qui va s'imposer auprès de la majorité des économistes classiques et qui se retrouve dans de nombreux manuels d'économie consacrés à la monnaie encore aujourd'hui. En effet, il explique que **la monnaie a remplacé le troc** pour des raisons pratiques. Autrement dit, le troc était la modalité d'échange des sociétés traditionnelles et la monnaie l'a remplacé dans les sociétés modernes pour plus de praticité. Selon lui, les hommes sont en effet caractérisés par un « penchant naturel à échanger » ce qui pousse progressivement à la division du travail et à la multiplication des échanges. Ce faisant, le troc devient inadapté pour des raisons pratiques :

- **La monnaie supprime la double coïncidence des besoins.** Dans le troc, admettons que je possède des pommes et que j'ai envie de poires ; pour que je puisse échanger des pommes contre des poires, il faut que celui qui possède des poires ait envie de les échanger au même moment que moi contre des pommes. La monnaie permet de dépasser ces inconvénients. Je pourrais satisfaire mon envie de poires en en payant le prix en monnaie. Le vendeur de poires pourra quant à lui utiliser cette monnaie aujourd'hui ou demain pour acquérir n'importe quel bien de son choix. Les ventes et les achats de biens n'ont plus besoin d'être synchrones lorsqu'ils sont réglés en monnaie.
- **La monnaie facilite la mesure de la valeur.** Dans le troc, chaque bien doit être échangé contre chaque autre. Il faut donc connaître une quantité astronomique de prix relatifs. Par exemple, avec 100 biens, il faudrait connaître 4950 prix différents. Avec la monnaie, chaque bien a un prix unique exprimé dans une unité commune. Cela simplifie la comparaison, les calculs économiques, les contrats, etc.
- **La monnaie permet de stocker de la valeur plus facilement.** Dans le troc, beaucoup de biens ne sont pas stockables comme les biens périssables ou alors ne sont pas divisibles comme les animaux. La monnaie évite ces difficultés.

Cette approche instrumentale de la monnaie a été remise en cause par de nombreux travaux pluridisciplinaires, notamment par les historiens, les anthropologues et sociologues mais aussi par certains économistes qui s'appuient sur ces différentes sciences sociales. Jean-Michel Servet⁵ dénonce notamment ce qu'il qualifie de « **fable du troc** ». En effet, on observe qu'il n'y a pas eu de sociétés primitives fondées sur le troc. Par exemple, dans la société des Baruya étudiée par Michel Godelier⁶ le sel est une monnaie utilisée pour échanger avec les tribus voisines mais il ne sert pas de monnaie entre eux. Les sociétés primitives sont fondées sur une autre modalité d'échange : le don. C'est d'ailleurs encore un mode d'échange qui a cours aujourd'hui (don d'organe, don du sang par exemple). Ainsi, la monnaie, comme le troc, correspondent à un mode d'échange particulier : l'échange marchand. Il n'est d'ailleurs pas rare que les deux coexistent, notamment dans les périodes de crise.

2. Une institution entre violence et confiance

Michel Aglietta et André Orléan⁷, de l'école de la régulation, montrent que la monnaie n'est pas qu'un simple instrument technique : c'est **une institution entre violence et confiance**.

Ils défendent l'idée que **la monnaie permet d'exorciser la violence fondatrice qui menace toute société**. Pour bien comprendre cette approche, il faut partir de la thèse du philosophe René Girard⁸. Selon lui, le problème fondamental

auquel est confronté tout ordre social, est la canalisation de la violence, née du désir mimétique d'appropriation. En effet, l'homme est la créature qui, au-delà des besoins essentiels, désire intensément mais sans savoir vraiment quoi. Il en vient donc à désirer ce que l'autre désire. Dès lors, la rareté inhérente à la condition humaine fait que chaque bien est susceptible d'être convoité par plusieurs individus, qui risquent d'utiliser la violence pour en exclure les autres (« rivalité mimétique »). Si René Girard considère que la religion, les rites sacrificiels permettent de conjurer la violence qui menace une société, Aglietta et Orléan considèrent que c'est la monnaie qui joue ce rôle dans les sociétés marchandes. Dès lors qu'une société adopte une monnaie acceptée de tous, les échanges marchands se substituent à la prédation, au rapt. A la relation initiale et violente qui unit les échangistes succède une relation d'échange médiatisée par la monnaie qui permet de pacifier les rapports sociaux. Le désir mimétique d'appropriation ne porte plus sur les choses, mais sur la monnaie. Le désir de monnaie s'appuie sur le désir qu'ont les autres de se l'approprier. La monnaie apparaît alors comme un moyen de conjurer la violence originelle qui menace toute société en créant du lien et de la cohésion sociale.

Ils expliquent également que, pour tenir ce rôle, **la monnaie repose sur la confiance**. Sans confiance, aucune communauté de paiement ne peut fonctionner. Ils distinguent par ordre croissant d'importance : 1. la confiance méthodique qui s'appuie sur l'utilisation au quotidien de la monnaie qui construit, de manière inconsciente, la confiance dans sa valeur. C'est la force de l'habitude. 2. la confiance hiérarchique résulte de la légitimité reconnue à une autorité supérieure déclarant la valeur de la monnaie (hier le roi qui apposait son sceau sur les pièces, aujourd'hui la banque centrale déclarant la valeur faciale de billets sans valeur intrinsèque). 3. La confiance éthique qui est fondée sur des valeurs partagées par les membres de la communauté de paiement, l'individualisme en l'occurrence s'agissant de nos sociétés modernes. La monnaie, en ce qu'elle renforce l'autonomie et la liberté de choix des individus, est en effet conforme à la valeur de l'individualisme. Sans confiance collective, la monnaie s'effondre et c'est le retour potentiel de rapports de force pour l'appropriation des biens. En ce sens, la monnaie produit de la cohésion sociale.

3. Les fonctions sociales de la monnaie

La monnaie contribue à créer du lien social. Elle participe en effet à relier les membres d'une communauté de paiement entre eux. On peut donner deux exemples pour l'illustrer.

- **La monnaie européenne**, présentée par ses défenseurs comme une pièce maîtresse de la construction européenne. L'économiste français **Jacques Rueff** déclarait en 1949 : « *L'Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas* ». En effet, non seulement la monnaie est nécessaire au fonctionnement du grand marché européen institué par l'Acte unique (1986) mais l'euro apparaît également comme un vecteur d'intégration sociale en Europe. Son utilisation à partir de 2002 donne aux européens un sentiment d'appartenance à une même société, avec ses règles et son langage commun. L'euro contribue ainsi à la création d'une identité européenne, permettant aux européens de se différencier des sujets appartenant à d'autres communautés de paiement.
- **Les monnaies locales**, complémentaires de la monnaie officielle, utilisées dans le périmètre d'une ville voire d'une région. Elles sont mises en place par une association qui en assure la gestion avec l'aide d'un établissement financier. Une monnaie locale peut servir à payer des achats du quotidien, dans le cadre du commerce de proximité, de la vente de produits locaux. Elle sert en général à développer l'économie locale en favorisant le commerce et la production de proximité. Elle peut également servir à développer des projets solidaires. L'économiste Jézabel Couppey-Soubeyran⁹ développe, dans son ouvrage, l'exemple du Rollon, monnaie normande : « Le Rollon circule sur le territoire normand et pas en dehors. [...] Le nombre d'initiatives de monnaies locales va croissant depuis les années 2000 : il en existe un peu plus de soixante-dix en France et plusieurs milliers en Europe. Avec plus ou moins de succès cependant. [...] L'Eusko du Pays basque est celle qui pour le moment en compte le plus [d'utilisateurs] : près de 5000 particuliers et professionnels l'utilisent (environ deux fois plus que le Rollon) et font ainsi circuler quelque deux millions d'unités. [...] les monnaies locales ont un statut légal qui les définit comme des titres de paiement non bancaires autorisés à circuler sous certaines conditions. Mais elles n'ont pas de cours légal, ce qui veut dire qu'un commerçant n'a aucune obligation de l'accepter en paiement. [...] Un point que les associations de monnaie locale mettent en avant à propos de leur fonctionnement, c'est que leur façon de décider est démocratique : chacun des adhérents à son mot à dire ».

Une autre perspective est celle développée par Karl Marx¹⁰. Selon lui, « **la monnaie déguise un rapport social d'exploitation entre les capitalistes et les travailleurs**. En effet, la monnaie permet aux capitalistes d'acheter la force de travail des prolétaires à un montant différent de la richesse qu'ils créent. La différence entre les deux, la plus-value, est captée par les capitalistes. Pour faire comprendre son propos, Marx utilise le schéma suivant : $A \rightarrow M \rightarrow A'$ où $M =$

marchandise et A = Argent. L'argent A permet l'achat de marchandises M (dont le travail) par le capitaliste. Celui-ci revend ces marchandises transformées contre une quantité de monnaie A' supérieure à A. La différence entre A et A' constitue la plus-value. Cette plus-value correspond au profit réalisé par le capitaliste qui a apporté la somme A. Elle provient, selon Marx, de l'exploitation des travailleurs par les capitalistes (voir chapitre 2). C'est ce rapport social que masque la monnaie.

II. COMMENT ET PAR QUI LA MONNAIE EST-ELLE CREEE ?

Lorsque l'on pense à la création monétaire, le plus souvent l'image est celle de la « planche à billets ». Pour autant, nous l'avons vu, la monnaie est principalement scripturale. La création monétaire dépasse ainsi de loin cette image. Nous verrons que la création monétaire se réalise dans le cadre d'un système bancaire hiérarchisé au sein duquel les banques commerciales jouent le premier rôle (A). Pour autant, nous montrerons pourquoi leur pouvoir de création monétaire n'est pas sans limite (B). Enfin, nous étudierons la masse monétaire dont le contrôle fait l'objet de débats (C).

A. La création monétaire aujourd'hui

1. La création monétaire s'opère au sein d'un système bancaire hiérarchisé

Comprendre la création monétaire nécessite de comprendre le système bancaire et son organisation. **Le système bancaire est hiérarchisé :**

- La **banque centrale**, ou banque de premier rang, se trouve au sommet
- Viennent ensuite les **banques commerciales** également appelées banques de second rang

Une **banque centrale est une institution financière** le plus souvent publique mais qui dispose, dans la majorité des pays développés, d'une indépendance vis-à-vis du pouvoir politique. En général, une banque centrale exerce les **fonctions suivantes :**

- Elle possède le monopole d'émission de la monnaie fiduciaire (les pièces et les billets)
- Elle joue le rôle de « banque des banques » : les banques commerciales possèdent un compte à la banque centrale
- Elle conduit la politique monétaire
- Elle exerce des fonctions de régulation et de contrôle du système monétaire et financier.
- Elle joue le rôle de « prêteur en dernier ressort » en fournissant des liquidités d'urgence aux banques et aux institutions financières qui n'y accèdent plus par les voies traditionnelles en cas de crise.

Au sein de la zone euro, c'est-à-dire des 19 pays membres de l'Union européenne qui ont adopté la monnaie unique, c'est l'Eurosystème qui joue ce rôle. **L'Eurosystème comprend la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales des Etats qui ont adopté l'euro** comme monnaie unique depuis le 1^{er} janvier 1999. En France, il s'agit de la Banque de France. Il ne faut pas confondre l'Eurosystème avec le système européen de banques centrales (SEBC) : ce dernier rassemble en effet la BCE et les banques centrales nationales de tous les Etats membres de l'Union européenne, qu'ils aient adopté l'euro ou non et qui participent tous au mécanisme de change européen. Créée par le traité sur l'Union européenne de 1992, la BCE a été mise en place le 1^{er} juin 1998 à Francfort, en Allemagne. Son organisation et ses missions sont prévues aux articles 282 et suivants du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). L'objectif de la politique monétaire est quant à elle évoquée dans l'article 127 du même traité : « l'objectif principal du Système européen de banques centrales (SEBC) est de maintenir la stabilité des prix ». La BCE comprend trois organes dirigeants :

- Le directoire composé d'un président, d'un vice-président et quatre autres membres, tous nommés pour huit ans (mandat non renouvelable). Le directoire dirige la BCE et met en œuvre la politique monétaire.
- Le conseil des gouverneurs qui regroupe le directoire et l'ensemble des gouverneurs des banques centrales nationales de la zone euro. C'est cette instance qui détermine la politique monétaire de l'Eurosystème.
- Le conseil général qui regroupe le président et le vice-président du directoire ainsi que l'ensemble des gouverneurs des banques centrales nationales des membres de l'Union européenne. Cet organisme est notamment chargé de gérer les relations entre l'euro et les monnaies nationales des pays de l'Union européenne qui n'ont pas adopté l'euro.

Aux Etats-Unis, c'est la FED (Federal Reserve System ou Réserve Fédérale des Etats-Unis) qui constitue la banque centrale. Elle est créée le 23 décembre 1913 par le Federal Reserve Act dit aussi Owen-Glass Act. La FED est indépendante du pouvoir politique mais le Congrès définit trois objectifs de politique monétaire dans le Federal Reserve Act : le plein-emploi, la stabilité des prix et des taux d'intérêt à long terme modérés. En plus, elle supervise et régule le système monétaire et financier.

