

LEÇON 7 : MONNAIE, SYSTEME MONETAIRE ET NOTIONS DE MACROECONOMIE MONETAIRE

CE QUE VOUS ALLEZ APPRENDRE (SAVOIR, SAVOIR-FAIRE) : LA GENESE NOS SYSTEMES MONETAIRES, LE ROLE DES BANQUES, CENTRALES ET COMMERCIALES ; LA COMPREHENSION DES THEORIES MONETAIRES ; UNE ANALYSE SUCCINCTE DES POLITIQUES MONETAIRES ; L'EXAMEN DE LA BALANCE DES PAIEMENTS ET DE SES LIENS AVEC LE MARCHÉ DES CHANGES ; UNE APPROCHE DU SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL

MACRO-OBJECTIFS (dossier pédagogique de l'UE)

1. Présenter et analyser de manière critique les principaux mécanismes économiques : les phénomènes monétaires et leur interaction avec les variables réelles.
2. Analyser et confronter les fondements des principaux mouvements théoriques (classique, néoclassique, marxiste, keynésien, monétariste, ...) en saisissant leurs relations avec les phénomènes politiques et sociaux.
3. Appréhender les évolutions récentes en matière de relations économiques et monétaires internationales, en mettant en évidence le rôle des structures institutionnelles supranationales et en appliquant les concepts théoriques de la macro-économie pour en évaluer les conséquences.

OBJECTIFS :

Au cours de cette leçon, l'étudiant va :

- ❖ 1. situer le phénomène monétaire dans une perspective historique ;
- ❖ 2. cerner la notion de monnaie et ses fonctions dans le système économique ;
- ❖ 3. examiner comment la banque centrale et les banques privées créent de la monnaie ;
- ❖ 4. confronter les idées des grands courants de pensée en matière de théorie monétaire : classique, keynésien, monétariste, hétérodoxe ;
- ❖ 5. analyser le fonctionnement du marché monétaire ;
- ❖ 6. appréhender les notions fondamentales relatives à la balance des paiements et au marché des changes ;
- ❖ 7. analyser et commenter succinctement les problématiques liées au système monétaire international.

OBJECTIFS TRANSVERSAUX :

Acquérir une « culture monétaire »

Lire, analyser, interpréter, construire des graphiques

Appréhender quelques facteurs géopolitiques sous-jacents aux relations économiques internationales

PLAN :

SECTION 1 : PERSPECTIVE HISTORIQUE.

SECTION 2 : CONCEPTS FONDAMENTAUX.

SECTION 3 : CREATION ET OFFRE DE MONNAIE.

SECTION 4 : NOTIONS DE MACROECONOMIE MONETAIRE.

SECTION 5 : NOTIONS SUR LA BALANCE DES PAIEMENTS ET LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL.

QUESTIONS DE REVISION.

SECTION 1 : PERSPECTIVE HISTORIQUE

Nous vivons dans un système d'économie monétaire existant depuis plus de deux millénaires ; bien que la monnaie fasse partie intégrante de notre vie quotidienne, peu de gens s'interrogent sur ses origines et connaissent ses impacts sur le fonctionnement de l'économie réelle.

Objectif 1 : situer le phénomène monétaire dans une perspective historique.

SS1 : LES ORIGINES : METAUX PRECIEUX & POUVOIR REGALIE

La monnaie frappée serait née sous la forme de « monnaie-marchandise » (c'est-à-dire d'un bien qui acquiert le statut de monnaie), vers 600 AC à Sardes, en Lydie, dans le Monde Grec¹, sous forme de pièces faites d'électrum (un alliage d'or et d'argent), d'un poids et d'une taille standards, à la teneur en métal précieux garantie par le Prince.



demi-statère, Lydie ; source : nbb museum²

Le célèbre Crésus³ généralisa le système, devenant le souverain le plus riche de l'époque. La monnaie a de tout temps été liée à la notion de souveraineté ; le Prince⁴, en accaparant les métaux précieux servant à frapper monnaie (**droit régalien**), peut contrôler la répartition de la richesse et s'enrichir lui-même (**droit de seigneurage**)^{5 6}.

Parmi les métaux disponibles, l'or et l'argent présentent des propriétés physiques intéressantes : durabilité (ils conservent leurs qualités à travers le temps), homogénéité, malléabilité (ils sont divisibles en petites quantités), qui ajoutées à leur faible encombrement par rapport à leur valeur, en ont fait des instruments monétaires par excellence. En outre, la production annuelle ne représentait en général qu'une faible quantité du stock déjà existant⁷, ce qui garantissait en principe une **offre source d'une relative stabilité de prix**.

Pour bien comprendre ce qui suit, il faut avoir à l'esprit que l'or et l'argent sont des biens « marchands », à usage non seulement monétaire, mais aussi décoratif, et plus tard industriel, avec une offre et une demande qui en déterminent le prix (le cours), indépendamment de la valeur monétaire faciale que le Prince attribue aux pièces.

¹ Certains spécialistes affirment toutefois que la monnaie est née bien auparavant en Chine.

² Le statère est le nom générique de nombreuses monnaies antiques, de la Grèce aux Avernus de Vercingétorix ...

³ Crésus (vers 596 AC-vers 547AC), roi de Lydie (Asie Mineure) ; la rivière aux pépites s'appelait ... le Pactole (aujourd'hui Sart Çayı en Turquie).

⁴ Terme générique pour désigner « l'autorité » (en référence au « fait du Prince » ou encore à l'ouvrage de Machiavel [1532])

⁵ Historiquement, le **droit de seigneurage** est le gain que prend un souverain sur la fabrication de la monnaie. Dans un système de monnaie en métaux précieux, il provient de la différence entre la valeur intrinsèque de la pièce (en termes de métal) et sa valeur faciale décidée par le souverain. Dans nos systèmes monétaires actuels, il découle du monopole d'émission des billets par la banque centrale (section 3). Celle-ci émet la monnaie (engagements non rémunérés) en acquérant des actifs rémunérés, notamment en prêtant aux banques commerciales.

⁶ Les Princes pratiquent en outre la « surestarie » : ils frappent de nouvelles pièces et exigent l'échange contre les anciennes moyennant une taxe d'émission ; ils incitent ainsi à ne pas thésauriser (lecture page 9)

⁷ Sauf lors de la découverte d'importants gisements, comme en Californie en 1848 ou au Transvaal (Afrique du Sud) en 1851.

Une pièce de métal précieux a ainsi « deux valeurs » : **faciale ou LEGALE** (valeur indiquée sur la pièce) et **réelle** (valeur découlant du poids du métal à son cours du marché). En principe, à l'émission, les deux valeurs sont égales, sauf si le Prince en décide autrement.

Les pièces en métal précieux sont érodables ; cela peut être provoqué soit par le Prince lui-même, soit par des particuliers qui allègent les pièces d'une infime quantité de métal, diminuant de ce fait la valeur réelle, fonction du poids de métal⁸. Lorsque le Prince accroît la quantité de monnaie par l'émission de nouvelles pièces non érodées, on assiste à un phénomène de thésaurisation de celles-ci ; c'est là l'illustration de la loi de GRESHAM⁹ : « **la mauvaise monnaie chasse la bonne** », connue en fait depuis la nuit des temps, mais clairement explicitée lors de la réforme monétaire décidée par la reine Elisabeth I¹⁰. Voyez aussi les problèmes liés au bimétallisme dans la partie développements.

SS2 : DES SYSTEMES MONETAIRES METALLIQUES COMPLEXES ... ET SOLIDES

Les systèmes monétaires adoptés par les Grecs, les Romains, et plus tard par les Etats naissant de la féodalité sont complexes. Ainsi en va-t-il sous l'Ancien Régime (France), où l'on distingue les unités de compte et les moyens de paiement.

Les unités de compte servent, comme le dit leur nom, à compter et à exprimer la valeur. L'unité de base est la LIVRE, divisée en 20 sous, lui-même divisé en 12 deniers¹¹, soit 240 deniers pour 1 livre.¹² Nous sommes loin du système décimal, mais 240 est un nombre aisément divisible¹³, ce n'est donc apparemment pas trop compliqué. Hélas !!! La livre était définie par un poids de métal, mais à l'époque les poids et mesures n'étaient pas uniformes ; on ajoutait donc au mot « livre » un adjectif régional (parisis, tournois [frappée à Tours], ...), 1 £ parisis valant 1,25 £ tournois. Ce n'est pas tout : les pièces en circulation n'étaient ni des livres, ni des sous, ni des deniers !!! Le Roi définissait les unités de règlement monétaire et leur rapport immuable en unités de compte.

Unités de règlement	Rapport à l'unité de compte	Métal
écu	3 livres	or
louis	60 sous	argent
1/2 louis	30 sous	argent
1/4 louis	15 sous	argent
1/6 louis	10 sous	argent
1/12 louis	5 sous	argent
gros tournois	12 deniers	argent
gros blanc	12 deniers ?	argent
double tournois	2 deniers	billon ¹⁴
liard	3 deniers	cuivre
→ franc	1 livre	or
maille ¹⁵	1/2 denier	cuivre
1/5 écu	12 sous	argent

Tableau 7.1 : le système monétaire sous l'Ancien Régime, France

⁸ C'est pour empêcher le limage que les pièces sont crénelées (ou carnelées) sur leur tranche – regardez les pièces dans votre porte-monnaie !

⁹ Thomas GRESHAM (1519-1579), agent financier de la Couronne britannique, fondateur de la Bourse de Londres.

¹⁰ Elisabeth I (1533-1603), reine d'Angleterre (1558-1603).

¹¹ Ces termes sont utilisés encore aujourd'hui dans des expressions telles que « avoir des sous », « les deniers publics », ...

¹² Les Britanniques conserveront un système identique jusqu'en 1971 : 1 £ comportait 20 shillings, lui-même subdivisé en 12 pence (au singulier : penny). Les étalons français et britanniques étaient donc identiques à l'époque.

¹³ On dit qu'un tel nombre a de nombreuses parties aliquotes (c'est-à-dire des diviseurs) ; ici, 2, 3, 4, 5, 6, 8, 10, 12, 15, 20, 30, 40, ...

¹⁴ Alliage de cuivre et d'argent, auquel on ajoute une petite quantité de plomb. Ne pas confondre avec *billion*, qui signifie, selon l'échelle utilisée, un milliard (échelle courte anglo-saxonne) ou mille milliards (échelle longue « continentale »).

¹⁵ C'est la plus petite unité, indivisible. « avoir maille à partir avec quelqu'un », partir signifiant partager, veut dire « conflit impossible à trancher » ; plus haut, on retrouve le terme liard dans l'expression (wallonne) « avoir des liards », soit être aisé, riche !

Apparaît dans ce tableau **le franc¹⁶**, qui sera consacré en tant qu'unité de compte par **Napoléon**. Dès la fin du XVIII^{ème} sont jetées les bases de systèmes monétaires (franc, livre sterling £) qui dureront plus de 2 siècles. Dans le Saint Empire Germanique¹⁷ circule depuis le XV^{ème} siècle le **THALER**, monnaie d'argent utilisée internationalement ; ce modèle fut copié par de nombreux pays, de l'Amérique du Sud (dôlar) à la conquête de l'Amérique du Nord au XVII^{ème} par les Néerlandais (Nouvelle Amsterdam devenue ... New York) et au rejet de la £ britannique par la nouvelle République ; les USA baptisèrent leur monnaie **DOLLAR**.

Il n'empêche que **les valeurs de ces monnaies sont d'une stabilité extraordinaire : le franc (dit franc-or ou franc germinal) tel que créé en 1795 et redéfini en 1803 se substitue simplement à la livre tournois de 1726 et conservera la même valeur jusqu'en 1928**. La £ britannique conservera sur plus de deux siècles, jusqu'en 1914, le même taux de conversion avec le franc (français). La 1^{ère} guerre mondiale déstabilisera ces systèmes.

SS2 : DE LA MONNAIE MARCHANDISE A LA MONNAIE PAPIER

Garder de l'or ou de l'argent sur soi n'étant pas très sécurisant (« Robin des Bois »), les détenteurs déposent leurs avoirs auprès des banquiers. En contrepartie, ceux-ci émettent des certificats nominatifs, permettant de récupérer la monnaie-métal chez leurs correspondants d'autres villes, certificats qui commencent bientôt à circuler comme moyen de paiement. En **1661**, la banque de Stockholm¹⁸ a l'idée d'émettre des coupures papier au porteur en représentation des dépôts en métaux précieux, : **LE BILLET DE BANQUE EST NE¹⁹** – ci-dessous, billet dit « Palmstrucher²⁰ » - source : *nbbmuseum.be*



Ce billet est une créance sur la banque émettrice, dans la mesure où il indique que son détenteur est propriétaire d'une certaine quantité d'or déposée dans cette banque. **La monnaie-papier fut émise par des banques privées**, en stricte contrepartie de ces dépôts ; ils étaient ainsi « aussi bon » que ces derniers (**« as good as gold »**).

¹⁶ Le franc (or) a été créé pendant la guerre de Cents Ans, en 1360, pour payer la rançon du Roi Jean le Bon, prisonnier des Anglais. Le terme « franc » signifie que le Roi est franc (= libre) des Anglais. Le franc fut utilisé par la France (FF) et la Belgique (FB) avant l'euro ; existent encore aujourd'hui le franc suisse, et le franc CFA utilisé par d'anciennes colonies françaises en Afrique Centrale et de l'Ouest (Gabon, Tchad, ...)

¹⁷ Regroupement politique de territoires d'Europe occidentale et centrale, 962 à 1806, héritage de l'Empire Carolingien.

¹⁸ Cette banque privée avait une forme de statut public, car elle prélevait les droits de douane et d'accises, une partie des bénéfices revenant à l'Etat suédois. Elle fit faillite en 1668, et son monopole fut repris par la banque de Suède, la plus ancienne banque centrale du Monde.

¹⁹ Toutefois, selon des historiens, **des billets** auraient circulé en Chine dès le IX^{ème} siècle AC, sous la dynastie Ming ; l'explorateur Marco Polo parle de billets dans les récits de son séjour en Chine à la fin du XIII^{ème} siècle. Il s'agissait de « billets au porteur » reçus par les marchands en échange de dépôts de monnaie métallique auprès de leur corporation, puis de billets de contrepartie pour ces mêmes dépôts auprès d'administrations financières d'Etat – voyez <https://museum.nbb.be/fr/resources/le-billet-une-invention-chinoise> . « Tout l'argent que les marchands apportent en allant au Cathay [nord de la Chine], le sire de Cathay le fait enlever et mettre dans son trésor (...) et il [leur] fait donner de sa monnaie de papier (...), papier jaune frappé [de son] sceau, laquelle monnaie s'appelle balisci (...) » in Jean Verdon, *La vie quotidienne au Moyen-Age*, éd Perrin, Paris, 2020, p 291 – l'auteur parle du commerce international aux XIV^{ème} et XV^{ème} siècles.

²⁰ Le fondateur de la banque de Stockholm était Johan PALMSTRUCH (1611-1671).

Ces billets circulaient à la fois parallèlement aux pièces métalliques et en substitution de celles-ci. Etant intégralement couverts par un stock métallique, la confiance régnait, puisque tout détenteur d'un billet pouvait obtenir auprès de la banque émettrice sa contrepartie en métal (**CONVERTIBILITE INTERNE = PARFAITE CONVERTIBILITE DU BILLET EN OR/ARGENT SELON UN RAPPORT FIXE LEGAL, QUEL QUE SOIT LE COURS DU METAL SUR LE MARCHÉ = ETALON-OR** – cfr infra).

SS3 : CREDIT EN MONNAIE PAPIER & ... FAILLITES BANCAIRES !

Les banquiers s'aperçurent très vite que les retraits de métal contre billets étaient limités et il leur vint **l'idée d'émettre des billets supplémentaires à titre de crédit** ; à partir de ce moment, la valeur du stock de billets en circulation est supérieure à la couverture-métal ; cela ne pose en principe pas de problème, les billets revenant à l'émetteur lors du remboursement des prêts, à condition toutefois que les détenteurs de billets gardent confiance dans le système ; s'ils demandent tous simultanément la conversion en métal, il n'y en a pas assez, la monnaie-papier ne vaut plus rien et le système s'écroule

Le banquier **John LAW**²¹, qui avait trop largement prêté au Régent de France **Philippe d'Orléans**²², fit dès 1720 **la triste expérience de la faillite bancaire** ; les « grands » du royaume, détenteurs de monnaie papier, qui doutaient de la bonne santé de la banque et voulaient mettre fin au « système Law », réclamèrent la conversion de leurs billets en or, provoquant une panique générale ; l'Etat appliqua **« LE COURS FORCE DES BILLETS »**, c'est-à-dire l'impossibilité de les convertir en métal précieux au cours légal. En 1789, les révolutionnaires firent « tourner la planche à billets » en émettant des Assignats gagés sur la vente (future) des biens confisqués au clergé ; 6 ans plus tard, la prolifération des Assignats porta l'inflation à ... 13.000% et leur valeur s'effondra.

En 1797, la banque d'Angleterre se retrouva dans une situation quasi-similaire pour cause de surémission de monnaie destinée à financer les guerres. La banque étant dans l'incapacité d'assurer la convertibilité interne des billets, le gouvernement la suspendit (Bank Restriction Act – de 1797 à 1819)²³. La conséquence fut que les billets (£) perdirent de leur valeur en termes d'or. Cette situation déclencha un long débat sur le contrôle de l'émission monétaire, resté célèbre entre les tenants du « **Currency principle** » et ceux du « **Banking principle** ».

SS4 : VERS LE MONOPOLE ETATIQUE D'EMISSION DE MONNAIE

Pour la « **Currency School** »²⁴, l'émission de billets devait être proportionnée au stock de métal précieux détenu par la banque, de manière à en assurer la parfaite convertibilité et éviter l'inflation²⁵. La « **Banking School** »²⁶ considère que l'émission monétaire devait correspondre aux besoins en moyens de paiement dans l'économie, sans être limitée par un stock de métal précieux qui dépend avant tout de facteurs non-économiques²⁷.

²¹ John LAW de LAURISTON (1671-1729), financier écossais, fonde à Paris la Banque Générale (1716), transformée en banque Royale en 1718, les billets étant dès lors garantis par le Roi.

²² Philippe d'Orléans (1674-1723), Régent de France durant la minorité du roi Louis XV (1715-1723).

²³ Vous pouvez lire un court résumé sur <https://www.universalis.fr/encyclopedie/banque-d-angleterre/> (consulté le 11 mai 2020)

²⁴ Dont le leader était David RICARDO – leçon 1.

²⁵ Pour le lien entre émission de monnaie et inflation, voyez infra, équation quantitative.

²⁶ Emmenée par Thomas TOOKE (1774-1858), économiste britannique, défenseur acharné du libre-échange.

Par le « Bank Charter Act », dit aussi « Peel Act »²⁸ de 1844, le monopole de l'émission de monnaie-papier fut confié à la Bank of England nationalisée. Ses activités étaient scindées en deux départements, le « Issue Department », chargé d'émettre des billets intégralement couverts par l'or, et le « Banking Department », chargé de conduire la politique de crédit. La plupart des Etats européens imitèrent ce dispositif dans leurs banques centrales récemment créées²⁹, privant les banques commerciales d'émettre de la monnaie-papier. Les billets émis par celles-ci vont néanmoins continuer à circuler dans divers pays. Ce sera le cas en Belgique jusqu'en 1918 environ.

🔥 Le système imposé par le « Peel Act » pose nombre de problèmes. Il bloque le stock d'or à la banque centrale, et tout retrait d'or provoque automatiquement une contraction de la quantité de monnaie-papier ; l'évolution de cette quantité (appelée stock monétaire) est liée à celle du stock d'or, bien physique rare ; si l'expansion du volume des affaires nécessite un accroissement du stock monétaire, il faudra d'abord augmenter le stock d'or³⁰ !

La question fondamentale reste toutefois celle de la valeur de la monnaie-papier. Ce qui fait cette valeur, c'est ce qu'elle permet d'acquérir, à savoir les richesses produites par l'économie « réelle ». Dans une économie qui ne produit rien, que vaut la monnaie ? Seul l'échange contre un étalon de référence internationalement reconnu permet alors à son détenteur d'exercer son pouvoir d'achat ailleurs.



²⁷ A l'intérieur même de ces deux courants de pensée existaient des dissensions. Pour un développement complet, voyez https://beraud.u-cergy.fr/index_fichiers/csept.pdf (consulté le 13 août 2021 et le 4 mai 2025)

²⁸ Robert PEEL (1788-1850), 1^{er} Ministre britannique en 1844.

²⁹ La BNB a été créée en 1850, la Banque de France en 1800.