Les **banques commerciales**, avec lesquelles nous traitons, correspondent à des institutions habilitées à effectuer des **opérations de banque** :

- Gestion des moyens de paiement
- Octroi de crédits
- Réception de dépôts du public
- Prestation de service d'investissement

Ce qui caractérise une banque, par rapport à une institution financière non bancaire, c'est son pouvoir de création monétaire.

2. Les banques commerciales créent la monnaie via le crédit

Contrairement à ce que l'on croit souvent, **ce sont les banques commerciales qui créent principalement la monnaie qui circule dans nos économies**. La monnaie qu'elles créent est parfois appelée monnaie commerciale ou monnaie de banque. Elle est spécifique à chacune et prend une forme scripturale.

Cette création monétaire intervient principalement **lorsqu'elles octroient des crédits aux agents non financiers** : les banques commerciales créent de la monnaie scripturale et acquiert en contrepartie des créances, c'est-à-dire une reconnaissance de dette. Prenons un exemple simple pour l'illustrer à partir d'une économie simplifiée composée d'une seule banque et d'un seul agent économique, le client A, qui dispose d'un compte vide à la banque. Dans cette économie ne circule que de la monnaie scripturale. Le bilan de la banque est alors le suivant :

Bilan de la banque période 1	
Actif (= ce que possède la banque)	Passif (= dettes de la banque)
Créances de A : 0€	Compte de A : 0€

Supposons que le client A contracte un crédit de 1000€ auprès de sa banque. Le bilan de la banque devient donc le suivant :

Bilan de la banque période 2	
Actif (= ce que possède la banque)	Passif (= dettes de la banque)
Créances de A : 1000€	Compte de A : 1000€

On voit qu'il y a eu création monétaire puisque le crédit accordé au client A s'est traduit par une capacité supplémentaire de paiement.

Si l'on suppose que ce client rembourse l'année suivante 50% de la somme on obtient alors le nouveau bilan de la banque :

Bilan de la banque période 3	
Actif (= ce que possède la banque)	Passif (= dettes de la banque)
Créances de A : 500€	Compte de A : 500€

On voit alors ici qu'en remboursant le crédit, la monnaie créée est progressivement détruite.

Il faut retenir de cet exemple plusieurs enseignements essentiels dans le mécanisme de création monétaire des banques commerciales :

- « **Les crédits font les dépôts** » : les banques peuvent créer de la monnaie scripturale **ex nihilo (à partir de rien)**. En octroyant des crédits « à partir de rien » elles génèrent des dépôts sur leur compte d'un montant équivalent.

- Tout crédit accordé *ex nihilo* correspond à une création monétaire et **le remboursement du crédit correspond à une destruction de monnaie**.
- La création monétaire actuelle correspond à la monétisation d'une créance. Autrement dit, elle a pour revers une **dette**.

On peut ajouter que lorsque les banques commerciales créditent le compte d'un agent en contrepartie de devises, elles créent également de la monnaie. Par exemple, si un producteur français exporte aux Etats-Unis et reçoit en contrepartie des dollars, il va demander à sa banque de convertir les dollars en euros au taux de change en vigueur. La banque va alors créer de la monnaie en créditant son compte en euros et acquiert en contrepartie une créance en dollar sur les Etats-Unis.

3. Les banques centrales créent la monnaie centrale

Dans un système bancaire hiérarchisé, chaque banque commerciale émet sa propre monnaie scripturale qui ne circule qu'au sein de son propre circuit bancaire. **La monnaie centrale est la seule monnaie acceptée par tous. Celle-ci est créée par la banque centrale.** Elle se compose de :

- La monnaie fiduciaire : les pièces et billets.
- La monnaie scripturale dont disposent les banques commerciales sur leur compte à la Banque centrale et qui constituent leurs réserves.

Les banques centrales créent de la monnaie centrale par deux principaux mécanismes :

- **Lorsqu'elles octroient un crédit aux banques commerciales** : la banque centrale peut accorder un crédit à une banque commerciale qui doit rembourser ce prêt à l'échéance, avec intérêts. Les banques commerciales fournissent généralement des titres financiers en garantie (ce que l'on appelle le collatéral). Ainsi, lorsqu'elles prêtent aux banques commerciales, les banques centrales créent de la monnaie centrale et lorsque les banques commerciales remboursent ce prêt la monnaie centrale est détruite.
- **Lorsqu'elles achètent des titres financiers aux banques commerciales** : la banque centrale peut acheter des titres financiers (le plus souvent des obligations d'Etat mais aussi des titres privés) auprès d'une banque commerciale et la banque commerciale voit alors son compte de réserves augmenter. Autrement dit, la banque commerciale cède un titre et reçoit en échange des réserves nouvellement créées. Dans ce cas, cela augmente la liquidité des banques sans créer pour elles de dette supplémentaire vis-à-vis de la banque centrale. Dans ce cas, la création de monnaie centrale est durable sauf si la banque centrale revend ces titres.

Notons ainsi que lorsque les banques centrales mettent à disposition des banques commerciales des pièces et des billets elles le font en contrepartie d'une baisse équivalente de leurs réserves à la banque centrale. Dans ce cadre, il n'y a donc pas de création monétaire puisqu'il n'y a pas plus de monnaie en circulation. **C'est la forme de la monnaie qui change.** Il n'y a que dans le cas où la banque centrale mettrait à disposition sans contrepartie de nouvelles pièces et de nouveaux billets à destination des agents qu'il y aurait création monétaire. Une telle politique monétaire renvoie à la « **monnaie hélicoptère** » qui consiste pour une banque centrale à créer de la monnaie et à la distribuer directement aux agents économiques de façon ponctuelle. L'expression a été popularisée par Milton Friedman¹¹ qui en explique le principe au travers d'une métaphore : « *Supposons qu'un jour un hélicoptère vole au-dessus de cette communauté et largue 1 000 dollars en billets depuis le ciel. Évidemment, les membres de la communauté vont s'empressement de récolter les billets. Supposons encore que tout le monde est convaincu que cela était un événement exceptionnel qui ne se répétera pas.* » Cette politique monétaire suscite de nombreux débats tant au niveau des autorités monétaires que dans la communauté des économistes. Elle n'a jamais été mise en œuvre stricto sensu, les distributions de chèques de 1200 dollars par personne aux ménages aux Etats-Unis par Donald Trump (2019-2020) puis par Joe Biden (2021) s'apparentant à une politique budgétaire.

Ajoutons également que dans la plupart des pays développés **il est interdit pour une banque centrale de financer l'Etat en créant de la monnaie**. En France, avant 1973, la Banque de France pouvait créditer le compte du Trésor Public en acquérant en contrepartie un titre financier appelé « concours au Trésor Public ». Dans ce cas, la Banque de France procédait à un financement monétaire de la dépense publique. La loi du 3 janvier 1973, sous la présidence de George Pompidou et avec Valéry Giscard d'Estaing comme ministre des Finances, a mis fin à cette pratique.

B. Les limites de la création monétaire des banques commerciales

1. Les besoins en monnaie centrale

Les banques commerciales créant l'essentiel de la monnaie scripturale « à partir de rien » on pourrait imaginer qu'elles disposent d'un pouvoir illimité. Néanmoins, **ce pouvoir est limité car elles ont besoin de monnaie centrale** que seule la banque centrale peut créer.

Les banques commerciales ont besoin de monnaie centrale pour **deux raisons** :

- **Pour faire face aux retraits des clients sous la forme de billets.** En effet, lorsqu'elles créent de la monnaie scripturale, les banques commerciales s'attendent à ce que les agents retirent une partie de cette monnaie créée sous forme fiduciaire. Supposons par exemple que la banque A accorde un crédit de 10000€ à l'agent X, lequel souhaite détenir 10% de la somme sous forme de billets. La banque A doit donc se procurer les billets demandés (1000€).
- **Pour compenser les fuites hors de leur circuit bancaire.** Lorsqu'elles créent de la monnaie scripturale, les clients des banques commerciales vont s'en servir pour réaliser différentes opérations qui vont mettre en jeu d'autres banques commerciales. A la fin de chaque journée, les banques débitrices auprès d'autres banques doivent les compenser : ce sont les opérations de compensation. Celles-ci ne peuvent être réalisées que sous forme de monnaie scripturale centrale, qui est la seule monnaie acceptée par toutes les banques. Supposons par exemple deux banques commerciales A et B avec un client X qui dispose d'un compte courant auprès de la banque A et un client Y qui dispose d'un compte courant auprès de la banque B. Imaginons que X vende une voiture à Y pour un montant de 10 000 euros. Y fait un chèque à X de 10 000 euros. Cet échange signifie que la banque B (celle de Y) doit 10 000 euros à la banque A (celle de X). Comme la monnaie scripturale de A diffère de celle de B, il faut que la banque B (celle de Y) transforme les 10 000 euros qu'elle doit à la banque A (celle de X) en monnaie centrale pour que celle-ci puisse les convertir dans sa monnaie scripturale et ainsi créditer le compte de X de 10 000 euros. Ces 10 000 euros correspondent à une opération de compensation entre les banques A et B.

2. La politique monétaire menée par la banque centrale

La politique monétaire constitue l'un des deux instruments de la politique conjoncturelle avec la politique budgétaire. Elle regroupe les actions visant à agir sur la conjoncture économique par l'intermédiaire de la quantité de monnaie en circulation et/ou sur le taux d'intérêt.

Les objectifs de la politique monétaire ont connu une évolution dans le temps :

- Des années 1950 aux années 1980, la politique monétaire a été utilisée comme un instrument de régulation de la conjoncture aux côtés et en complément de la politique budgétaire. En pratique, lorsque le chômage augmentait, la politique monétaire expansive devait permettre une reprise de l'activité, au risque d'une accélération de l'inflation. A l'inverse, lorsque l'économie se trouvait en situation de surchauffe, avec des tensions sur le marché du travail, une politique monétaire restrictive permettait de limiter la dérive inflationniste, au prix d'un ralentissement de l'activité. On retrouve le dilemme posé par la courbe de Phillips.
- A partir des années 1980, les pays de l'OCDE se sont ralliés à une vision plus étroite de la politique monétaire : l'objectif d'un arbitrage entre inflation et chômage a laissé la place à un objectif prioritaire de stabilité des prix. Cela se comprend notamment au regard du contexte inflationniste de l'époque suite aux chocs pétroliers.

Les banques centrales disposent de plusieurs moyens pour limiter la création monétaire des banques commerciales.

- **Le premier moyen dont dispose la Banque centrale pour contraindre la création de monnaie scripturale des banques commerciales est l'imposition d'un coefficient de réserves obligatoires** : chaque fois qu'une banque commerciale accorde un crédit, elle doit constituer des réserves en monnaie centrale auprès de la Banque centrale. Le coefficient de réserves obligatoires peut varier : s'il est égal à 5% cela signifie que les banques commerciales sont contraintes de mettre en réserve un montant équivalent à 5% des crédits qu'elles ont octroyés. Ainsi, une augmentation du coefficient de réserves obligatoires incite les banques commerciales à restreindre l'octroi de nouveaux crédits, alors qu'une baisse du coefficient de réserves obligatoires leur permet d'augmenter le nombre de crédits octroyés. Il est aujourd'hui à 1%. Ce n'est donc pas le principal moyen utilisé aujourd'hui pour limiter la création monétaire des banques commerciales.