³⁰ Ou permettre l'expansion du crédit par les banques commerciales, mais on retrouve alors le risque de faillite dénoncé par les tenants de la currency school.

🔥 Ci-dessus, quelques spécimens de billets intéressants ... Commentaires :

Sur la 1^{ère} ligne, un billet de 1FB (in het vlaams !) encore émis par la plus grande banque (et société financière) belge de l'époque, la Société Générale de Belgique ³¹ (le salaire journalier d'un mineur se situait autour de 4FB en 1900); au milieu, un « billet » d'un camp de prisonniers de guerre (*kriegsgefangenen*)³² durant la 2^{de} guerre mondiale en Allemagne et à droite un billet de l'hyperinflation allemande de 1923 (leçon 8) : 5 billions, soit 5.000 milliards³³ !!!

2^{ème} ligne : L'Armée belge a émis dès 1945 (et jusqu'en 1959) de la monnaie ayant cours uniquement dans les garnisons des Forces Belges en Allemagne (FBA) : cantines, magasins militaires, et dans laquelle les militaires recevaient leur solde ; le but était d'éviter des trafics en tout genre avec les Allemands qui étaient ruinés, et dont la monnaie (le Reichmark) ne valait plus rien. Au milieu, la pièce d'or parmi les plus célèbres en Europe, le « Napoléon »³⁴ ; celle-ci date de 1865. Le billet à droite date de la réforme monétaire de 1926. Dans le cadre d'un programme de stabilisation monétaire, et pour se dissocier du franc français en piteux état, le **BELGA** remplaça le franc belge ; la nouvelle unité monétaire valait 5 FB. Les marchés des changes, pas plus que les Belges, ne l'acceptèrent et continuèrent à compter en FB³⁵. Le Belga fut abandonné en 1946.

En bas, à gauche, un billet URSS de 25 roubles de 1961, encore à l'effigie de Lénine (1870-1924). Les monnaies du bloc de l'Est n'étaient pas convertibles et servaient essentiellement d'unités de compte : le système de planification limitant les biens de consommation et fixant leur prix en fonction de critères sociaux, hors de toute réalité économique, la monnaie ne représentait pas en soi un pouvoir d'achat comme chez nous (leçon 1). Enfin, en bas à droite, un billet actuel de 1 dollar US à l'effigie de Georges Washington (1732-1799), premier président des USA (1789-1797) ; le dollar est connu dans le monde entier et est accepté dans pratiquement tous les pays, y compris ceux qui haïssent les USA.

Un peu d'humour économique



Source : <https://www.youtube.com/watch?v=4fNPJvQW5nU>

³¹ La SGB (créée en 1822 sous le régime des Pays-Bas) fut d'abord le « banquier » de la Belgique indépendante jusqu'à la création de la BNB en 1850. Elle investit énormément dans l'industrie belge, mais également en Russie tsariste et au Congo. Sa puissance en faisait un « Etat dans l'Etat ». Ses affaires furent scindées dans les années 1930, les activités bancaires devenant gérées par la Société Générale de Banque. A la fin du XX^{ème}, elle passa sous contrôle français, comme beaucoup de nos fleurons économiques ; la SGB (banque) devient Fortis, puis intégra ce qui est aujourd'hui BNP/Paribas/Fortis. Voyez <https://www.les-plats-pays.com/article/lhistoire-de-la-societe-generale-de-belgique/>

³² Les Allemands avaient aussi introduit de la « monnaie » circulant d'abord dans les ghettos juifs (Lodz en Pologne), puis dans les camps de concentration, où certains prisonniers étaient rémunérés pour leur « travail ». Que pouvaient-ils se procurer avec cela ?? Difficile de répondre, car les témoignages et avis divergent énormément, et le sujet est on s'en doute hyper sensible. <http://fr.timesofisrael.com/la-monnaie-des-camps-de-concentration-dont-vous-navez-jamais-entendue-parler> - consulté le 13 août 2021.

³³ L'échelle longue est utilisée en Europe continentale – voir note 14 page 3.

³⁴ Il s'agit de Charles Louis Napoléon BONAPARTE (1808-1873), neveu de Napoléon I^{er}. Elu au suffrage universel Président de la (2^{ème}) République après la révolution de 1848, il se fait proclamer empereur des Français suite à son coup d'Etat de décembre 1851 (pour la petite histoire, le jour anniversaire de la grande victoire de son oncle à Iéna en 1804) sous le nom de Napoléon III. La pièce est d'ailleurs frappée « Empire français » ; l'Empire sera balayé en 1870 par la défaite lors de la 1^{ère} guerre franco-prussienne, pour laisser la place à la III^{ème} République. Parmi les autres pièces d'or courantes en Europe, il y a le Louis (frappé entre 1640 et 1792), et le franc suisse or (Tête d'Helvétie ou Vreneli, frappé entre 1897 et 1935 + quelques refrappes fin des années 40). Les amateurs apprécient aussi le Krugerrand (Paul Kruger, 1825-1904, Président du Transvaal en 1883), émis par l'Afrique du Sud, dont l'unité vaut exactement une once troy (31,103 g).

³⁵ Le même phénomène se produisit en France lors de la réforme monétaire de 1960, le nouveau franc (dit aussi franc lourd) remplaçant le franc (dénommé ancien ou léger), et ce dans un rapport de 1 à 100, pourtant aisé. Bien que les prix étaient affichés en nouveaux francs, les français continuèrent à compter en « anciens », y compris pour ... les gains du tiercé. Et lorsque le législateur finit par l'interdire dans les médias, ils comptèrent en centimes – un centime nouveau = un ancien franc ... Il a fallu attendre l'euro pour que cette habitude disparaisse.

Un problème constant durant la longue période « métallique »³⁶ a été la coexistence de pièces d'or et d'argent. L'argent s'est imposé durant tout le Moyen-Age, parce que le volume des transactions n'était pas élevé, et que l'argent était plus abondant que l'or. Ce dernier prend le dessus à partir du XIV^{ème} siècle. Dans les pays à régime monétaire bimétallique, Du fait des variations des quantités disponibles (= offre) et des cours, essentiellement lors de la découverte de gisements importants, le rapport entre la valeur de marché de l'or et celle de l'argent a régulièrement varié, la loi de GRESHAM se vérifiant à chaque fois.

Le système monétaire napoléonien illustre bien ce fait ; la loi du 17 germinal an XI³⁷ (6 avril 1803) avait mis en place un bimétallisme, reposant sur un ratio légal or/argent de 15.5, correspondant à leur prix relatif sur le marché à ce moment. L'or étant à relativement rare, il fut thésaurisé. Lors de la découverte des mines d'or de Californie (1848) et d'Australie (1851), la hausse de l'offre engendra une dépréciation du prix de l'or sur le marché mondial, le rapport réel (prix or/prix argent sur le marché) devenant à ce moment différent du rapport légal.

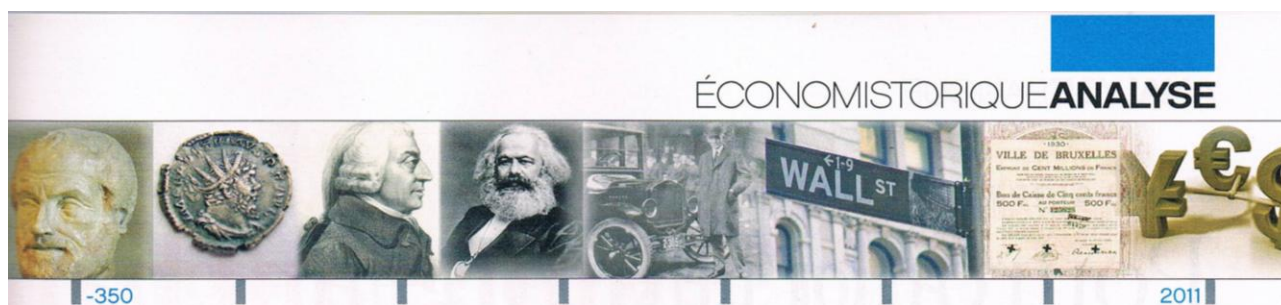
D'où un mécanisme « d'arbitrage » : les détenteurs des pièces d'or les échangent contre des pièces d'argent au cours légal, puis revendent celles-ci contre de l'or au cours réel déprécié ; ils obtiennent plus d'or qu'ils n'en avaient au départ, et les pièces d'argent disparaissent de la circulation monétaire au profit de l'or (loi de GRESHAM). Démonstration : supposons que le ratio or/argent sur le marché passe de 15,50 à 12, le ratio officiel restant à 15,5.

1. Je change au cours légal monétaire 1 franc-or contre 15,50 francs-argent ;
2. je rachète avec ce montant de l'or sur le marché, où j'obtiens l'équivalent de 1,29 franc-or (15,50/12), cqfd.

TCEPA, la demande d'or fera remonter son cours jusqu'à atteindre à nouveau un ratio de 15,50, auquel l'arbitrage cessera.

³⁶ Depuis l'invention des pièces jusqu'en 1914 au moins.

³⁷ En 1792, lors de l'avènement de la 1^{ère} République, la France adopte un calendrier « révolutionnaire » en lieu et place du calendrier grégorien (catholique) ; le nom des mois se référait aux saisons (germinal : période de la germination = mars-avril ; vendémiaire : période des vendanges = septembre ; ventôse : mois des giboulées et du vent = février-mars, ...), l'an I étant 1792. Ce calendrier assez compliqué a été utilisé jusqu'en 1806. Anecdote : en Belgique, la comptabilité des notaires est toujours soumise à la loi du 25 Ventôse An XI (16 mars 1803) ... véridique !



DES MÉROVINGIENS À LA BCE

L'histoire de la monnaie est fascinante. Et pour cause: la monnaie représente, pour tout humain, un moyen de transaction, mais aussi un moyen de thésaurisation et d'emprunt. Cette fonction de la monnaie permet de reporter dans le temps, ou au contraire d'anticiper, la consommation. C'est d'ailleurs pour cette raison que la stabilité de la monnaie, c'est-à-dire le maintien de son pouvoir d'achat, est un objectif premier de nos gouvernants, d'autant que la monnaie n'est plus garantie par un étalon métallique, tel l'or, mais... par la confiance qu'on attribue à ces mêmes gouvernants.