- **Les Banques centrales interviennent également sur le coût du refinancement bancaire** qui désigne l'ensemble des opérations par lesquelles les banques de second rang se procurent la monnaie centrale qui leur est nécessaire. Ce refinancement peut se faire de différentes façons :
 - **Pendant longtemps, en France et dans de nombreux autres pays, le refinancement a reposé sur le réescompte** : un refinancement à taux fixe (le taux de réescompte), directement opéré par la Banque centrale à ses conditions. Par le réescompte, la Banque centrale fournissait de la monnaie centrale aux banques commerciales en échange de titres (bons du trésor, effets de commerce, etc.) et à un certain coût (le taux de réescompte). Pour restreindre la création monétaire des banques commerciales, la Banque centrale pouvait limiter la contrepartie à certains titres et pas d'autres, fixer un plafond de réescompte ou augmenter le taux de réescompte. Aujourd'hui, ce mode de refinancement n'est plus en vigueur notamment car il s'agit d'un système coûteux et reposant sur les décisions d'une autorité centrale qui prend toutes les décisions.
 - **Désormais, le refinancement bancaire passe par le marché monétaire** qui désigne le marché des capitaux à court terme (de 1 jour à 1 an). Il y a deux façons pour les banques commerciales de se refinancer :
 - **La Banque centrale prête de la monnaie centrale aux banques commerciales en échange de titres mis en garantie (le collatéral) et à un certain coût déterminé par les taux directeurs.** Dans la zone euro, la BCE dispose de trois taux directeurs qu'elle fait varier toutes les six semaines pour atteindre les objectifs de sa politique monétaire :
 - **Le taux de refinancement concerne « opérations principales de refinancement »** (ou opérations d'*open-market*) qui se déroulent sur le marché monétaire pour une durée déterminée. La durée peut être variable : il y a les « opérations de cession temporaire » qui dure 7 jours et « les opérations de refinancement à plus long terme » pour une période de 3 mois habituellement. Ainsi, une banque commerciale apporte des actifs financiers (actions, obligations) à une date "t" en garantie à la BCE, reçoit en échange des liquidités, et une semaine ou trois plus tard, rembourse les liquidités empruntées à la BCE (majoré des intérêts), et récupère ses actifs apportés en garantie. Le fait que la BCE exige des actifs en garantie permet d'éviter les pertes en cas d'impossibilité pour la banque de rembourser son prêt à la fin de la période. Ces opérations sont à l'initiative de la Banque centrale qui fixe la date d'appel d'offre.
 - **Le taux de facilité de prêt marginal concerne les « facilités permanentes »** qui permettent aux banques commerciales d'obtenir de la monnaie centrale auprès de la Banque centrale pour 24h, toujours en échange d'un collatéral. Cela correspond donc à des prêts de plus courte durée et qui sont à l'initiative des banques commerciales qui peuvent se refinancer à n'importe quel moment.
 - **Le taux de facilité de dépôt correspond au taux d'intérêt que les banques commerciales reçoivent** lorsqu'elles déposent sur leur compte à la Banque centrale de la monnaie centrale pour 24h.
 - **Les banques commerciales peuvent également se refinancer les unes les autres sur le marché interbancaire (entre banques).** Le coût de ce refinancement est déterminé par deux taux : le taux €STR (à prononcer « Ester », auparavant appelé EONIA), qui donne le prix de l'argent au jour le jour, et le taux EURIBOR qui correspond à des échéances plus longues. Ces deux taux sont étroitement liés aux taux directeurs : si les taux directeurs augmentent le taux €STR et EURIBOR augmentent aussi et inversement. On peut l'illustrer avec le taux €STR qui varie dans un corridor entre le taux de facilité de dépôt et le taux de facilité de prêt marginal. En effet, le taux €STR ne peut être inférieur au taux de facilité de dépôt proposé par la BCE car, dans ce cas, les banques ayant un excès de monnaie centrale auraient intérêt à déposer l'argent à la BCE plutôt que de le proposer à une autre banque (meilleur rendement et moins de risque). De la même façon, le taux €STR ne peut être supérieur au taux de facilité de prêt marginal proposé par la BCE car, dans ce cas, les banques ayant un besoin de monnaie centrale auraient intérêt à emprunter à la BCE plutôt qu'auprès d'une autre banque.

Jouer sur le coût du refinancement permet à la Banque centrale d'influer sur la création de monnaie scripturale des banques commerciales car cela agit sur la rentabilité des crédits que celles-ci octroient à leurs clients et donc les oblige à le répercuter sur le taux d'intérêt des crédits. Or, si celui-ci est élevé cela va décourager les agents à souscrire des emprunts et inversement.

A noter que, la Banque centrale dispose également d'un autre moyen, aujourd'hui abandonné, pour contrôler la création monétaire des banques commerciales : l'encadrement du crédit. Cela consiste à fixer (par voie réglementaire sur une période donnée) des normes de progression en matière de crédit. Tout dépassement de la norme se traduit par des sanctions. Ce système très rigide n'est aujourd'hui plus utilisé en particulier parce qu'il était à l'origine d'un rationnement du crédit, notamment pour les investissements plus risqués.

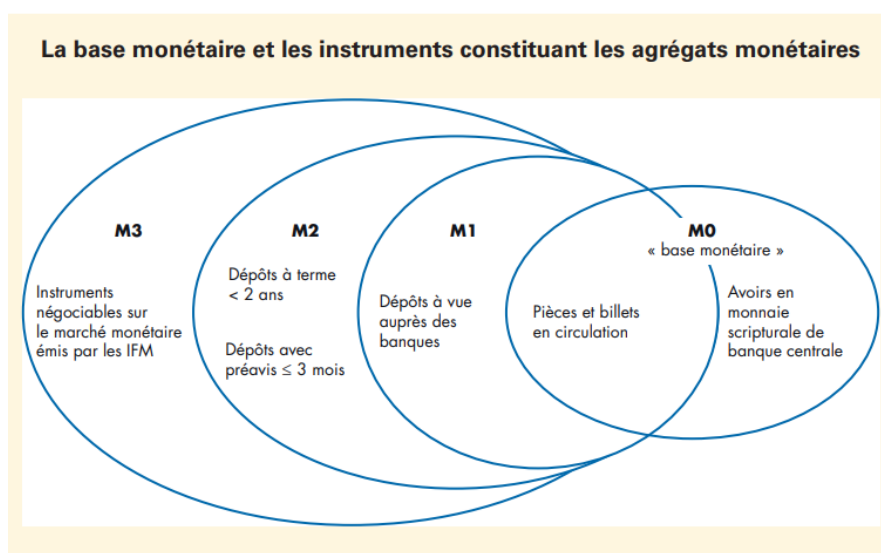
C. La masse monétaire et son contrôle

1. La masse monétaire et sa mesure

La quantité totale de monnaie disponible dans un pays à un moment donné est dénommée **masse monétaire** : elle correspond à l'ensemble des moyens de paiement mis à disposition des agents non financiers (ménages, entreprises, Etats) pour effectuer des transactions sur les biens et services.

La masse monétaire en circulation est mesurée au travers des **agrégats monétaires**. Depuis l'instauration d'une monnaie unique dans la zone euro, c'est l'Eurosystème (qui rassemble la Banque centrale européenne – BCE – et les banques centrales nationales des pays de la zone euro) qui collecte et publie ces informations statistiques. La BCE a défini trois principaux agrégats monétaires, par ordre de liquidité décroissante.

Document 1 :



- **M1 correspond aux formes de monnaie les plus liquides : les disponibilités monétaires.** Il comprend la monnaie fiduciaire (billets et pièces en circulation) ainsi que la monnaie scripturale (monnaie inscrite sous forme de chiffres sur un compte de dépôt à vue) qui peut être immédiatement utilisée grâce à différents moyens de paiement.
- **M2 est formé de M1 auquel s'ajoutent des dépôts rémunérés** (livrets A, comptes d'épargne-logement, livrets de développement durable et solidaire, dépôts à terme jusqu'à deux ans par exemple) **considérés comme liquides** c'est-à-dire très facilement transférables sur un compte de dépôt à vue pour être utilisés, et donc circuler dans l'économie.
- **M3, l'agrégat large, recouvre, en plus de M2, des titres financiers émis par les établissements financiers et souscrits par des épargnants et investisseurs pour une durée inférieure à deux ans.** Ces actifs sont considérés comme pouvant être relativement liquides donc disponibles et transférables assez rapidement sur un compte de dépôt à vue pour être utilisés par les agents économiques.

En d'autres termes, M1 correspond à la monnaie telle que définie jusqu'à présent dans ce chapitre à l'aide de ses trois fonctions. Les éléments additionnels dans M2 et M3 ne servent pas quant à eux d'intermédiaires dans les échanges ; ils ne sont pas de la monnaie mais de la « **quasi-monnaie** » : ces agrégats sont calculés comme outils d'analyse dans le cadre de la politique monétaire.

Par ailleurs, on distingue parfois également l'**agrégat M0, aussi appelé « base monétaire »**, qui représente les pièces et billets en circulation ainsi que les avoirs en monnaie scripturale détenus auprès de la banque centrale. L'agrégat M0 permet de mettre en lumière le rôle de la banque centrale dans le processus de création monétaire, mais il n'est pas considéré comme faisant intégralement partie de la masse monétaire (au sens des conventions statistiques) car une partie de ses composants (les réserves des banques) ne circule pas entre l'ensemble des agents économiques, mais seulement entre les banques.

Les placements à long terme (plans d'épargne logement, placements en obligations) et les placements plus risqués sont en revanche exclus de la définition de la masse monétaire.

2. Les débats autour du contrôle de la masse monétaire

Les débats autour du contrôle de la masse monétaire posent la question de savoir si c'est la banque centrale qui contrôle la quantité de monnaie en circulation de façon **exogène** ou si ce sont les banques commerciales qui déterminent la quantité de monnaie en circulation en fonction des besoins de l'économie donc de façon **endogène**.

Selon **l'approche du multiplicateur de crédit**, lorsque la base monétaire (H) augmente, la masse monétaire (M) augmente également en fonction d'un coefficient **k** : **$M = k.H$** .

Ce coefficient k est déterminé par :

- Les retraits en billets des agents économiques : plus ils sont importants et plus k est faible
- Les opérations de compensation entre banques : plus elles sont nombreuses et plus k est faible
- Le coefficient de réserves obligatoires : plus il est élevé et plus k est faible

On peut en déduire que, la création monétaire est d'autant plus importante que les agents utilisent principalement de la monnaie scripturale (et non fiduciaire), et que le coefficient de réserves obligatoires est faible. Dans cette perspective, **la masse monétaire est donc une quantité exogène fixée par la Banque centrale via la base monétaire**. C'est donc la Banque centrale qui contrôle la création monétaire.

Néanmoins, le principe du multiplicateur de crédit repose sur **plusieurs hypothèses discutables** :

- Il est implicitement supposé qu'il existe une relation stable entre base monétaire et masse monétaire. Or, cette stabilité n'est pas toujours assurée : en particulier, une augmentation du coefficient de réserves obligatoires peut être compensée par une réduction du coefficient de retrait en billets.
- Il indique seulement les possibilités maximales de création monétaire : le montant maximal n'est pas nécessairement atteint si les agents non financiers ne demandent pas de crédits bancaires ou si la banque commerciale ne souhaite pas accorder de crédits.
- Il laisse supposer que la banque commerciale accorde des crédits dès lors qu'elle dispose *ex ante* de réserves monétaires auprès de la Banque centrale : c'est la base monétaire qui détermine la masse monétaire. Or, la causalité n'est pas nécessairement dans ce sens.

Le **modèle du diviseur de crédit** s'oppose à la théorie du multiplicateur : on suppose que les banques prêtent d'abord puis se refinancent ensuite. Ainsi, elles créent la quantité de monnaie correspondante à la demande de crédits qui leur est adressée et la base monétaire s'ajuste en conséquence en fonction d'un coefficient k : **$H = 1/k.M$**

Dans cette conception, la création monétaire est endogène : elle résulte des décisions des agents économiques qui déterminent la quantité de monnaie en circulation. La Banque centrale est obligée de suivre.

III. QUELS DEBATS AUTOUR DES EFFETS DE LA MONNAIE SUR L'ECONOMIE ?

A l'image de la plupart des concepts économiques, la monnaie n'a cessé d'alimenter la controverse entre courants, tout en suscitant un intérêt très différencié des auteurs : alors que pour John Stuart Mill¹² « *il n'est pas dans une société quelque chose de plus insignifiant en elle-même que la monnaie* », Jevons¹³ place les questions monétaires au rang des problèmes insolubles, n'hésitant pas à affirmer que « *la monnaie représente pour la science économique ce qu'est la quadrature du cercle en géométrie ou le mouvement perpétuel en mécanique* ». Les débats théoriques autour de la monnaie se portent sur les effets de cette dernière sur l'économie. Pour l'essentiel des « Klassiques » (classiques et néoclassiques), la monnaie est neutre (A) tandis que Keynes et les keynésiens défendent l'idée que la monnaie est active (B). La contre-révolution libérale à partir des années 1970 marquera le retour d'une conception dichotomique de la monnaie même si Hayek fait, en la matière, figure d'inclassable (C).

1. Bodin : le précurseur de la théorie quantitative de la monnaie

La thèse de la neutralité de la monnaie repose sur l'idée que l'augmentation de la quantité de monnaie en circulation n'a aucun effet stimulant sur l'activité économique réelle et ne produit qu'une hausse du niveau général des prix (inflation). Cette thèse, dite **dichotomiste**, s'inscrit dans une longue tradition que l'on peut faire remonter au mercantiliste Jean Bodin considéré comme le précurseur de la théorie quantitative de la monnaie.

Jean Bodin veut expliquer la hausse des prix observée au XVI^e siècle en Europe. Cette « grande inflation » naît à un moment où il y a un grand afflux de métaux précieux du nouveau monde. Les prix augmentent d'abord fortement en Espagne (les prix quintuplent au XVI^e siècle) puis l'inflation se diffuse partout en Europe.

En 1566, Malestroit¹⁴, conseiller du Roi et maître à la Chambre des comptes, mène une enquête « sur le renchérissement de toutes choses et la dépréciation des monnaies ». Il défend l'idée que cette inflation est liée aux manipulations monétaires des souverains. Plus précisément, il soutient que la hausse des prix n'est qu'une illusion : le contenu en métaux précieux des pièces ayant diminué, la monnaie s'est donc dépréciée ; mais le prix des denrées en termes de métaux précieux n'a pas augmenté.