Mais revenons sur ces deux fonctions essentielles de la monnaie, à savoir l'aspect transactionnel (la monnaie est utilisée pour acquérir et vendre des biens) et sa fonction de thésaurisation. Ces fonctions sont aujourd'hui liées: un euro utilisé pour une acquisition a la même valeur qu'un euro épargné, à tout le moins au moment de sa thésaurisation.

Dans l'histoire, il y eut plusieurs exemples de dissociation de la monnaie entre ces deux fonctions, à savoir l'utilité transactionnelle et la réserve de valeur.

Surestaries

Dans un remarquable ouvrage *Au cœur de la monnaie* paru chez l'éditeur Yves Michel (août 2011), Bernard Liétar nous apprend que dès le premier millénaire, on identifie, autant en Angleterre que dans nos contrées, une pratique des Mérovingiens (5^e au 7^e siècle) consistant à remplacer régulièrement la monnaie par

une autre, afin de décourager la thésaurisation. A l'avènement de chaque Roi, de nouvelles pièces étaient frappées, mais en confisquant une partie des pièces émises par le Roi précédent.

C'est un phénomène que Bernard Liétar qualifie de surestaries. Une nouvelle frappe de monnaie remplaçait la précédente: les pièces en circulation étaient reprises moyennant une taxe d'émission. Quiconque était en possession d'anciennes pièces devait payer cette taxe. Il était donc plus intéressant de dépenser ou d'investir ces pièces que de les thésauriser. Selon Bernard Liétar, cette technique a contribué au renouvellement des biens durables de longue utilité, tels les moulins. On trouve, dans cette pratique, l'expression du droit régalién (c'est-à-dire du Roi) de battre monnaie et de fixer la valeur de l'étalon monétaire. Au reste, l'histoire fourmille d'exemples où les souverains ont modifié les parités monétaires afin d'assurer le remboursement des dettes qu'ils avaient contractées.

Monnaie «fondante»

Des siècles plus tard, cette singularité monétaire se retrouva dans la théorie d'un économiste belge né au 19^e siècle, Silvio Gesell. En 1916, il formule son extraordinaire idée de monnaie «fondante» dans l'ouvrage *L'ordre économique naturel*.

Cette théorie postule que la thésaurisation est néfaste pour l'économie. La seule manière d'injecter de l'argent dans l'économie est de forcer sa dépréciation naturelle, à intervalles fixes. L'idée

est originale: au lieu de subir l'inflation, c'est la monnaie qui va imposer sa propre perte de pouvoir d'achat et donc son rythme de circulation. Gesell arriva à la conviction que la monnaie «rouillait», en perdant périodiquement de sa valeur. Gesell préconisait une dépréciation d'un millième par semaine, ce qui correspond à 5,2% par an.

Selon Gesell, la perte de valeur régulière et prévisible de l'argent favorise son injection dans l'économie, puisque les agents économiques s'opposeraient à une dépréciation de leur pouvoir d'achat par des achats d'actifs et des remboursements de dettes. Il en résulterait une circulation monétaire constante permettant aux pouvoirs publics d'en doser la quantité afin d'assurer la stabilité des prix.

L'idée de Gesell doit être replacée dans le contexte du monétarisme métallique des deux siècles précédents. L'économiste postulait que si la détention de la monnaie coûtait au moins autant que la détention des biens, l'équilibre serait rétabli et le système économique pourrait fonctionner sans heurts et sans pénalisation.

La technique de la surestaries et l'idée de la monnaie fondante ne sont pas mortes. On les appelle aujourd'hui des «assouplissements quantitatifs» ou des politiques monétaires «non conventionnelles», ce qui signifie, dans une expression simplifiée, faire tourner la planche à billets ou fabriquer de l'inflation. Les mérovingiens l'avaient déjà instauré, sous des vocables moins pudiques et plus brutaux. ©



BRUNO COLMANT
Prof. Dr. à Vlerick
Management School
et à l'UCL. Membre
de l'Académie royale
de Belgique

WWW.TRENDS.BE | 16 FÉVRIER 2012 45

38

³⁸ C'est par le biais de l'inflation que la France et la Grande-Bretagne, pour ne citer qu'eux, ont « dégonflé » les énormes dettes publiques générées par la guerre 1914 – 1918, et en partie par la seconde guerre mondiale. La relative stabilité des prix au XIX^e favorisait les rentiers, qui obtenaient fréquemment des rendements de 4%/an sur les emprunts d'Etat. Après 1918, les rentiers ont progressivement été remboursés en « monnaie de singe », ce qui à l'époque a provoqué leur quasi-disparition. Il en a été de même lors de la réforme monétaire introduisant le nouveau Deutsche Mark (DM) dans les zones d'occupation « occidentales » en Allemagne, en juin 1948, pour remplacer le Reichsmark (RM) qui n'avait plus de valeur. Chaque citoyen reçoit 60 DM, les comptes d'épargne sont échangés à raison de 6,5 DM pour ... 100 RM, et les titres de la dette publique au mieux à 10% de leur valeur ... ainsi s'annulent les centaines de milliards de dettes du III^e Reich, par la spoliation complète des épargnants. Mais la réforme stoppe la forte inflation et les marchandises réapparaissent dans les magasins.

SECTION 2 : CONCEPTS FONDAMENTAUX

Objectif 2 : cerner la notion de monnaie et ses fonctions dans le système économique.

SS1 : LA MONNAIE : FONCTIONS, FORMES, ...

1. LES FONCTIONS DE LA MONNAIE

Une monnaie **remplit trois fonctions** :

- ❖ **elle permet de mesurer la valeur (étalon)** ; toutefois, certains étalons monétaires n'ont pas de monnaie « physique » correspondante.
 Quelques commerces britanniques d'objets de luxe avaient pour coutume d'afficher les prix en Guinée³⁹ ; l'ECU⁴⁰ en est un autre exemple : unité de compte européenne entre 1976 et 1999, il ne fut jamais matérialisé en monnaie. C'était aussi le cas dans le système monétaire sous l'Ancien Régime (France), voyez section 1 ;
- ❖ **elle est le moyen de paiement par excellence⁴¹** ; en ce sens, tout moyen de paiement reconnu par une collectivité est une monnaie.
 Certaines sociétés primitives utilisaient dans ce but des coquillages, ou des monolithes ; en Allemagne, après la seconde guerre mondiale, la monnaie officielle du III^{ème} Reich (le Reichsmark) ne valait plus rien ; au marché noir, les transactions s'effectuaient entre autres en cigarettes (dont les militaires occupants disposaient en quantité), devenues de ce fait pour un temps monnaie⁴².
- ❖ **elle constitue une réserve de valeur** ; elle permet de décaler dans le temps revenu et dépense, et rend possible l'épargne.

2. FORMES DE LA MONNAIE & STOCK MONÉTAIRE

Traditionnellement, la monnaie se présente sous 2 formes :

- ❖ **la monnaie fiduciaire⁴³**, à savoir les pièces et les billets de banques émis par les Autorités Monétaires, en général la Banque Centrale ou le Trésor public ;
- ❖ **la monnaie scripturale**, en compte auprès des organismes financiers.

Le **stock monétaire** (variable macro-économique importante) se compose de la monnaie fiduciaire et de la monnaie scripturale **en circulation** ; la théorie monétaire distingue différents **agrégats monétaires** :

- ❖ **M0, ou base monétaire**, correspond aux **engagements monétaires de la banque centrale** (pièces+billets) et les **réserves des banques commerciales déposées à la banque centrale** ;

³⁹ Monnaie en or de l'Empire disparue au XIX^{ème}, valant 21 shillings, alors que la £ en contenait 20 (et le shilling 12 pence).

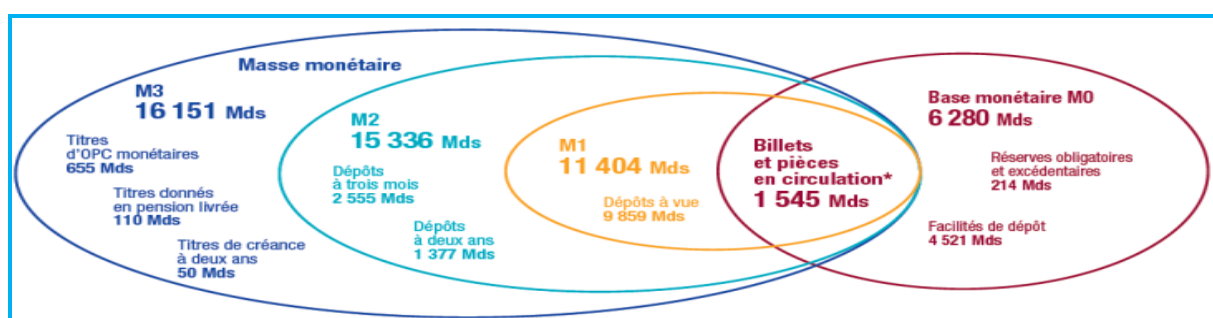
⁴⁰ Pour les anglophones, c'est l'acronyme de European Currency Unit ; pour les francophones, Ecu = ancienne monnaie (1263-1795) ; ils utilisèrent ce mot pour désigner la pièce de 5 Francs en argent (dite aussi « de 100 sous ») jusque dans les années 1930. La monnaie unique aurait dû porter ce nom, mais les Allemands n'en voulurent pas ... et ce fut l'euro.

⁴¹ Attention : veillez à ne pas confondre monnaie et instruments de paiement ; votre Bancontact n'est pas de la monnaie, elle est un instrument qui vous permet d'utiliser la monnaie que vous avez sur votre compte bancaire ou via votre ligne de crédit.

⁴² Il en allait semble-t-il déjà de même durant la guerre dans les oflags (camps de prisonniers de guerre pour officiers) et les stalags (pour sous-officiers et hommes de troupe), l'approvisionnement étant assuré par les colis de biens fournis par la Croix-Rouge.

⁴³ Du latin « fiducia » : confiance.

- ❖ **M1, ou stock monétaire sensu stricto**, se compose des pièces et des billets de banque **EN CIRCULATION**, et des montants détenus par les agents économiques sous forme de comptes courants auprès des organismes financiers (dépôts à vue).
L'évolution des produits bancaires (comptes à intérêt possédant certaines caractéristiques de compte à vue) rend parfois cette variable difficile à cerner ;
- ❖ **M2, ou stock monétaire sensu lato**, comprend M1 et **les comptes d'épargne et actifs similaires** (à plus long terme) qui sont de proches substituts aux encaisses de transaction, parce qu'aisément mobilisables ; M2 regroupe des actifs très liquides, ou facilement convertibles en M1 (**NOTION DE QUASI-MONNAIE**) ;
- ❖ **M3** comprend M2 plus les dépôts à terme et les bons et titres émis par les institutions financières ;
- ❖ **M4** ajoute à M3 les titres émis par des agents non financiers (bons du Trésor, billets de trésorerie et bons à moyen terme émis par les sociétés financières).