Cette théorie est contestée par Jean Bodin¹⁵ qui, à partir d'une analyse statistique remarquable pour l'époque, démontre que cette explication ne peut être que partielle. Il avance alors l'hypothèse que l'explication fondamentale de ce que nous appelons aujourd'hui l'inflation réside dans l'accroissement de la masse monétaire (quantité de monnaies en circulation dans l'économie), elle-même provoquée à l'époque par l'afflux d'or et d'argent d'Amérique. Ce faisant, il produit un des premiers énoncés de la théorie quantitative de la monnaie.

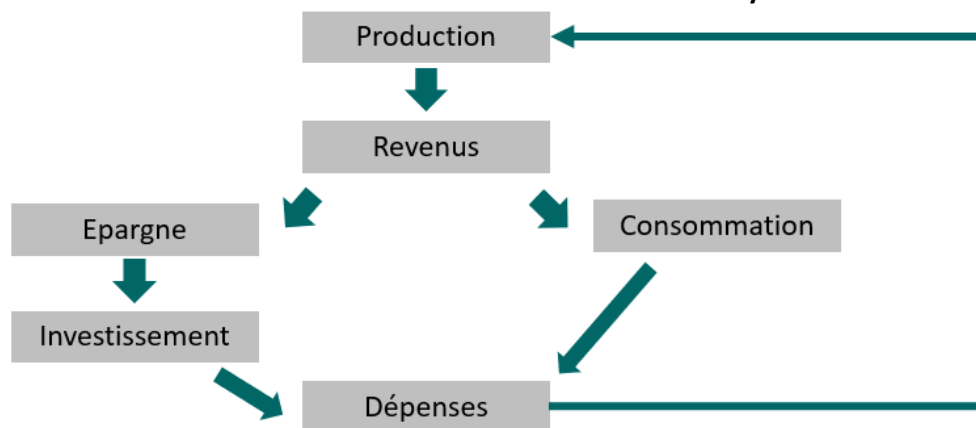
2. Les classiques : les fondements de la théorie quantitative de la monnaie

Selon les classiques, **la monnaie n'est qu'un simple intermédiaire des échanges**. En ce sens, elle n'est jamais demandée pour elle-même. Les agents ne demandent de la monnaie que pour réaliser des transactions. Cette perspective est notamment **au cœur de la loi des débouchés** de Jean-Baptiste Say¹⁶ qui affirme que « toute offre crée sa propre demande ». Autrement dit, toute production donne lieu à une distribution de revenus d'égale valeur qui sont ensuite intégralement dépensés. Elle implique que toute crise de surproduction généralisée est impossible.

Cette affirmation repose sur plusieurs hypothèses :

- **Toute l'épargne est investie** : ce qui est épargné est en fait dépensé par d'autres agents (les investisseurs qui empruntent auprès des épargnants). L'épargne constitue donc une vertu, puisqu'elle permet d'investir c'est-à-dire de financer des moyens de production supplémentaires.
- **La monnaie n'est qu'un intermédiaire des échanges** : la monnaie n'est pas demandée pour elle-même mais pour les biens et services qu'elle permet de se procurer. C'est pourquoi, dès qu'un individu a vendu un produit, « il n'est pas moins empressé de se défaire de l'argent que lui procure sa vente, pour que la valeur de l'argent ne chôme pas non plus ». Autrement dit, la monnaie n'est « **qu'un voile posé sur les échanges** ».

Document 2 : La loi des débouchés de Say



Les classiques, et en particulier **David Ricardo**¹⁷, vont alors jeter les fondements de la théorie quantitative de la monnaie. Séparant l'analyse réelle de l'analyse monétaire, Ricardo commence par déterminer la valeur réelle des biens : cette valeur est égale à leur coût de production, lui-même fonction de la quantité de travail. En conséquence, les coûts relatifs sont déterminés par le rapport des quantités de travail : s'il faut deux unités de travail pour produire une chaise et trois unités de travail pour produire une table, le coût d'une table en termes de chaise est de 1,5. C'est la théorie de la valeur travail incorporé. Ricardo introduit ensuite la monnaie dans son analyse : la quantité de monnaie en circulation détermine le niveau général des prix mais ne modifie en rien les prix relatifs. Pour reprendre notre exemple, si la quantité de monnaie double, le prix de la chaise et de la table double, sans que cela n'affecte le rapport table/chaise, toujours égal à 1,5. Ainsi, la monnaie n'influe pas sur la production réelle. L'inflation est donc d'origine exclusivement monétaire : elle résulte d'une croissance de la masse monétaire supérieure à la croissance de la production.

3. Les néoclassiques : la formalisation de la théorie quantitative de la monnaie

La majorité des néoclassiques reprennent des classiques cette vision de la **monnaie transactionnelle**, en particulier l'école de Lausanne et l'école de Cambridge. Léon Walras¹⁸ affirmait ainsi « le besoin que l'on a de monnaie n'est autre chose que le besoin de marchandises que l'on achètera avec cette monnaie ». Alfred Marshall¹⁹, dans la même perspective, va développer son analyse de la demande de monnaie transactionnelle. Selon lui, la demande de monnaie (ou d'encaisses) d'un agent résulte uniquement de la désynchronisation entre la perception d'un revenu et ses dépenses. La demande de monnaie n'existe donc pas pour elle-même car elle n'est pas rémunérée et ne procure donc aucune satisfaction autrement que dans la capacité qu'elle donne à réaliser des échanges simplement. Cette analyse a, par la suite, été formalisée au travers de **l'équation de Cambridge** : $Md = kPY$. Elle signifie que la demande de monnaie (Md) dépend de trois facteurs :

- Elle est une fonction croissante du revenu réel (Y) : lorsque l'activité économique réelle augmente, le volume des transactions s'accroît. Les agents ont alors besoin de monnaie supplémentaire pour effectuer ces nouvelles transactions.
- Elle est une fonction croissante du niveau général des prix (P) : si les prix augmentent, les agents ont besoin d'une plus grande quantité de monnaie pour échanger un même volume de biens et services.
- Elle est une fonction décroissante de la vitesse de circulation de la monnaie ($k = 1/v$) : plus la monnaie circule vite, c'est-à-dire plus elle permet de financer un nombre important de transactions, plus la quantité de monnaie nécessaire au financement des échanges est faible.

En raisonnant en termes réels plutôt qu'en termes nominaux, comme le fait Marshall, la demande d'encaisses réelles (Md/P) devient : $Md/P = kPY/P \Leftrightarrow Md/P = kY$. C'est cette équation qui sert de base à Pigou²⁰ pour théoriser son « effet d'encaisses réelles ».

A partir de cette conception de la monnaie, les néoclassiques vont formaliser la théorie quantitative de la monnaie. En particulier, c'est Irving Fisher²¹ qui va développer l'équation suivante : **$MV = PT$** .

- M correspond à la **masse monétaire** qui est supposée exogène c'est-à-dire déterminée et contrôlée par les autorités monétaires.
- V correspond à la **vitesse de circulation de la monnaie** c'est-à-dire le nombre de paiements qu'effectue en moyenne une unité monétaire dans un temps donné. Celle-ci est supposée constante à court terme puisqu'elle dépend de facteurs structurels tels que les habitudes et les goûts des agents.
- P correspond au **niveau général des prix**.
- T correspond au **volume global des transactions** qui ne dépend que de facteurs réels.

Cette équation montre que la masse monétaire multipliée par la vitesse de circulation de la monnaie est nécessairement égale au niveau général des prix multiplié par la somme des transactions. Dans cette vision dichotomique, la monnaie n'est que la simple retranscription monétaire des échanges réels.

Fisher va néanmoins transformer cette relation comptable en relation causale : comme V est fixe et T ne dépend pas de facteurs monétaires, le niveau général des prix (P) n'est influencé que par la quantité de monnaie en circulation (M). On obtient alors l'idée selon laquelle l'inflation résulte d'un excès de croissance de la masse monétaire par rapport à la production réelle.

B. La monnaie active : une autre dimension de la « révolution keynésienne »

1. Keynes remet en cause la neutralité de la monnaie

Keynes²² s'oppose à la théorie quantitative de la monnaie. Pour lui, **la monnaie n'est pas neutre, elle a des effets réels sur l'économie** : il abandonne ainsi la vision dichotomiste de la monnaie au profit de la thèse de la monnaie active.

Keynes rompt avec la conception uniquement transactionnelle de la monnaie. Il explique que, bien que conserver de la monnaie ne rapporte rien, **les agents ont une « préférence pour la liquidité » pour trois motifs** :

- **Le motif de transaction** : il correspond aux « besoins de monnaie pour la réalisation courante des échanges personnels et professionnels ». Dit autrement, les ménages conservent de la monnaie entre le moment où ils perçoivent un revenu et réalisent leurs consommations et les entreprises conservent de la monnaie entre le moment où ils perçoivent leurs recettes et réalisent leurs dépenses.
- **Le motif de précaution** : il est défini comme « le désir de sécurité en ce qui concerne l'équivalent futur en argent d'une certaine proportion de ses ressources totales ». Plus simplement, il s'agit d'un volant de liquidités destiné à d'éventuelles difficultés financières futures. Ce motif est plus ou moins fort selon que les agents peuvent se procurer facilement de la monnaie en cas de besoin (recourir facilement au crédit par exemple).
- **Le motif de spéculation** : c'est « le désir de profiter d'une meilleure connaissance que celle du marché de ce que réserve l'avenir ». Un agent qui spéculé achète un actif à un instant t dans l'espoir que le prix de celui-ci monte et qu'il puisse le revendre et en tirer un gain (où à l'inverse de le revendre à un prix élevé avant qu'il ne baisse).

Dans cette perspective, **la demande de monnaie liée à ces trois motifs a donc, pour Keynes, deux déterminants** :

- **Le revenu courant détermine la demande de monnaie pour les motifs de transaction et de précaution**. En effet, plus le revenu courant est élevé et plus les individus souhaitent réaliser de transactions et mettent de côté des liquidités pour faire face à des dépenses imprévues.
- **Le taux d'intérêt détermine la demande de monnaie pour motif de spéculation** : c'est le prix de la renonciation à la liquidité pour les spéculateurs qui arbitrent entre monnaie et actifs financiers. Selon Keynes, plus le taux d'intérêt est élevé et plus la demande de monnaie pour motif de spéculation est faible et inversement. Dit autrement, il existe une relation inverse entre le taux d'intérêt et la demande de monnaie pour motif de spéculation. Il prend l'exemple des obligations pour l'expliquer. L'obligation est un titre de dette qu'on peut acheter pour un certain montant. Elle procure à son détenteur un revenu fixe chaque année déterminé par le taux d'intérêt. Un spéculateur a le choix entre plusieurs obligations sur le marché et notamment entre d'anciennes obligations et de nouvelles obligations. Supposons une obligation de 100€ émise à l'instant t_1 à un taux d'intérêt de 10%. Elle rapportera donc à son détenteur 10€ d'intérêts par an. Supposons maintenant qu'une nouvelle obligation de 100€ soit émise à l'instant t_2 à un taux d'intérêt de 15%. Elle rapportera ainsi à son détenteur 15€ d'intérêts par an. Comme cette nouvelle obligation est plus attractive que la précédente, l'ancienne sera revendue sur le marché ce qui entraîne une baisse de son cours jusqu'à ce que son taux de rendement égalise celui de la nouvelle obligation. Dans notre exemple, jusqu'à ce que son prix atteigne 66,6€ ($100/15 \times 10$). Le cours de l'obligation évolue donc en sens inverse du taux d'intérêt. Or, un spéculateur a le choix entre détenir de la monnaie pour motif de spéculation et acheter des obligations. Son choix est déterminé par la comparaison entre le taux d'intérêt des obligations à l'instant t_1 et un taux d'intérêt anticipé en t_2 . Si le taux est élevé en t_1 , les agents vont anticiper une baisse des taux et donc une remontée des cours. Dès lors, ils vont acheter des obligations. A l'inverse, si le taux est bas en t_1 , les agents vont anticiper une remontée du taux en t_2 et donc une baisse des cours. Ils vont alors vendre leurs obligations et détenir de la liquidité. Il existe un cas limite appelé phénomène de « **trappe à liquidité** » : il se produit lorsque le taux est si faible que le cours des obligations est considéré par les agents comme étant à son maximum. Dès lors, les perspectives de gains sont nulles et aucun spéculateur n'achète des obligations. Les spéculateurs conservent donc l'intégralité de leur monnaie pour motif de spéculation.

Cette vision va conduire Keynes à abandonner la théorie quantitative de la monnaie et la séparation entre sphère réelle et sphère monétaire. Pour lui, la monnaie n'est pas neutre, elle a des effets réels sur l'économie. En effet, selon lui, **il n'y a pas de dichotomie entre sphère réelle et sphère monétaire car le taux d'intérêt agit sur les deux sphères**.

- **Le taux d'intérêt détermine la demande de monnaie** via le motif de spéculation. Il est alors déterminé par la confrontation entre une offre de monnaie qui émane des autorités monétaires et la demande de monnaie.