Graphique 7.1 : base et masses monétaires en euro, 2022 ; source : Banque de France.

🔥 Nous remarquons qu'à partir d'une M0 de 6.319, on obtient une M1 de 15.571 – cfr infra, création monétaire. En février 2009, la base était à 1.138. L'importante augmentation (>x5) est due à la masse de liquidités déversées par la BCE dans l'économie à la suite de la crise financière de 2008 et à celle des dettes souveraines de 2010.

SS2 : LES TAUX D'INTERÊT

1. PRINCIPES

Le taux d'intérêt représente « **le prix de l'argent** », soit le coût du crédit, soit le rendement d'un actif financier.

🔥 Pour bien comprendre, plaçons-nous dans l'optique d'un banquier, dont le principal souci est de rester « **liquide** », c'est-à-dire capable de rendre en temps et heure aux déposants l'argent qui leur ont confié. Il doit aussi être **rentable**, et pour cela faire « travailler » cet argent. **Il doit trouver une forme de compromis entre prêter les fonds pour être rentable et en conserver pour être liquide.** Conséquences :

- ❖ des fonds liquides ou quasi liquides (comptes courants, livrets d'épargne) seront en principe rémunérés à des taux plus bas que des fonds à terme non liquides immédiatement. D'une manière générale, les taux à long terme seront supérieurs aux taux à court terme. Notons toutefois que durant certaines périodes de tension sur les marchés, l'inverse peut se produire (« inverted yield curve » - cf infra, développements théoriques), phénomène dont certains économistes disent qu'il précède une crise financière) ;
- ❖ plus les fonds sont « à risque, spéculatifs », plus l'investisseur exige une prime de risque, ce qui induit un taux plus élevé (= **différentiel d'intérêt**). C'est là qu'intervient le rating, à savoir une « cotation » par des sociétés spécialisées des titres d'emprunts (fonds d'Etat, obligations et titres divers émis par les institutions privées), le « nec plus ultra » en la matière étant le triple A (AAA) – pour plus de détail, leçon 9)

2. LA REFERENCE : LE TAUX DIRECTEUR DE LA BANQUE CENTRALE (BC)

Les **taux directeurs de la banque centrale** constituent un important instrument de la politique monétaire. Le **taux de refinancement** (« **taux refi** ») est celui auquel les banques privées empruntent auprès de la BC ; il influence le volume de crédit aux agents, car c'est à partir de lui que les banques fixent leur gamme de taux. Un second taux est celui auquel la **banque centrale rémunère les dépôts des réserves placés chez elle par les banques**. Lorsque la BC constate que les banques conservent des réserves au-delà de l'obligatoire, elle peut baisser ce taux de façon à les inciter à consacrer ces disponibilités au crédit. Il en fut ainsi dès 2015, la BCE⁴⁴ ayant fixé ce taux à **-0,50%**. Le 3^{ème}, dit à la BCE **taux du prêt marginal (et appelé taux d'escompte à la FED⁴⁵)**, est celui auxquelles les banques empruntent à la BC des liquidités contre la garantie de leurs créances. Comme le taux refi, il influence le volume de crédit aux agents.⁴⁶ Les économistes et les financiers suivent avec beaucoup d'attention les taux directeurs de la BCE et de la FED, mais aussi celui de la BC du Japon.



Graphique 7.2 : taux directeur BCE et FED – évolution 2016-2025 (Q1)

Source : [Perspectives économiques CBC update.pdf](#)

3. TAUX NOMINAL & TAUX REEL

IL EST IMPORTANT DE DISTINGUER UN TAUX REEL D'UN TAUX NOMINAL. Ce dernier est le taux affiché (dit **facial**) par le banquier. Mais s'il y a inflation pendant la durée d'un placement, son pouvoir d'achat diminue ; le taux nominal ne reflète donc pas vraiment ce qu'un épargnant gagne effectivement en termes de pouvoir d'achat.

C'est la raison pour laquelle on fait appel à la notion de taux réel, qui est égal au taux nominal corrigé du taux d'inflation.

✳ Pour faire simple, supposons que le taux nominal soit de 10%, et que le taux d'inflation soit également de 10%. Vous disposez de 25.000 €, et vous avez aujourd'hui le choix entre acheter une voiture, ou placer cette somme pendant un an. Si tel est votre choix, vous disposerez dans un an de 27.500 €, mais à cause de l'inflation, la voiture coûtera également 27.500 € ; vous n'avez donc rien gagné en termes de pouvoir d'achat : **le taux réel est nul (= 10%-10%)**. Au plus fort de l'inflation des années 1970 (12 à 14 %), le rendement nominal des livrets d'épargne était de 8 à 10 %, ce qui correspond à un **rendement réel négatif d'environ - 4% !** Même phénomène aujourd'hui, une inflation basse, mais des taux ... proches de 0 !

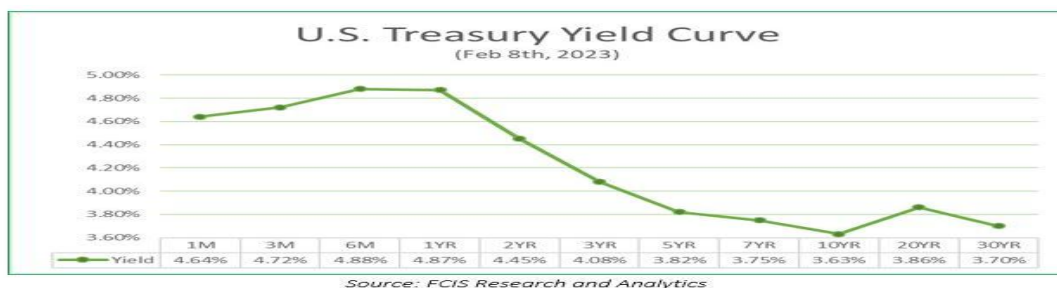
⁴⁴ BCE : banque centrale européenne, responsable de la monnaie unique européenne utilisée par 20 pays de l'UE.

⁴⁵ FED : réserve fédérale américaine, banque centrale des USA.

⁴⁶ Pour information, parmi les taux importants, citons le LIBOR⁴⁶, qui est en fait une série de taux de référence du marché monétaire de différentes devises ; l'EUROBOR est le taux de référence du marché monétaire de la zone euro.

1. LA YIELD CURVE

La **yield curve** représente à un moment donné la gamme des taux d'intérêt en fonction de la durée des placements ; cette courbe est en principe croissante, puisque le taux s'accroît avec le terme ; elle révèle dans ce cas que les marchés s'attendent à une hausse des taux courts, politique couramment appliquée par les banques centrales lorsque la conjoncture est bonne. Mais en cas de tension sur les marchés, la courbe peut s'inverser (**inverted yield curve**), les taux sur certains termes devenant inférieurs aux taux courts ; en toute logique, cela présage **un renversement conjoncturel** de mauvais augure. Dans l'édition 2020 de ce cours, j'écrivais que le retournement de la yield curve US, combiné à d'autres paramètres, tel un taux d'endettement des agents en hausse, présageait d'une récession ... La courbe est redevenue « normale » en 2021, avec des taux très resserrés (de 0.05% à un mois à 0.69% à 5 ans), s'est renversée à nouveau en 2023 avant un retour à la normale en 2025, alors que l'on annonce une récession aux USA. La question reste en suspens : la yield curve constitue-t-elle un indicateur fiable de l'évolution conjoncturelle ? Voyez l'article infra.



Graphique 7.3 : Yield curve, US Treasury (Trésor américain), février 2023 – plus d'1 point d'écart entre les taux à 1 et à 10 ans

2. LES DIFFERENTIELS D'INTERET

Au début des années 2000, lors de la mise en service de l'euro, les marchés sont partis du principe que la monnaie unique induisait un taux unique ... **Considérant que l'€ était en fait « un DM bis » (deutsche mark bis, la monnaie la plus forte et la plus stable en Europe avant l'€), le taux de référence fut donc calqué sur celui de l'Allemagne**, locomotive économique de l'Europe. Les pays du Sud Europe, traditionnellement surendettés, eurent l'heureuse surprise d'emprunter au taux bas réservé auparavant à l'Allemagne. Lorsque survint la crise de 2008, renforcée par celle des dettes souveraines de 2010 (quasi faillite de la Grèce, de l'Italie, de l'Espagne et du Portugal), **les investisseurs comprirent enfin que tous les pays d'Europe étaient loin d'offrir les mêmes garanties**. Les différentiels d'intérêt ont donc fait leur retour, comme le montre le graphique 7.4. Ainsi, début 2016, le Portugal empruntait à 4% au-dessus du taux allemand. Notez la situation au début de la crise 2020, puis lors de l'inflation 2022.



Graphique 7.4 : différentiel d'intérêt en Europe : pays « du sud » par rapport au taux des emprunts allemands à 10 ans

Source : https://multimediafiles.kbcgroup.eu/ng/published/CBC/PDF/Perspectives_economiques_CBC_update.pdf consulté le 5 mai 2025

LA « YIELD CURVE » A-T-ELLE TOUJOURS RAISON ?

Les indicateurs des marchés financiers tels que les taux d'intérêt peuvent-ils nous apprendre quelque chose sur l'évolution future de l'économie réelle? Intuitivement, la réponse est négative, car au-delà des fluctuations de court terme, les marchés financiers « suivent » l'évolution de l'économie réelle, et non l'inverse. Pourtant, on dit souvent que les cycles boursiers anticipent le cycle de l'économie. On dit aussi souvent que l'allure de la courbe des taux (*yield curve*) prévoit les récessions. Qu'en est-il?

Mécanisme de taux

La *yield curve* représente, pour une économie en particulier, les taux de marché allant d'échéances très courtes (un mois, trois mois, etc.) aux échéances les plus longues (30 ans). En considérant que les taux longs ne sont qu'une composée de taux courts, la différence de niveau entre les taux longs et les taux courts d'aujourd'hui, exprimée par la pente de la *yield curve*, révèle l'évolution attendue par les marchés des taux courts dans le futur. Ainsi, si la pente de la *yield curve* est fortement positive, et donc que les taux longs sont plus élevés que les taux courts, cela signifie qu'implicitement, les marchés financiers s'attendent à ce que les taux courts augmentent. Comme ces derniers sont guidés par la banque centrale de l'économie en question, cela revient à dire que les marchés s'attendent à ce que la banque centrale relève ses taux dans le futur, suite à une bonne performance de l'économie et aux pressions inflationnistes qui s'ensuivent. En bref, quand la *yield curve* est ascendante, le marché est positif quant au futur de l'économie.