- **Le taux d'intérêt détermine le niveau de l'investissement** puisque les décisions d'investissement des entrepreneurs résultent d'une confrontation entre le coût de l'investissement (déterminé par le taux d'intérêt) et son rendement attendu (que Keynes appelle l'efficacité marginale du capital).

La monnaie peut alors devenir un instrument de politique conjoncturelle pour lutter contre les crises de sous-emploi. En augmentant l'offre de monnaie, les autorités monétaires peuvent faire diminuer graduellement le taux d'intérêt et stimuler l'investissement pour relancer la demande. Dans ce cadre précis, l'augmentation de la masse monétaire ne va pas conduire à de l'inflation puisque toutes les capacités de production ne sont pas employées. Un accroissement de la masse monétaire permet donc immédiatement des achats supplémentaires puisque les entreprises arrivent à satisfaire cette nouvelle demande.

Keynes précise néanmoins que l'efficacité de la politique monétaire est moins grande que celle de la politique budgétaire pour relancer durablement l'investissement.

2. Le renouvellement keynésien autour de la courbe de Phillips

Les travaux autour de la courbe de Phillips vont **imposer** l'idée d'un arbitrage entre inflation et chômage qu'il est possible de gérer grâce à la politique conjoncturelle. **Phillips** publie en 1958 une étude sur la **relation entre le taux de chômage et la variation du salaire nominal** en Grande Bretagne de 1861 à 1957²³. Il obtient une représentation, appelée « courbe de Phillips » qui présente quatre caractéristiques essentielles :

- Il s'agit d'une relation décroissante : lorsque le taux de chômage est faible, les hausses de salaires sont importantes ; à l'inverse, lorsque le taux de chômage est élevé, les hausses de salaires sont faibles, voire négatives. Cette relation décroissante peut s'expliquer par le pouvoir de négociation des syndicats : lorsque le chômage est élevé, les syndicats ne peuvent obtenir d'augmentations substantielles des salaires.
- La relation n'est pas linéaire : économiquement, cela signifie que la variation des salaires n'est pas constante selon les niveaux de chômage. Lorsque le taux de chômage est élevé, les salaires sont relativement rigides à la baisse (par exemple parce qu'il existe un salaire minimum) ; en revanche, lorsque le taux de chômage est faible, les salaires sont fortement flexibles à la hausse.
- La relation entre taux de chômage et variation des salaires est stable : il s'agit d'une relation continue ; à un taux de chômage donné ne correspond qu'une seule variation du salaire nominal.
- La courbe coupe l'axe des abscisses en un point, correspondant à un taux de chômage de 5,5% : cela signifie que la stabilité des salaires nominaux au Royaume-Uni au cours de la période considérée nécessite 5,5% de chômage. Ce point est dénommé NAWRU (Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment).

Prolongeant Phillips, les keynésiens Samuelson et Solow²⁴ mettent en évidence une relation inverse entre inflation et chômage. **Samuelson et Solow transforment la relation initiale de Phillips en une relation entre taux de chômage et taux d'inflation.** Afin d'opérer le changement d'ordonnée, il est nécessaire d'explicitier la relation qui unit variation des salaires nominaux et variation des prix : dans une logique microéconomique, les hausses de salaires nominaux ne génèrent pas d'inflation si elles correspondent à des gains de productivité. En conséquence, les hausses de salaires sont inflationnistes si elles sont supérieures aux gains de productivité. Samuelson et Solow estiment que les gains de productivité au cours de la période 1861-1857 sont de l'ordre de 3% : pour une hausse des salaires de 3%, l'inflation doit être nulle. Une fois le changement d'ordonnée effectué, on obtient une relation – baptisée courbe de Phillips – qui met en évidence une relation inverse entre chômage et inflation : si le chômage diminue, l'inflation s'accélère ; à l'inverse, si le chômage augmente, l'inflation se ralentit. La courbe de Phillips coupe l'axe des abscisses en un point baptisé NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) : il s'agit du taux de chômage tel que l'inflation est nulle. A titre d'exemple, si le taux de chômage est de 5,5%, il correspond au NAIRU puisque le taux d'inflation est nul. En revanche, si le taux de chômage diminue à 3%, le taux d'inflation augmente. Cette courbe de Phillips revisitée met en évidence un conflit entre stabilité des prix et plein-emploi que Samuelson qualifie de « cruel dilemme » : le décideur public doit choisir entre un niveau d'emploi élevé, associé à une forte inflation, ou une stabilité des prix, associée à un chômage élevé. Cette courbe constitue l'un des fondements des politiques de relance pratiquées durant les années 1960, à l'image des politiques de *stop and go* mises en œuvre au Royaume-Uni : lorsque le chômage se développe, les pouvoirs publics relancent l'activité, ce qui risque d'entraîner une hausse de l'inflation ; lorsque l'inflation s'accélère, une politique restrictive est menée pour casser l'inflation, ce qui se traduit par une augmentation du chômage.

Document 3 : La courbe de Phillips chez les keynésiens

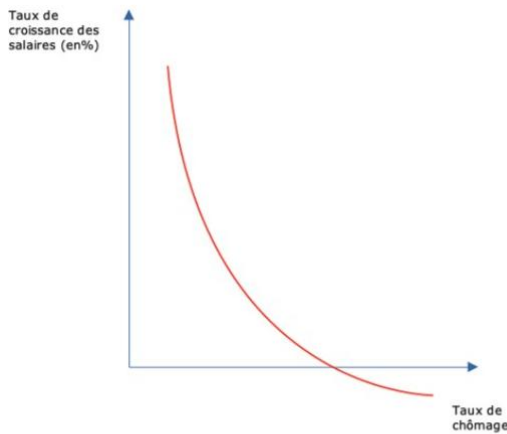


Figure 1. La courbe de Phillips : relation statistique entre le taux de croissance des salaires et le taux de chômage.

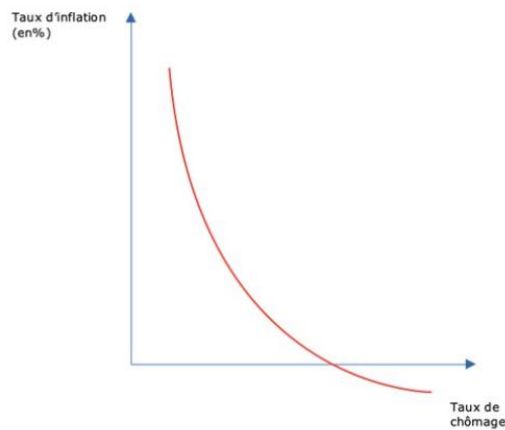


Figure 2. La courbe de Phillips réinterprétée par Samuelson et Solow : possibilité d'un arbitrage entre inflation et chômage

Au final, la courbe de Phillips tend notamment à montrer que l'on peut stimuler ou freiner la demande globale via une politique conjoncturelle et notamment une politique monétaire. C'est pourquoi cette analyse repose sur l'idée que la monnaie est active.

C. La « contre-révolution libérale » est aussi monétaire

1. Friedman et les monétaristes : la dichotomie faible

La « stagflation » des années 1970 est venue fragiliser la courbe de Phillips (coexistence d'un chômage et d'une inflation élevés). Théoriquement, **la forme de la courbe de Phillips et donc l'efficacité des politiques monétaires keynésiennes va être remise en cause d'abord par le monétariste Milton Friedman.**

Milton Friedman²⁵, en s'appuyant sur le concept **d'anticipations adaptatives** (voir chapitre 2), va montrer que l'arbitrage entre inflation et chômage existe à court terme mais disparaît sur le long terme. On peut l'illustrer à partir d'un exemple. Supposons que le gouvernement engage une relance monétaire (baisse du taux d'intérêt) qui produit de l'inflation. Celle-ci entraîne une baisse du salaire réel (salaire corrigé de la variation des prix). A court terme cependant, les agents sont victimes de **l'illusion monétaire** : ils ne s'aperçoivent pas immédiatement que leur salaire réel a baissé ; compte-tenu de cette diminution de salaire réel, les entreprises augmentent leur demande de travail et le taux de chômage baisse en dessous du NAIRU qui correspond à son niveau naturel. A court terme, on obtient bien une relation décroissante entre chômage et inflation.

Mais cet arbitrage n'est pas durable : dans un second temps, les agents réalisent que la hausse des prix a diminué leur salaire réel et réclament un ajustement salarial ; le salaire réel retrouve son niveau de départ et l'on revient au taux de chômage naturel mais avec un taux d'inflation plus élevé. Il apparaît donc que la relance est efficace à court terme, mais n'a aucun effet réel à long terme sur le taux de chômage : à long terme, la courbe de Phillips est représentée par une droite verticale. Si un gouvernement souhaite faire baisser durablement le chômage en dessous du taux naturel, il ne peut le faire qu'au prix d'une accélération de l'inflation.

Document 4 : La courbe de Phillips de Friedman

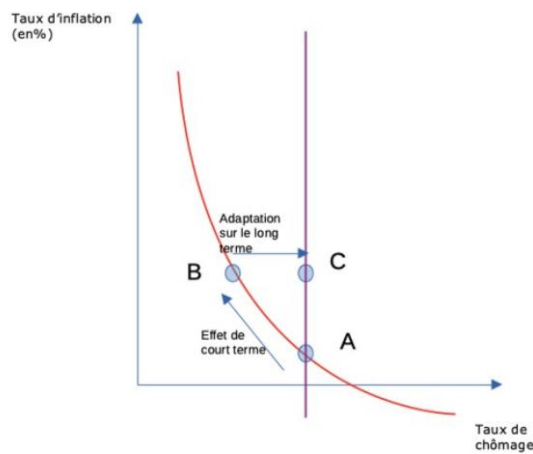


Figure 4. La courbe de Phillips de long terme selon Milton Friedman

Ainsi, **les monétaristes développent une vision de la monnaie qualifiée de dichotomie faible** : la monnaie est active à court terme mais neutre à long terme.

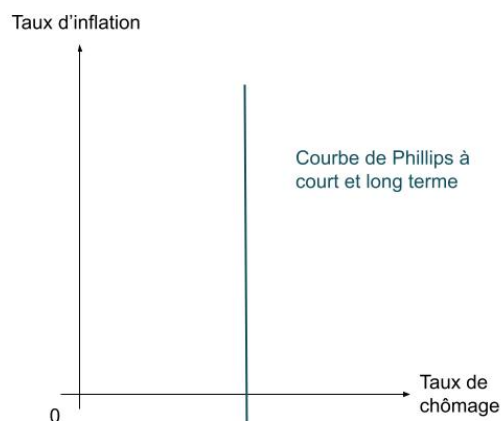
2. La NEC : le retour de la dichotomie forte

La Nouvelle école classique (NEC), notamment représentée par Robert Lucas et Thomas Sargent, va radicaliser la critique monétariste en se basant sur l'hypothèse que les **anticipations sont rationnelles** (voir chapitre 2).

En cas de relance monétaire, ils anticipent parfaitement que leur pouvoir d'achat n'augmente pas ce qui n'a donc pas d'effet sur leur demande. **La courbe de Phillips est donc verticale, à court terme comme à long terme.** En effet, si les pouvoirs publics mènent une politique monétaire expansive, les agents anticipent immédiatement l'augmentation du taux d'inflation et réclament aussitôt des hausses de salaires : la relance n'a aucun effet sur le chômage, que ce soit à court terme ou à long terme, et se traduit uniquement par une accélération de l'inflation.

Le seul moyen de « tromper » les agents consisterait à les « prendre par surprise », en annonçant par exemple une politique de stabilité monétaire tout en procédant à une relance.

Document 5 : La courbe de Phillips de la NEC



3. Hayek : une conception originale de la monnaie

L'analyse de Hayek²⁶, dans la lignée des travaux de l'école autrichienne, est originale dans la mesure où il considère que **la monnaie n'est pas neutre mais qu'elle est nocive et qu'il convient donc de neutraliser le plus possible ses effets.** Même s'il est contemporain de Keynes, ses théories vont être surtout redécouvertes dans les années 1970 portées par la contre-révolution libérale.

Il part du principe que lorsqu'une banque centrale mène une politique monétaire expansionniste, l'offre de monnaie augmente de façon importante, ce qui pousse le taux d'intérêt monétaire à la baisse puisqu'il représente le prix sur le marché de la monnaie. Il va donc se fixer en deçà du taux d'intérêt naturel censé refléter le prix sur le marché des fonds prêtables. Le taux d'intérêt monétaire étant faible le coût du crédit diminue et **les agents sont incités à investir dans des projets qui ne sont pas forcément rentables**. Ainsi, en envoyant un faux signal de rentabilité aux agents, la chaîne de production s'allonge : c'est « **l'allongement du détour de production** ». En conséquence, **l'allocation des ressources est non optimale** puisqu'elle est orientée vers la production de biens d'équipements (ou de production) plutôt que vers les biens de consommation. On est alors dans une situation de surinvestissement. Lorsque la banque centrale prend conscience de cette situation, elle élève ses taux directeurs. En conséquence, alors que l'offre de biens d'équipement devient supérieure à la demande et donc que les prix baissent, c'est l'inverse sur le marché des biens de consommation vers lequel la demande se déporte et sur lequel on observe alors une montée des prix face à la pénurie. On constate ainsi que la politique monétaire n'est pas neutre : **elle modifie les prix relatifs et, ce faisant, modifie les décisions des agents sur les marchés de façon non optimale et conduit à une amplification des cycles économiques**. Face à ces cycles économiques liés aux variations de la masse monétaire, Hayek cherche les moyens de neutraliser la monnaie. Pour lui la seule manière consiste à abandonner complètement la politique monétaire. Il évoque même la possibilité de **privatiser la monnaie**. Des banques privées émettraient des monnaies, sous le seul contrôle du marché. Le jeu de la concurrence permettrait de sélectionner les monnaies solides et éliminerait les monnaies mal gérées.

SECTION 2 : LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE

La première section de ce chapitre nous a permis de comprendre la monnaie, c'est-à-dire l'approvisionnement de l'économie en liquidités pour permettre les transactions portant sur les biens, les services et les actifs (réels et financiers). Même si la monnaie n'est pas sans lien avec le financement des activités économiques, il faut bien distinguer ces deux aspects. Bien comprendre le financement de l'économie impose de comprendre comment il s'organise (I) et quelles sont les différentes modalités de financement des agents (II).

I. COMMENT S'ORGANISE LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE ?

Pour comprendre l'organisation du financement de l'économie il nous faut d'abord lever le voile sur ce que l'on entend par là (A) mais aussi découvrir ce qu'est le système financier (B) et comment le marché des fonds prêtables permet de le modéliser (C).

A. Le financement de l'économie

1. Qu'est-ce que le financement de l'économie ?

Le **financement** de l'économie se définit comme l'ensemble des processus permettant aux agents économiques (entreprises, ménages, administrations publiques) de couvrir les besoins financiers liés à leurs activités. Le développement d'une économie moderne nécessite en effet des ressources financières importantes. Les entreprises doivent financer leurs investissements, les salaires et les consommations intermédiaires ; les ménages doivent financer leurs dépenses de consommation et leurs investissements immobiliers ; les administrations publiques doivent financer leurs investissements, les salaires des fonctionnaires, les revenus de transfert, etc.

S'intéresser au financement de l'économie suppose donc d'identifier :

- Les agents en **besoin de financement** sont ceux dont les ressources sont inférieures aux dépenses à un moment donné.
- Les agents en **capacité de financement** sont ceux dont les ressources sont supérieures aux dépenses à un moment donné.

Au niveau global, si l'on recense l'ensemble des capacités de financement d'un côté et l'ensemble des besoins de financement de l'autre, on peut déterminer la **capacité ou le besoin de financement de la Nation**.

2. Quelle est la situation financière des différents acteurs de l'économie ?

Les agents qui, la plupart du temps sont en **besoin de financement** sont :

- **Les entreprises.** Les entreprises, à l'issue des opérations de production et de répartition des revenus salariaux primaires et des impôts sur la production, dégagent généralement un solde positif : l'EBE (excédent brut d'exploitation). Néanmoins, ce solde est généralement insuffisant pour mettre en œuvre leurs projets d'investissement. Les entreprises sont donc généralement en besoin de financement.
- **Les administrations publiques.** Les administrations publiques disposent de ressources qui à 95% sont constituées de recettes fiscales (TVA, IRPP...) mais aussi de recettes non fiscales (revenus de l'Etat actionnaire ou propriétaire de domaines, amendes...). Lorsque le solde public (la différence entre les recettes et les dépenses des APU), on parle de déficit public, ce qui est le cas depuis une quarantaine d'années en France (depuis 1974 précisément). En 2024, le déficit public s'est finalement établi à 5,8% du PIB et le gouvernement a fixé pour 2025 l'objectif de le ramener à 5% du PIB. Rappelons (chapitre 1), que le déficit public est surtout un déficit budgétaire (déficit de l'Etat au sens strict c'est-à-dire des APUC).

Généralement, **les ménages sont en capacité de financement**. Leur revenu disponible est utilisé pour la consommation finale et l'épargne brute. Cette dernière correspond à la partie du revenu disponible non consommée. Un ménage peut utiliser son épargne de plusieurs façons : la conserver sous forme de monnaie ou la placer en achetant des actifs financiers plus ou moins liquides (épargne financière), ou encore acquérir des biens immobiliers (épargne non financière). L'épargne financière constitue la capacité de financement des ménages. Ainsi, un ménage dégage une capacité de financement à deux conditions : dégager d'abord une épargne positive (ne pas consommer tout son revenu disponible) et ensuite ne pas affecter la totalité de son épargne à l'achat de biens immobiliers. Bien entendu, si au niveau macroéconomique, les ménages sont en capacité de financement cela recouvre, à l'échelle microéconomique, une grande variété de situations en raison de fortes inégalités de revenu.

A l'échelle globale, on observe que **l'économie française est en besoin de financement**. Cela signifie que les capacités de financement des acteurs de l'économie française sont insuffisantes pour couvrir les besoins de ces mêmes acteurs. Il faut donc alors chercher des financements auprès du reste du monde.

B. Le système financier

1. Qu'est-ce que le système financier ?

Les agents ayant un besoin de financement ont des ressources propres insuffisantes pour mener leurs activités alors que les agents ayant une capacité de financement ont une épargne non utilisée. Le rôle du **système financier** est d'assurer la mise en relation des agents en capacité de financement et des agents en besoin de financement. Il est constitué d'un ensemble d'institutions, de règles, de pratiques et d'acteurs qui facilitent le financement de l'économie. Au niveau des secteurs institutionnels, il s'agit donc de faire en sorte que les capacités de financement des ménages couvrent les besoins de financement des entreprises et des administrations publiques. Au niveau global, les besoins de financement de l'économie française sont couverts par les économies dégageant une capacité de financement.

2. Les deux manières d'organiser la rencontre entre agents en besoin et en capacité de financement

Les économies contemporaines voient cohabiter **deux formes de finance**, deux manières d'organiser la rencontre entre les agents en capacité de financement et les agents en besoin de financement.

- **La finance directe** met directement en relation les agents en capacité de financement avec les agents en besoin de financement. Dans ce cas, les emprunteurs sollicitent directement les prêteurs.
- **La finance indirecte ou finance intermédiée** fait intervenir un intermédiaire financier : les emprunteurs s'adressent à des intermédiaires financiers (en particulier des banques) qui leurs octroient des crédits.

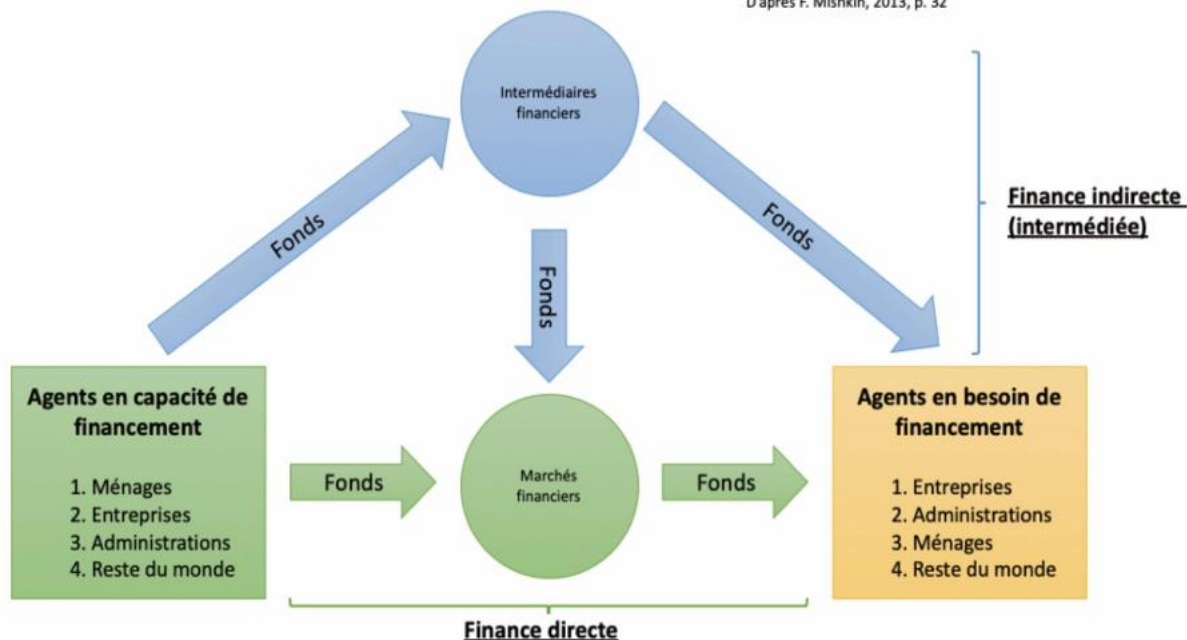
Dans les deux cas, la rencontre entre les agents en capacité de financement et les agents en besoin de financement a un prix. Ce prix est appelé **taux d'intérêt** : c'est une rémunération pour le prêteur et un coût pour l'emprunteur. Il varie selon le risque et le temps dans la mesure où, en mettant ses fonds à disposition d'autres agents, le prêteur renonce à la satisfaction que lui procurerait la consommation s'il dépensait lui-même ses fonds puisqu'il doit attendre que l'emprunteur le rembourse pour en jouir mais il prend également le risque de perdre ses fonds puisqu'il n'est pas

certain que l'emprunteur le remboursera. Ainsi, des fonds mis à disposition à long terme devront être rémunérés davantage que les fonds prêtés à court terme, car la durée du renoncement est plus longue. De même, des fonds investis dans une activité risquée par l'emprunteur devront être rémunérés plus fortement que des fonds investis dans une activité peu risquée. Il existe donc une grande variété de taux d'intérêt puisqu'il existe une grande variété d'emprunteurs aux profils plus ou moins risqués et de durée d'emprunts.

Document 6 :

Les flux de fonds au sein du système financier : finance directe et finance indirecte

D'après F. Mishkin, 2013, p. 32



C. Le marché des fonds prêtables

1. Qu'est-ce que le marché des fonds prêtables ?

Le **marché des fonds prêtables** permet de modéliser cette rencontre à partir d'une représentation simplifiée sur le modèle de la finance directe. Sur ce marché s'échangent des **fonds prêtables** à un certain prix : le **taux d'intérêt réel**. Ce dernier est déterminé par la rencontre entre l'**offre de fonds prêtables** qui émane des agents en capacité de financement et la **demande de fonds prêtables** qui émane des agents en besoin de financement.

Ce modèle repose sur **certaines hypothèses** conformes à la théorie néoclassique standard :

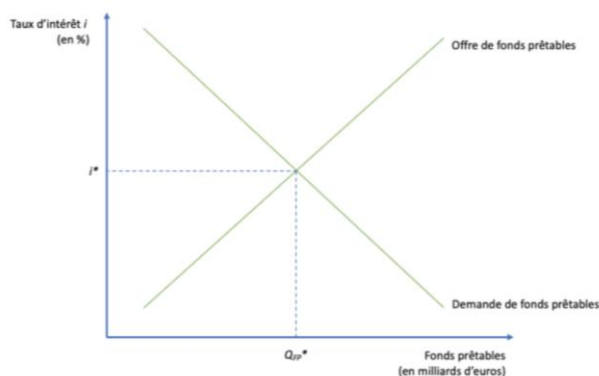
- Il existe un grand nombre d'offeurs de capitaux (des agents en capacité de financement) et un grand nombre de demandeurs de capitaux (des agents en besoin de financement) ;
- Les offreurs sont disposés à prêter aux demandeurs via un contrat qui prévoit la durée du prêt et tous les contrats sont de même durée ;
- Les agents en besoin de financement présentent le même risque : ils ont tous la même probabilité de ne pas rembourser le prêt qui leur aura été consenti ;
- Tout agent en capacité de financement et tout agent en besoin de financement peut accéder au marché des fonds prêtables ;
- Tous les agents disposent de toute l'information nécessaire pour effectuer les transactions (durée de prêt, risque de défaut des prêteurs, rémunération des obligations de même risque)

2. L'équilibre sur le marché des fonds prêtables

A ces conditions, le marché des fonds prêtables **fonctionne comme n'importe quel marché selon les développements du modèle néoclassique** :

- La demande de fonds prêtables émane des agents en besoin de financement. Elle est décroissante en fonction du taux d'intérêt car plus celui-ci est faible moins l'emprunt est coûteux. La **loi de la demande** s'applique donc sur le marché des fonds prêtables : lorsque le taux d'intérêt augmente, toutes choses égales par ailleurs, la quantité demandée de fonds prêtables diminue.
- L'offre de fonds prêtables émane des agents en capacité de financement. Elle est croissante en fonction du taux d'intérêt car plus celui-ci est élevé et plus la rémunération des capitaux qu'ils prêtent est élevée. La **loi de l'offre** s'applique donc sur le marché des fonds prêtables : lorsque le taux d'intérêt augmente, toutes choses égales par ailleurs, la quantité offerte de fonds prêtables augmente.
- La confrontation de l'offre et de la demande de fonds prêtables sur le marché aboutit à la détermination d'un taux d'intérêt d'**équilibre** pour lequel l'offre et la demande de fonds prêtables s'égalisent. Les quantités d'équilibre qui en découlent correspondent aux quantités de fonds réellement prêtés.