Courbe inversée

En suivant ce raisonnement, lorsque la *yield curve* est descendante (les taux longs sont plus bas que les taux courts), cela signifie qu'une majorité d'opérateurs de marché est plutôt négative quant au futur de l'économie. Et de fait, chaque fois que la *yield curve* a été inversée aux Etats-Unis, une récession s'est produite quelques mois ou quelques trimestres plus tard. Ce serait néanmoins un pas de trop que de considérer que les marchés savent parfaite-

ment prévoir les récessions: le délai entre une *yield curve* inversée et la récession a été très variable dans le temps, et la *yield curve* n'informe en rien de la gravité de la récession à venir. Enfin, on peut se demander, dans nos économies très financiarisées, si le simple fait que les marchés financiers anticipent une récession n'a pas pour conséquence d'augmenter le risque qu'elle survienne. Mais quoi qu'il en soit, la pente de la *yield curve* reste un indicateur intéressant de risque de récession.

C'est d'ailleurs dans cet esprit que la Federal Reserve de New York a développé un petit modèle de prévision. Concrètement, le modèle donne, à partir de l'état des taux américains à trois mois et à 10 ans, la probabilité qu'une récession se produise. Sur le passé, le modèle a plutôt bien fonctionné. On se réjouira dès lors que le modèle donne actuellement une probabilité de récession de seulement 9 % environ. C'est faible, sachant que depuis le début des années 1990, la probabilité donnée par le modèle au moment où l'on a su *ex post* que l'économie amé-

ricaine entraînait en récession était d'au moins 20 %. De manière moins réjouissante, on peut néanmoins observer que la probabilité de récession augmente rapidement ces derniers temps, ce qui n'est pas étonnant compte tenu de l'aplatissement actuel de la courbe des taux, mais aussi à la vue d'autres indicateurs économiques.

En conclusion, tout comme les indicateurs économiques de base, les marchés financiers tendent à montrer actuellement un ralentissement de l'économie américaine. La dégradation de ces indicateurs n'est cependant pas de nature, pour le moment, à en conclure que l'économie américaine est au bord de la récession. A moins évidemment que tout le monde en soit convaincu, en dépit de tout ce que les indicateurs peuvent montrer. Car dans ce cas, une nouvelle récession est inévitable. ☺

Chaque fois que la « yield curve » a été inversée aux Etats-Unis, une récession s'est produite quelques mois ou quelques trimestres plus tard.

PHILIPPE LEDENT
Economiste
chez ING Belgique
et chargé de cours
invité à l'UCL



SECTION 3 : CREATION ET OFFRE DE MONNAIE

Objectif 3/1 : examiner comment la banque centrale crée de la monnaie.

SS1 : CREATION DE MONNAIE-PAPIER PAR LA BANQUE CENTRALE

1. LA CREATION DE MONNAIE-PAPIER « HISTORIQUE »

Nous avons vu comment historiquement les banques en étaient arrivées à émettre de la monnaie-papier, et nous avons appris que la surémission de billets avait entraîné la faillite de certaines banques, ébranlant le système économique tout entier, ce qui avait amené progressivement les Etats à contrôler l'émission par le biais d'une banque centrale publique.

Au départ, les banques privées émettaient de la monnaie-papier en contrepartie de dépôts en métaux précieux, puis contre des créances, contrepartie des prêts. Les banques centrales ont procédé de la même manière ; la **partie « monétaire »**⁴⁷ du bilan de la banque émettrice peut être schématisée comme suit :

A	P
Or Créances	monnaie fiduciaire

❗ La monnaie fiduciaire est la contrepartie d'actifs (or et créances) détenus par la banque ; **elle s'inscrit donc au passif du bilan**. Dans le régime de **CONVERTIBILITE INTERNE**, aujourd'hui disparu, tout détenteur de monnaie fiduciaire pouvait en obtenir la contrepartie en or au cours légal, ce que montre clairement ce schéma bilantaire.

2. LA CREATION DE MONNAIE « FIAT » PAR LA BANQUE CENTRALE⁴⁸

Depuis 1976, **L'OR EST DEMONETISE**⁴⁹, bien qu'il figure toujours à l'actif du bilan des banques centrales qui en détiennent – **valeur du stock détenu par la BNB fin 2024 : 18,4 milliards €** (et tentations pour le gouvernement à la recherche d'argent !). A l'actif, on trouve surtout des **devises et des créances**, et des DTS (droits de tirage spéciaux), qui constituent une sorte de « monnaie de réserve internationale » (immatérielle)⁵⁰. Une inscription de DTS à l'actif permet de créer de la monnaie fiduciaire (au passif).

⁴⁷ Le bilan d'une banque se présente comme le bilan d'une société ; toutefois, les postes créances/valeurs disponibles/dettes en constituent l'essentiel ; c'est la partie monétaire du bilan, la partie non monétaire regroupant les autres postes : immobilisations, capital, réserves,

⁴⁸ La monnaie FIAT est celle imposée par l'Etat, et basée sur la confiance dans le gouvernement ; fiat est un terme anglais pour désigner la monnaie fiduciaire, bien qu'il puisse y avoir une légère différence entre « fiat » et « fiduciaire ».

⁴⁹ 1976, Accords de la Jamaïque, AG du Fonds Monétaire International (FMI – cfr infra)

⁵⁰ Le DTS (ou « or-papier ») a été créé en 1969 par le Fonds Monétaire International pour remplacer l'or monétaire dans les transactions internationales. Ce sont en quelque sorte des crédits que les Etats en excédent de balance courante peuvent tirer sur les Etats en déficit. Ils sont attribués par le FMI ; la valeur du DTS est calculée à partir d'un panier des 4 grandes monnaies internationales, le \$, l'€, la £ et le ¥.

Il y a création de monnaie par la banque centrale (BC) chaque fois qu'un accroissement d'un poste d'actif induit une augmentation de monnaie fiduciaire figurant au passif de son bilan.

🔥 Envisageons deux cas de figure : **entrée nette de devises et escompte & refinancement de crédits** :

- ❖ une entreprise a vendu des biens à un client américain, qui la paie en USD. L'entreprise les échange chez son banquier contre de la monnaie nationale, et le banquier les vend à la banque centrale pour obtenir à son tour des liquidités ; le bilan de la BC enregistre :

A	P
devises +	monnaie fiduciaire +

- ❖ une entreprise a vendu à crédit des biens, en tirant sur son client une lettre de change, qu'elle a escomptée auprès de son banquier ; celui-ci réescompte à la banque centrale, pour obtenir des liquidités ; au bilan de la BC :

A	P
créances +	monnaie fiduciaire +

- ❖ l'impact bilantaire est identique lorsque l'Etat emprunte des liquidités à la BC pour financer son déficit (**OPERATION DE MONETISATION DE LA DETTE PUBLIQUE**).

Il y a évidemment destruction de monnaie (et de la base de la masse monétaire) dans les cas inverses.

Les deux exemples ci-dessus font clairement apparaître un des rôles essentiels de la banque centrale, celui de « **prêteur en dernier ressort** », assurant la liquidité du système bancaire dans son ensemble. Nombre d'économistes affirment a priori à juste titre que le krach boursier de 1929 s'est transformé en une crise financière et économique parce que les banques centrales (la Fed en premier) ont refusé de créer les liquidités nécessaires pour sauver les banques en difficulté, erreur qu'elles n'ont pas reproduite lors de la crise de 2008⁵¹. De nombreuses critiques se sont élevées contre ce sauvetage bancaire – « les banquiers ont joué avec le feu, ils ont perdu, et il faut les renflouer avec de l'argent public ». Pas tout-à-fait vrai, bien que le contribuable ait payé. Vous allez comprendre à la lumière de ce qui suit que c'est l'argent des épargnants – le vôtre, le mien – qui a été préservé, nous évitant ainsi la ruine⁵². Toutefois, d'autres solutions étaient possibles, par exemple en dotant en liquidités entreprises et/ou ménages⁵³.

Objectif 3/2 : examiner comment les banques privées créent de la monnaie.

SS1 : LA CREATION DE MONNAIE PAR LES BANQUES COMMERCIALES

1. LE MULTIPLICATEUR DE CREDIT

Privées d'émettre la monnaie papier dès le milieu du XIX^{ème} siècle, les banques commerciales ont concentré leurs activités sur la collecte de fonds et le crédit⁵⁴.

🔥 Soit un agent économique qui dépose 100 € sur un compte à la banque. Modification du bilan :

A	P
Disponible : +100	Dettes à vue : +100

⁵¹ Si ce n'est l'exception de la Banque d'affaires américaine Lehman Brothers, « lâchée » par la Fed en septembre 2008.

⁵² Ce qui est par contre scandaleux, c'est que les banquiers « renfloués » ont continué à se verser des salaires et des primes astronomiques.

⁵³ En 2009, le gouvernement australien a attribué à chaque citoyen ayant rempli une déclaration de revenu en 2008 une allocation de 900 \$, afin de relancer la consommation et la croissance. Là où les USA, la France, la Belgique et d'autres ont enregistré durant la crise des taux de croissance du PIB négatifs, l'Australie n'est jamais descendue sous la barre des 1,8% (3,5% en 2018), de quoi faire rêver nos politiciens.

⁵⁴ C'est le B.A.BA du métier de banquier, infiniment plus complexe ; notre objectif n'est pas d'en développer les différents aspects ici.

Le banquier sait par expérience que tous les déposants ne viendront pas simultanément retirer leurs fonds. Il va conserver une partie de ce dépôt pour assurer sa liquidité (**coefficient de réserve obligatoire**), disons 20 %⁵⁵, et va prêter 80 € à un autre agent économique, sous forme de crédit en compte. En supposant que l'argent reste dans le système bancaire (« **LOANS MAKE DEPOSITS**⁵⁶ »), le bilan devient :

A		P	
Créance à court terme	80	Dettes à vue	180
Disponible	100		

Le banquier constate que le **ratio Disponible/Dettes à vue** est toujours supérieur à 20% ; le montant des liquidités à conserver étant de 36 € (20% de 180), il peut à nouveau accorder un crédit en compte de 64 € (= 100 - 36), et ainsi de suite.