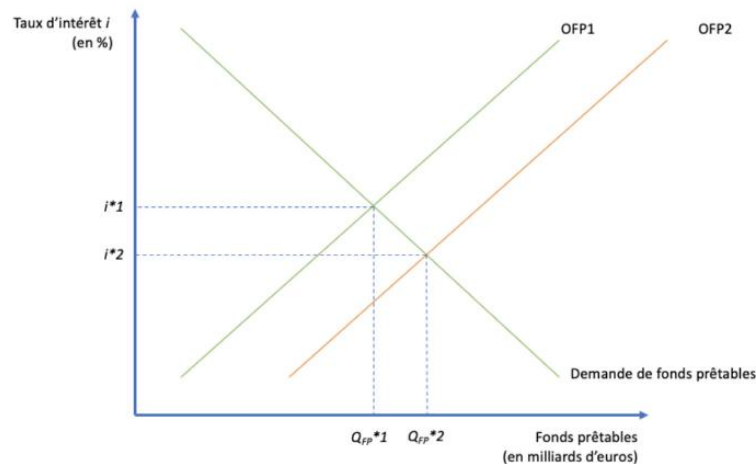
Document 7 : Le marché des fonds prêtables



L'équilibre du marché des fonds prêtables peut être modifié par :

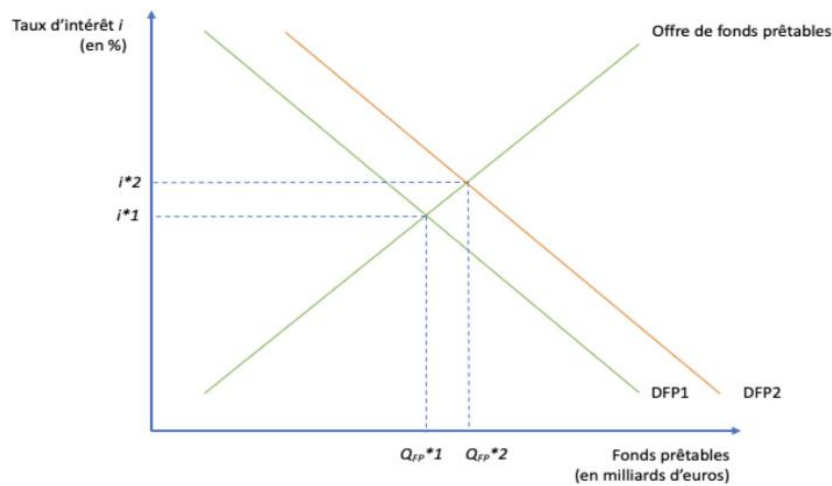
- Un **changement de l'offre de fonds prêtables** lié à plusieurs facteurs :
 - **La richesse des agents** : toutes choses égales par ailleurs, en période de croissance économique, le revenu disponible des agents s'accroît plus vite que leur consommation. L'épargne augmente et l'offre de fonds prêteable également. Ceci peut se représenter graphiquement par un déplacement vers la droite de l'offre de fonds prêteable. Conséquemment, le taux d'intérêt d'équilibre diminue et la quantité de fonds prêtés augmente. Graphiquement, la courbe d'offre se déplace vers la droite. En outre, si la propension à épargner augmente, l'épargne des ménages augmente, ce qui conduit à une hausse de l'offre de fonds prêtables. Une variation en sens opposé du revenu et du patrimoine des agents lors d'une récession conduira à une diminution de l'offre de fonds prêtables, aboutissant à une augmentation du taux d'intérêt d'équilibre et une diminution de la quantité de fonds prêtés.
 - **Le risque relatif (par rapport aux autres actifs)** : lorsque le risque d'un actif (par exemple, d'une catégorie d'emprunteurs) augmente, les prêteurs sont moins enclins à prêter leurs fonds car ils craignent de n'être pas remboursés. Ils préfèrent donc placer leurs fonds dans d'autres actifs moins risqués et l'offre de fonds prêtables, pour cette catégorie d'actifs, se réduit. Graphiquement, la courbe d'offre se déplace vers la gauche.

Document 8 : Le marché des fonds prêtables suite à une augmentation de l'offre



- Un **changement de la demande de fonds prêtables** lié à plusieurs facteurs :
 - **La rentabilité anticipée des investissements des entreprises** : des débouchés anticipés grâce à l'achat d'une licence d'exploitation, la conquête d'un nouveau marché grâce à des investissements de capacité ou une rentabilité en hausse grâce à un investissement de rationalisation peuvent conduire l'entreprise à anticiper des profits plus élevés. Dès lors, elle cherchera à financer ses projets d'investissement et demandera des fonds pour le faire. Si la conjoncture est favorable, les occasions d'investissement qui semblent rentables sont plus nombreuses, pour tout niveau de taux d'intérêt, ce qui incite les entreprises à investir, donc à demander des fonds. Inversement, lors d'une conjoncture défavorable, les occasions d'investissement rentables, pour tout niveau de taux d'intérêt, diminuent, ce qui conduit à une diminution de la demande de fonds prêtables.
 - **L'inflation anticipée** : le taux d'intérêt réel, qui détermine le coût réel de l'emprunt, étant égal au taux d'intérêt nominal diminué de l'inflation, une augmentation de l'inflation diminue le taux d'intérêt réel, pour tout niveau de taux d'intérêt nominal. Le coût réel de l'emprunt, pour tout niveau de taux d'intérêt nominal, diminue donc lorsque l'inflation augmente. Si les agents anticipent une accélération de l'inflation, ils anticipent une baisse du coût réel de leur emprunt : par conséquent, ils peuvent emprunter davantage pour un même coût. Une hausse de l'inflation anticipée augmente donc la demande de fonds prêtables.
 - **La politique budgétaire de l'État** : une émission d'obligations d'État pour financer un déficit budgétaire (qui n'est pas fonction directe des taux d'intérêts) constitue une augmentation de la demande de fonds prêtables, pour tout niveau de taux d'intérêt. Graphiquement, la courbe de demande se déplace vers la droite. En conséquence, le taux d'intérêt d'équilibre augmente et la quantité de fonds prêtés augmente aussi.

Document 9 : Le marché des fonds prêtables suite à une augmentation de la demande



II. QUELLES SONT LES DIFFERENTES MODALITES DE FINANCEMENT DES AGENTS ?

Pour financer leurs activités, les agents économiques disposent de plusieurs modalités de financement. Si l'autofinancement et, ces dernières années, le financement participatif présentent des avantages ce sont également des voies de financement limitées (A). C'est pourquoi les agents recourent le plus souvent à d'autres modalités de financement : le financement externe soit indirect (B) soit direct (C).

A. Autofinancement et financement participatif : des voies de financement limitées

1. L'autofinancement : principes, avantages et limites

L'autofinancement ou financement interne est une modalité de financement reposant sur la **mobilisation des ressources propres** de l'agent qui souhaite se financer.

- **Pour un ménage**, lorsque son revenu disponible brut (RDB) est supérieur à ses dépenses de consommation alors il peut dégager une épargne brute qui va lui permettre de s'autofinancer, par exemple pour investir dans un bien immobilier (au moins en partie).
- **Pour une entreprise**, lorsque sa recette (ou chiffre d'affaires) est supérieure à l'ensemble de ses coûts (paiement des salaires et des cotisations sociales, paiement des impôts sur la production, remboursement des emprunts), elle dégage un bénéfice qu'elle peut décider de reverser aux propriétaires du capital (paiement des dividendes) et/ou de mettre en réserve. Ces bénéfices mis en réserve constituent l'épargne brute qui peut lui permettre de s'autofinancer, par exemple pour acquérir une nouvelle machine. Cette question est cruciale car elle pose, en creux, la question du partage de la valeur ajoutée : faut-il privilégier les salaires ou le profit ? Elle pose également la question de l'utilisation de ces derniers : les profits servent-ils à enrichir les propriétaires du capital ou à investir et donc, selon le théorème de Schmidt – « les profits d'aujourd'hui sont les investissements de demain et les emplois d'après-demain » - à alimenter l'économie ? (Voir chapitre 1).
- **Pour une APU**, lorsque les prélèvements obligatoires sont supérieurs aux dépenses publiques (à adapter en fonction de l'APU concernée), elle dégage un excédent qui constitue son épargne brute. Cette situation apparaît néanmoins bien théorique aujourd'hui.

Le principal avantage de l'autofinancement est l'indépendance vis-à-vis des prêteurs et donc l'autonomie en matière de prise de décision. Qu'on pense à un ménage, une entreprise ou même un Etat, tout recours à un endettement extérieur est susceptible de limiter les choix possibles, le prêteur imposant plus ou moins fortement des décisions lui permettant de garantir son remboursement.

Pour autant, **on ne peut pas considérer que l'autofinancement est gratuit**. Utiliser ses ressources propres pour autofinancer un projet d'investissement c'est ne pas les utiliser autrement. S'autofinancer a donc un coût d'opportunité mesuré par le taux d'intérêt.

La principale limite de l'autofinancement est que, par nature, elle ne permet pas d'envisager de lourds projets de financement puisqu'elle repose sur les ressources propres de l'agent qui peuvent être limitées. L'autofinancement n'est donc pas une source de financement suffisante pour assurer le financement de l'économie, c'est pourquoi les agents peuvent avoir recours à un financement externe.

2. Le financement participatif : une révolution limitée ?

Le **financement participatif, ou crowdfunding**, désigne un financement reposant sur la mise en relation directe des agents à besoin de financement avec les agents en capacité de financement via **internet**. Il s'agit d'un mode de financement possible pour un ménage porteur de projet ou, le plus souvent, une entreprise. On distingue trois types de financement participatif :

- Le don, avec ou sans contrepartie. On parle alors de *reward crowdfunding*. Les financeurs répondent à un appel au don et reçoivent une récompense sous forme d'un bien ou d'un service. Celle-ci peut varier en fonction du montant du don. Les plateformes Kisskissbankbank ou Ulule se sont spécialisées sur ce modèle. Il s'agit du mode de financement participatif le plus répandue en France. Ici, le financement s'apparente plus à une démarche de mécénat ou de préachat d'un bien ou d'un service.
- Le prêt contre intérêts ou *crowdlending* : dans ce cas, les participants prêtent leur argent à des entreprises contre une rétribution mensuelle. La plateforme de microcrédit Babyloan ou la plateforme Unilend proposent ce type de mise en relation.
- La négociation de parts au capital d'entreprises ou *crowdequity* : ce mode de financement, notamment utilisé par les start-ups, consiste à lancer un appel à financement dans le cadre d'une augmentation de capital. Dans ce cas, les contributeurs acquièrent une prise de participation dans l'entreprise. Les plateformes Wiseed ou Smartangels sont dédiées à ce type de crowdfunding.

Le financement participatif présente **des avantages pour les financeurs comme pour les financés** :

- **Pour les financeurs** : les internautes qui ont envie de donner du sens à leur épargne peuvent investir dans des projets qu'ils peuvent sélectionner eux-mêmes et en toute transparence. En effet, ils sélectionnent des projets qui correspondent à leurs sensibilités, à leurs valeurs puisque grâce à la technologie et aux outils développés par ces plateformes les donateurs accèdent directement aux porteurs de projets. On peut ainsi le relier à l'action rationnelle en valeur de Max Weber²⁷.
- **Pour les financés** : les porteurs de projet qui recourent à un financement participatif peuvent accéder à des moyens de financement alors qu'ils ne rempliraient pas nécessairement les conditions pour accéder à une autre modalité de financement. On peut penser par exemple aux start-ups qui sont de petites entreprises avec un profil risqué et ont donc parfois difficilement accès aux autres modalités de financement.

Néanmoins, dans les faits, **le financement participatif constitue un moyen de financement limité**. Les sommes collectées par le financement participatif restent modestes : en 2017, en France, le don moyen tournait autour de 4000€. Les grands projets, tels les changements d'échelle ou de technologies, sont donc impossibles à financer par ce biais. Les agents ont alors recours à une autre modalité de financement externe et peuvent alors opter pour un financement direct ou indirect.

B. Le financement externe indirect : le recours aux intermédiaires financiers

1. Qu'est-ce que le financement externe indirect ?

L'agent qui présente un besoin de financement peut recourir à un financement externe indirect. Il s'agit alors de souscrire un **crédit auprès d'une institution financière**, le plus souvent une banque. L'agent est alors endetté.

Un **crédit** est un contrat souscrit entre un emprunteur et une institution financière, souvent une banque, qui tient le rôle de prêteur. Ce contrat prévoit le montant, la durée ainsi que l'objet du crédit (à quoi vont servir les fonds) ; le taux d'intérêt (la rémunération de la banque), les assurances et autres frais ; le calendrier de remboursement ; ainsi que diverses garanties visant à protéger la banque en cas de non-paiement de l'emprunteur.