Etape	Prêts	Dépôts cumulés	Encaisse théor.	Encaisse réelle
Dépôt initial	-	100	20	100
1	80	180	36	100
2	64	244	48,80	100
3	51,20	295,20	59,04	100
▼	▼	▼	▼	▼
TOTAUX	400	500	100	100

Les prêts évoluent selon une progression géométrique de **raison $r = 0.8$** ⁵⁷ ; la somme des termes d'une telle progression, **LORSQUE $r < 1$** , est égale au 1^{er} terme * $1/(1-r)$.

Nous constatons que le dépôt final = **$(1/\text{coefficient de réserve}) * \text{dépôt initial} = 500$**

❗ Il s'agit du **montant maximum théorique** de monnaie scripturale disponible à partir d'un dépôt initial de 100 €, compte tenu d'un coefficient de réserve de 20 %.

On appelle cela « **LE MULTIPLICATEUR DES CREDITS** » ou encore « **LE MULTIPLICATEUR D'OFFRE DE MONNAIE** ».

2. DU MULTIPLICATEUR THEORIQUE A LA REALITE

Ce calcul reste théorique. Dans la réalité, **différents freins** peuvent agir sur la création de monnaie scripturale :

❖ **la demande de crédit peut être insuffisante :**

❗ si le banquier ne trouve pas un demandeur de crédit pour les 64 €, le processus s'arrêtera là ;

❖ **il peut y avoir des « fuites en billets » :**

❗ dans notre exemple, si le premier débiteur retire ses 80 € sous forme de monnaie fiduciaire, et paie un autre agent économique qui les thésaurise (c'est-à-dire qui ne les dépose pas dans le système bancaire), le processus s'arrête également, puisque le bilan devient :

⁵⁵ Il est actuellement fixé à 1% par la BCE (mai 2025) et le montant est placé auprès de la BCE sur un compte non rémunéré. Toutefois, les banques constituent des réserves, également auprès de la BCE. Ces dépôts-là sont maintenant rémunérés au taux de 2,25% (mars 2025). Je cite Paul De Grauwe, éminent Professeur à la London School of Economics : « **LA BCE A CREE UNE MACHINE A BILLETS QUI ENRICHISS LES BANQUIERS PENDANT QU'ILS DORMENT** » (article copublié en janvier 2023 avec Yuemei Li sur VoxEU, le portail du think tank CEPR.)

⁵⁶ Les prêts font les dépôts, dès lors que le crédit se fait via un compte qui constitue un dépôt.

⁵⁷ Dans une progression arithmétique, chaque terme est égal au précédent plus la raison (exemple : 1 ; 1,8 ; 2,6 ; ...) ; dans une progression géométrique, chaque terme est égal au précédent multiplié par la raison (1 ; 0,8 ; 0,64 ; ...).

A		P	
Créances CT	80	Dettes à vue	100
Disponible	20		

⇒ **Situation qui empêche tout crédit** : la fuite en billets est « l'ennemie » des banquiers.

❖ les gouvernements ont mis en place des mécanismes destinés à assurer la sécurité des épargnants (au sens large) :

🔥 le montant des réserves obligatoires est imposé aux banquiers en fonction d'éléments de son bilan ; en période de « surchauffe » économique, les autorités monétaires peuvent augmenter ce montant, diminuant par là les possibilités de crédit.

🔥 Selon les économistes hétérodoxes, **le multiplicateur est un mythe « néoclassique »**. Dans ce modèle, la banque centrale crée de la monnaie FIAT, qui est ensuite déposée sur des comptes bancaires privés ; les banques commerciales retiennent une fraction de ces dépôts à titre de réserve et prêtent le reste. Ensuite, grâce **au système des réserves fractionnaires**, la banque continue à prêter de l'argent qu'elle n'a pas. Or, dans la pratique, **on constate que les banques n'ont pas besoin de réserves excédentaires pour créer des prêts**, selon le principe « loans make deposits » ; elles ne s'en privent pas, puisque c'est ainsi qu'elles gagnent de l'argent. Si par la suite elles connaissent des **problèmes de liquidité**, elles sollicitent la banque centrale ; si celle-ci refuse, les banques rappellent des prêts et resserrent les crédits⁵⁸, causant ainsi un « **credit crunch** », nuisible à la croissance. La banque centrale subit donc une forte pression pour céder.

Il est ainsi possible que le lien de causalité soit renversé : du modèle « création de monnaie fiat puis de crédits (monnaie scripturale) », on se trouverait face à un modèle « création de monnaie scripturale puis création de monnaie fiat » ; les théories (notamment friedmaniennes) qui affirment que la banque centrale peut piloter l'ensemble du système via la base monétaire M_0 ont du plomb dans l'aile. **Cette conclusion est d'une importance capitale dans le cadre du contrôle par les autorités monétaires de l'évolution de la dette privée.** Nous y reviendrons ultérieurement lorsque nous analyserons le rôle de la dette privée dans le déclenchement de récessions (leçon 9).

📺 https://www.youtube.com/watch?v=pEAhg5P9_0Y (durée 7'58) *bonne synthèse*

Un peu d'humour économique



Source : <https://www.taurillon.org/les-banques-centrales-n-ont-jamais-ete-creees-pour-stabiliser-la-monnaie>

⁵⁸ Le « rappel des prêts » consiste essentiellement en la réduction ou en la suppression des lignes de crédit accordées aux entreprises. Le resserrement des crédits s'effectue sans qu'il y ait hausse des taux d'intérêt ; cela signifie que les banques privent de prêts des emprunteurs (ménages, entreprises) qui auraient pu souscrire un aux conditions en vigueur.

⁵⁹ Le Tea-Party est un mouvement politique libertarien US (L1) qui s'oppose à la croissance des institutions étatiques.

1. LE STATUT DE LA BANQUE CENTRALE - INDEPENDANCE

Dans le système de convertibilité interne (= étalon-or) et conformément au « **currency principle** », la création monétaire était contrainte par le stock de métal précieux. **Aujourd'hui, les possibilités de création monétaire par les banques centrales sont en principe illimitées, ce qui pose la question de leur indépendance vis-à-vis du pouvoir politique.** Autrement dit : doivent-elles créer de la monnaie selon les désirs du pouvoir politique, par exemple pour assurer le financement de « l'Etat social », ou privilégier des objectifs propres comme la stabilité des prix ou la lutte contre le chômage ?

Lors de la création de la BCE, les Allemands ont exigé sa totale indépendance ; ses dirigeants décident de la **politique monétaire** en fonction de l'appréciation qu'ils ont des intérêts économiques de la zone euro dans son ensemble. L'argument fondamental avancé est que la politique monétaire ne peut être inféodée à des objectifs politiques partisans ; **la lutte contre l'inflation nécessite notamment la mise en œuvre de politiques en général peu populaires.**

Cette situation est fréquemment remise en cause par des partis politiques au sein des Etats membres, qui estiment que le Parlement européen devrait exercer un important pouvoir de contrôle sur la politique de la BCE, qui est de fait dans les mains de gouverneurs certes désignés par les gouvernements, mais non élus.

2. LES CRYPTO-MONNAIES

L'évolution des technologies informatiques a fait apparaître une nouvelle forme de monnaie virtuelle dénommée **crypto monnaie** (cryptographique). Il n'existe ni pièces ni billets ; **elle est cryptée, ce qui signifie qu'elle ne peut être utilisée que par une personne disposant du code permettant de la décrypter.** Les transferts sont irréversibles, s'effectuent quasi instantanément et sans frais ni intermédiaires. Aucune contrefaçon n'est possible.

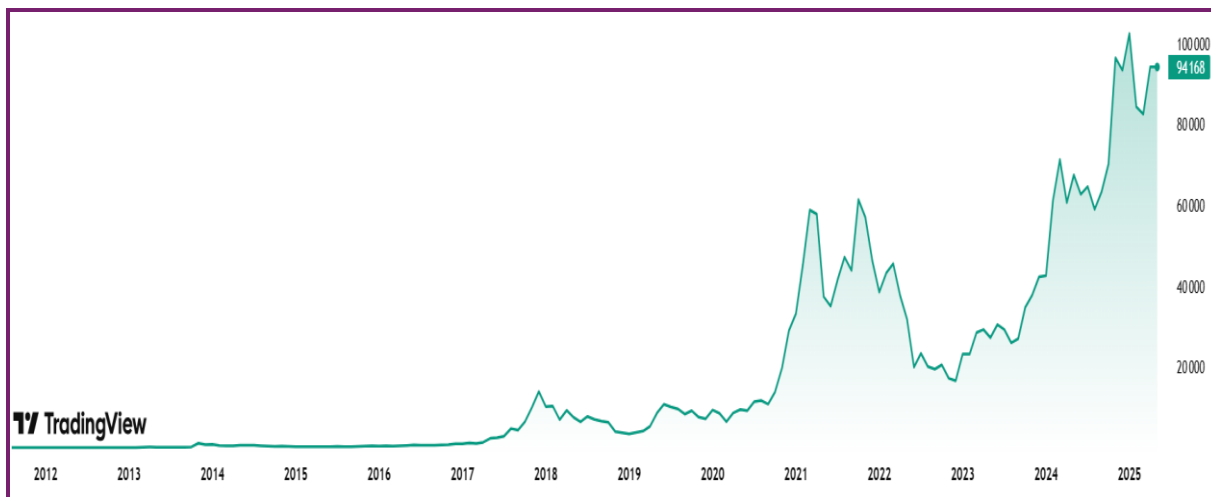
🔥 La trace de toutes les transactions est stockée dans un réseau de fichiers appelés **blockchain**. La première crypto monnaie, le **bitcoin**, a été créée en 2009, à l'aide de l'algorithme de preuve de travail (ou PoW = Proof of Work). On peut acquérir ce type de monnaie soit en les achetant (il existe un cours de conversion entre les monnaies traditionnelles et chaque crypto monnaie, qui est en fait un cours de marché offre-demande)⁶⁰, en recevant un paiement, ou en « **minant** » : lorsqu'un transfert de fonds s'opère, il doit être validé par tous les ordinateurs du réseau ; le vôtre travaille et vous pouvez peut-être gagner un peu de crypto monnaie⁶¹ qui sera stockée sur un serveur ou une clé USB. Si le serveur « crashe » ou que vous perdez votre clé USB, vous êtes « ruiné ».