Le financement externe indirect peut être :

- **Non monétaire** : lorsque l'intermédiaire financier se charge de collecter des fonds auprès des épargnants qu'elle prête ensuite aux agents en besoin de financement. Il s'agit alors d'une intermédiation de bilan. La logique est la suivante : « les dépôts font les crédits ». C'est ce que font notamment les caisses d'épargne.
- **Monétaire** : lorsqu'une banque commerciale (et uniquement une banque commerciale) crée de la monnaie *ex nihilo* en offrant un crédit. La logique est alors inverse : « les crédits font les dépôts ».

2. Avantages et limites du financement externe indirect

Le financement externe indirect présente **plusieurs avantages** :

- Contrairement à l'autofinancement, le financement externe indirect permet de financer des projets qui dépassent les capacités de financement de l'agent et, contrairement au financement participatif, il permet de financer des **projets de plus grande ampleur**.
- Un autre avantage est que **tous les ménages et toutes les entreprises peuvent a priori recourir à ce type de financement**. En particulier, le financement indirect est la voie de financement externe incontournable des ménages mais aussi des micro-entreprises et PME qui n'ont pas, ou difficilement, accès aux marchés financiers pour un financement direct. En 2019, 63% du financement des SNF était ainsi réalisé par le crédit bancaire en France (Banque de France).

Cependant, ce mode de financement a également **des limites** :

- **Ce mode de financement a un coût** puisque l'intermédiaire financier est rémunéré (taux d'intérêt). Ce coût peut être très élevé en particulier pour les entreprises innovantes dont les activités apparaissent risquées. Il peut même arriver que les banques refusent de financer ces projets.
- Par ailleurs, particulièrement important dans les années 1970 en France, ce mode de financement a aussi été accusé d'être **inflationniste** par les néolibéraux qui voient dans l'augmentation de la quantité de monnaie en circulation résultant des crédits bancaires la cause de l'inflation.

C. Le financement externe direct : le rôle prépondérant des marchés financiers

1. Qu'est-ce que le financement externe direct ?

Le **financement externe direct** consiste en un financement sans intermédiaire : les agents en besoin de financement se financent directement auprès des agents en capacité de financement. Le plus souvent, cette rencontre est organisée au sein du marché financier. Sur le marché financier, les agents en besoin de financement peuvent se financer via l'émission de titres financiers de deux façons :

- **Via l'émission d'actions**. Une action est un titre de propriété d'une entreprise. Celui qui en possède une possède une partie de l'entreprise et a droit, à ce titre, de percevoir une partie des bénéfices de cette dernière. Une entreprise qui émet des actions augmente son capital social. Le capital social correspond en effet à la valeur des apports réalisés par les associés ou actionnaires lors de la création ou d'une augmentation de capital ultérieure. L'entreprise dispose ainsi de nouveaux moyens de financement qui proviennent des propriétaires (nouveaux et anciens) de l'entreprise.
- **Via l'émission d'obligations**. Une obligation est un titre de dette. Le prêteur met alors les fonds à disposition de l'emprunteur en échange de ce titre financier qui atteste juridiquement de la promesse que fait l'emprunteur de le rembourser à une date donnée en y ajoutant une rémunération appelée intérêt. Une entreprise qui émet des obligations n'augmente pas son capital social mais sa dette. Il n'y a pas de nouveaux propriétaires mais de nouveaux créanciers (prêteurs).

Notons que **le marché financier est le marché des capitaux de long terme**. Sur ce marché, on échange des titres financiers également appelés des valeurs mobilières. Il est lui-même composé du :

- **Marché des actions ou « bourse des valeurs »** sur lequel s'échange des actions. Le marché des actions est divisé en deux compartiments indépendants :
 - Le compartiment primaire (le « marché du neuf ») qui est le lieu d'émission de nouvelles actions. C'est sur le marché primaire qu'est fixé, pour la première fois et par l'entreprise émettrice, le prix de vente d'une action appelé « prix d'émission ».

- Le compartiment secondaire (le « marché de l'occasion ») qui est le lieu d'échange des actions déjà existantes. Les actions y sont achetées et revendues selon un « prix de marché », appelé cours de l'action, qui dépend de l'offre et de la demande. Si la demande augmente, le cours de l'action grimpe et inversement il descend si la demande baisse.
- **Marché des obligations ou « marché obligataire »** sur lequel s'échange des obligations. Là aussi il faut distinguer :
 - Le compartiment primaire qui est le lieu d'émission de nouvelles obligations.
 - Le compartiment secondaire qui est le lieu d'échange des obligations déjà existantes. Sur ce compartiment, le cours d'une obligation varie en sens inverse du taux d'intérêt.

Notons que **le marché financier est un sous-ensemble du marché des capitaux** qui est également composé du :

- **Marché monétaire : c'est le marché des capitaux de court et de moyen terme.** Il est lui-même composé du :
 - Marché interbancaire réservé aux banques et à quelques institutions financières agréées (la Banque de France, le Trésor Public, la Caisse des dépôts et consignations) qui s'échangent de la monnaie centrale pour de courtes durées
 - Marché des titres de créances négociables (TCN) ouvert à tous les agents économiques, notamment les entreprises, qui échangent des titres de créances à court ou moyen terme contre des liquidités (bons du Trésor négociables émis par le Trésor public, certificats de dépôt négociables émis par les établissements financiers, billets de trésorerie émis par les entreprises ayant moins de deux ans d'existence, bons à moyens termes négociables émis par des entreprises ou des établissements financiers pour une durée moyenne).
- **Marché des changes** sur lequel s'achètent et se vendent les devises. Le prix des monnaies les unes par rapport aux autres (les taux de change) sont le résultat des opérations de change. Une monnaie s'apprécie lorsque sa demande augmente et se déprécie lorsque sa demande baisse.
- **Marché des produits dérivés ou marché à terme** qui permettent de se couvrir contre certains risques comme le risque de change.

Ajoutons que des entreprises peuvent se financer par l'émission d'actions sans être cotées en bourse. Dans ce cas, elles émettent des actions et les proposent directement à des investisseurs (associés existants, fonds de capital-investissement, etc.) sans passer par le marché financier.

2. Avantages et limites du financement externe direct

Le financement externe direct présente **plusieurs avantages** :

- Le financement externe direct permet de **mobiliser des sommes très importantes** puisque de nombreux agents en capacité de financement peuvent acquérir des actions et des obligations ce qui décuple les capacités de financement.
- Le financement externe direct permet **d'éviter les coûts de l'intermédiation financière** puisque c'est un financement sans intermédiaire. Par ailleurs, il **évite les tensions inflationnistes** liées à la création monétaire via le crédit bancaire. A ce titre, il constituerait dans une perspective néoclassique, le **mode de financement le plus efficace**.
- Le financement externe direct permet de **financer des projets risqués**, notamment des activités innovantes qui décourageraient les banques mais qui, au regard des perspectives de profit, seraient financées sur les marchés financiers.

Néanmoins, **tous les agents ne peuvent accéder aux marchés financiers pour se financer**.

- **Le marché des actions est réservé aux entreprises et même, pratiquement, à quelques entreprises.** En effet, pour y accéder, les entreprises doivent avoir une taille critique (chiffre d'affaires, actifs, notoriété) pour intéresser les investisseurs. Par ailleurs, l'accès aux marchés financiers suppose un certain nombre de coûts : des frais d'introduction, des frais liés à l'exigence de transparence (comptes certifiés par un commissaire aux comptes, notation financière par une agence, publication de rapports réguliers, etc.). Les entreprises concernées doivent également se conformer aux réglementations financières (c'est l'AMF en France qui s'en charge). C'est pourquoi ce ne sont généralement que les grandes entreprises qui peuvent accéder à ce mode de financement.

- **Le marché des obligations est réservé aux quelques entreprises, qui répondent à peu près aux mêmes critères que sur le marché des actions, et aux Etats.** C'est même la seule voie de financement des Etats qui émettent des « bons du Trésor ».
- **Les ménages ne peuvent pas accéder au marché financier pour se financer (ni action, ni obligation).** Les ménages ne peuvent accéder aux marchés financiers qu'en tant qu'agent en capacité de financement. Ils peuvent le faire :
 - **Directement** : pour ce faire, un ménage doit ouvrir un compte-titres ou un PEA (Plan d'Epargne en Actions). Ce compte est indispensable pour acheter et vendre des titres. Il peut être ouvert auprès d'un courtier en ligne ou d'une société de bourse. Les marchés financiers étant organisés autour de places boursières (Euronext, NYSE...), le ménage doit utiliser un courtier agréé pour avoir un accès technique à ces marchés. Il passe ensuite des ordres de bourse auprès de ce courtier qui précisent le montant, le type d'ordre, et le moment.
 - **Indirectement** : le plus souvent, un ménage confie la gestion de son épargne à des intermédiaires spécialisés qui agissent sur les marchés financiers. Dans ce cas-là, il ne choisit pas lui-même les titres qui vont être acquis sur le marché financier. Généralement, les ménages passent par les banques qui ont fait évoluer leur activité et qui agissent comme de réels intermédiaires financiers en collectant l'épargne des ménages et en la faisant fructifier sur les marchés financiers. Ils souscrivent alors des contrats (par exemple des SICAV, des PER). Ils passent également par des compagnies d'assurance notamment via les produits d'assurance-vie.

Par ailleurs, les marchés financiers font l'objet de **nombreuses critiques** :

- Le recours croissant à un financement sur les marchés financiers des entreprises est accusé de générer une **financiarisation de l'économie**. L'idée sous-jacente est que la gestion des entreprises est aujourd'hui plus tournée vers la recherche de la rentabilité financière que vers des impératifs productifs. On retrouve ici les critiques autour d'un capitalisme financier (voir chapitre 11).
- Le développement des marchés financiers génère une **instabilité financière** source de crises comme l'illustre la crise de 2008. Cette crise illustre notamment le rôle des banques qui ont développé, en parallèle de leur activité d'intermédiation de bilan une activité de plus en plus importante d'intermédiation financière. En effet, même si le financement des grandes entreprises en particulier passe de plus en plus par les marchés financiers, les banques n'ont pas disparues. Elles jouent un rôle majeur en tant qu'intermédiaire sur les marchés financiers. Ce faisant, elles prennent de plus en plus de risques, renforcés par les innovations financières comme la titrisation.
- Le financement sur les marchés financiers est critiqué car soumettrait les entreprises et les Etats au *diktat* des marchés. En d'autres termes, les entreprises et les Etats perdraient de leur indépendance dans la conduite de leurs « affaires » (privées comme publiques) uniquement tournées dans une perspective de rentabilité financière.

REFERENCES

- ¹ Karl Marx, *Contribution à la critique de l'économie politique* (1859)
- ² Aristote, *Ethique à Nicomaque* (-350)
- ³ John M. Keynes, *Un Traité sur la monnaie* (1930)
- ⁴ Adam Smith, *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations* (1776)
- ⁵ Jean-Michel Servet, « la fable du troc », *Economie et politique* (1994)
- ⁶ Michel Godelier, *Au fondement des sociétés humaines* (2007)
- ⁷ Michel Aglietta et André Orléan, *La violence de la monnaie* (1982)
- ⁸ René Girard, *La violence et le sacré* (1972)
- ⁹ Jézabel Couppey-Soubeyran, *L'argent expliqué à ma mère...et à son banquier* (2025)
- ¹⁰ Karl Marx, *Le capital* (1867)
- ¹¹ Milton Friedman, *The Optimum Quantity of Money* (1969)
- ¹² John Stuart Mill, *Principes d'économie politique* (1848)
- ¹³ Stanley Jevons, *La Monnaie et le mécanisme de l'échange* (1876)
- ¹⁴ Malestroit, *Enquête sur le renchérissement de toutes choses et la dépréciation des monnaies* (1566)
- ¹⁵ Jean Bodin, *Réponse aux paradoxes de M. de Malestroit touchant le fait des monnaies et l'enchérissement de toutes choses* (1568)
- ¹⁶ Jean-Baptiste Say, *Traité d'économie politique* (1803)
- ¹⁷ David Ricardo, *Des principes de l'économie politique et de l'impôt* (1817)
- ¹⁸ Léon Walras, *Théorie de la monnaie* (1886)
- ¹⁹ Alfred Marshall, *Money, Credit and Commerce* (1923)
- ²⁰ Arthur C. Pigou, « The value of the money », *Quarterly Journal of Economics* (1917)
- ²¹ Irving Fisher, *Le pouvoir d'achat de la monnaie* (1911)
- ²² John M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936)
- ²³ William Phillips, « The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957 », *Economica* (1958)
- ²⁴ Paul Samuelson et Robert Solow, « Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy », *The American Economic Review* (1960)
- ²⁵ Milton Friedman, « The Role of Monetary Policy », *The American Economic Review* (1968)
- ²⁶ Friedrich Hayek, *Prix et production* (1931)
- ²⁷ Max Weber, *Economie et société* (1921)