Problème : pour participer efficacement, il faut un matériel de haut de gamme. En outre, au vu du nombre de PC nécessaires dans le réseau, des spécialistes ont calculé qu'une transaction bitcoin consomme autant que 450.000 transactions Master Card ; empreinte carbone d'une transaction bitcoin : 374 kg, soit l'équivalent d'un vol Bruxelles-Berlin ... très très mauvais pour la planète ...⁶²

⁶⁰ Pour l'évolution des cours en direct, voyez par exemple <https://fr.investing.com/crypto/>

⁶¹ Toutefois, tous les 4 ans environ, se produit le halving, à savoir une diminution de moitié de la « récompense » obtenue en minant. La nouvelle offre disponible est donc réduite, ce qui doit en principe produire une hausse du cours ? C'est bien ce qui s'est passé lors des halvings de 2016 et de 2020. Le dernier a eu lieu en avril 2024 ... à suivre

⁶² Voyez le graphique de consommation dans <https://digiconomist.net/bitcoin-energy-consumption> (consulté le 16 août 2021)



Graphique 7.5 : évolution du cours du bitcoin en USD : <https://fr.tradingview.com/symbols/BTCUSD/> consulté le 6 mai 2025

Ces monnaies ne dépendent d'aucune banque centrale ; les politiques monétaires n'ont en principe pas d'impact sur elles, et les Etats voient leur développement d'un mauvais œil. Bien que conçue au départ pour le e-commerce, elles sont clairement un outil spéculatif. Le 8 février 2021, Tesla investit 1,5 milliards en bitcoin, le cours monte à 43.000 \$; le 24 mars, Elon Musk⁶³ annonce que l'on pourra payer les tesla en bitcoin, et le cours passe à 60.000 ... Le 12 mai, il fait « marche arrière », et la Chine interdit les paiements en crypto : le cours plonge à 36.000. Devinez qui a gagné « gros » en revendant avant le 12 mai ?

🔴 Il existe déjà nombre de crypto monnaies : Ethereum, XRP, Solana, ... Dans un article publié le 2 juillet 2019 dans le journal « The Guardians », le prix Nobel **Joseph Stiglitz** a écrit avec clairvoyance⁶⁴ : (ma traduction) « seul un fou (ou imbécile) peut faire confiance à Facebook pour gérer son bien-être financier. Mais c'est peut-être là l'essentiel : avec autant de données personnelles sur quelque 2,4 milliards d'utilisateurs actifs mensuels, qui sait avec précision mieux que Facebook combien de gogos naissent à chaque minute ? »

Un peu d'humour économique



Source : <https://www.lopinion.fr/economie/la-crypto-mania-une-folie-dangereuse>

⁶³ Elon Musk (1971), entrepreneur milliardaire connu comme CEO de Tesla, aujourd'hui « branché » sur l'aventure spatiale.

⁶⁴ <https://www.theguardian.com/business/2019/jul/02/why-facebook-libra-currency-gets-the-thumbs-down> consulté le 16 août 2021. « Only a fool would trust Facebook with his or her financial wellbeing. But maybe that's the point: with so much personal data on some 2.4bn monthly active users, who knows better than Facebook just how many suckers are born every minute? Le Guardian est un journal britannique centré sur la politique et l'économie.

SECTION 4 : NOTIONS DE MACROECONOMIE MONETAIRE.

Objectif 4 : confronter les idées des grands courants de pensée en matière de théorie monétaire : classique, keynésien, monétariste.

La théorie monétaire constitue en science économique un sujet d'étude vaste et complexe ; elle a pour objectif de répondre à des **questions-clé** telles que :

- ❖ quels sont les **mécanismes de transmission** par lesquels les variations de la masse monétaire (et donc la politique monétaire) agissent sur les variables réelles ? Dans quel délai ?
- ❖ pourquoi les agents économiques demandent-ils (détiennent-ils) de la monnaie ?
- ❖ quelle est la nature du marché monétaire (mécanisme offre-demande, ...) ?

SS1 : THEORIE QUANTITATIVE : MONNAIE ET VARIATION DES PRIX

Pour les économistes du XIX^{ème}, la monnaie est **NEUTRE**, c'est-à-dire **sans influence sur les variables réelles de l'économie**, telles que le volume de production ou l'emploi : → les sphères réelle et monétaire sont dichotomisées, il n'y a pas de relations entre elles. La variation de la quantité de monnaie **n'impacte que les prix** ; c'est la base de la **THEORIE QUANTITATIVE DE LA MONNAIE**⁶⁵. C'est au philosophe David HUME⁶⁶ que l'on attribue généralement la formulation « correcte » de cette théorie :

DANS UN SYSTEME ECONOMIQUE DONNE, LES VARIATIONS DU VOLUME TOTAL DES INSTRUMENTS MONETAIRES, SUPERIEURES A LA QUANTITE DE BIENS ECHANGES, SE TRADUISENT PAR UNE VARIATION DES PRIX MONETAIRES.

1. EQUATION QUANTITATIVE : $MV = PQ$

En 1911, **Irving FISHER**⁶⁷ élabore une première formulation « moderne » de la théorie quantitative. Son approche s'intéresse au **volume de transactions** que les unités de la masse monétaire en circulation peuvent effectuer :

- ❖ soient n biens x_i et leur prix p_i → la valeur monétaire des transactions sur une période donnée (par exemple un an) peut s'écrire :

$$\sum_{i=1}^n p_i \cdot x_i$$

⁶⁵ Les prémisses en avaient été développées par **Jean BODIN**⁶⁵ ; en 1578, à la question du Roi Henri III de savoir pourquoi les prix des marchandises avaient augmenté, il affirmait que la cause en était l'afflux des métaux précieux (et donc de monnaie) provenant des Amériques : les prix augmentaient en termes d'or (ou d'argent), ce qui entraînait une diminution du pouvoir d'achat de la monnaie-or/argent.

⁶⁶ **David HUME** (1711-1776), philosophe, économiste et historien écossais ; « *Essai sur la balance [des paiements]* » (1752).

⁶⁷ **Irving FISHER** (1867-1947), un des premiers grands économistes américains ; « *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises* » (1911).

❖ ex. : si sur une période donnée, il est fabriqué et vendu 50 pains au prix de 2 €, la valeur des transactions = 100.

❖ les unités monétaires qui ont été utilisées pour ces échanges ont circulé plusieurs fois → on appelle **V le nombre moyen de transactions qu'effectue chaque unité monétaire**, c'est-à-dire **LA VITESSE DE CIRCULATION DE LA MONNAIE**⁶⁸ (la **vélocité**, dans la traduction de Keynes). **M** représentant la masse monétaire en circulation, nous pouvons écrire :

$$\sum_{i=1}^n p_i \cdot x_i = M \cdot V$$

❖ si M=20 et est utilisée sur la même période pour acheter la production de pain, alors M « tourne » 5 fois, V = 5, et MV = 100, **montant qui se scinde entre volume de biens et niveau des prix**. Soient :

- P = niveau général des prix (2 dans notre exemple) ;
- Q = nombre de transactions en bien i effectuées dans la période = production en volume (= 50 pains).

alors, **M.V = P.Q** : **c'est l'équation quantitative de la monnaie**. **On voit bien que ΔM PEUT induire ΔP.**

❖ si sur la période donnée, on augmente la masse monétaire M (par exemple, l'Etat emprunte à la banque centrale pour augmenter les allocations familiales) et que les agents veulent dépenser cet argent à l'achat de pain, l'accroissement de la demande de pain fera monter son prix ; ce sera d'autant plus vrai si la courbe d'offre de pain est inélastique (e.g. si l'économie est sur la FPP⁶⁹, à sa capacité maximale de production).

2. INTERPRETATION DE L'EQUATION QUANTITATIVE

Comment se crée ce lien entre M et P ? Pour le comprendre, il faut d'abord poser des hypothèses sur les deux autres variables, V et Q, à savoir **qu'elles sont relativement constantes**, en tout cas à court terme.

❖ **V est supposé stable**, car la vitesse de circulation de la monnaie reflète notamment le rythme du revenu et de la dépense. En caricaturant, si les agents économiques sont payés mensuellement et dépensent tout leur revenu régulièrement sur le mois, la vitesse de circulation de la monnaie sur base annuelle sera égale à 12 ; nous discuterons toutefois plus loin de la validité de l'hypothèse de la vélocité constante. **Q est supposé constant** car *c'est la quantité de biens qui est produite dans la période* : **SI** nous supposons que **l'économie est en plein emploi**, le produit réel ne peut augmenter que très faiblement.

V et Q ne dépendent en principe ni de M ni de P ; M (= OFFRE DE MONNAIE) EST EXOGENE, CAR DECIDEE PAR LA BANQUE CENTRALE ET P EST AINSI LA SEULE VARIABLE ENDOGENE EXPLIQUEE PAR L'EQUATION. En conséquence, sous ces hypothèses, on a :

$$M^{\uparrow} V = P^{\uparrow} Q$$

⁶⁸ L'inverse de V est la durée de détention de la monnaie. Si V = 12 (l'unité monétaire est utilisée 12 x/an), alors cela signifie qu'elle est conservée en moyenne 1 mois par les agents.

⁶⁹ La notion de FPP a été exposée à la leçon 1.

✳ Nous avons vu ci-dessus que la masse monétaire M est pratiquement contrôlée par la banque centrale⁷⁰. M est modifiée par des entrées et sorties de devises, les variations de l'encours des créances sur le secteur privé, les diverses interventions de la banque centrale, mais aussi les variations de l'endettement (**monétisé**) de l'Etat. Vous comprenez maintenant pourquoi la **monétisation de la dette publique (création de M) est jugée inflationniste** : ➔ TCEPA, augmentation concomitante de P .

Si l'on fait l'hypothèse d'une économie en **sous-emploi**, alors **ΔM POURRAIT induire ΔQ** .

✳ Nous le verrons plus loin, un accroissement de la masse monétaire M induit (TCEPA) une baisse des taux d'intérêt, favorisant la consommation (à crédit) et l'investissement (leçon 5), eux-mêmes générateurs de croissance.

SS2 : LA THEORIE KEYNESIENNE DE LA MONNAIE

Dans les années 1930, **J.M. KEYNES** remet en cause la vision classique d'une économie dichotomisée entre les sphères réelle et monétaire ; il démontre que **les variables monétaires et réelles sont bien reliées, le taux d'intérêt en constituant le vecteur**. La monnaie n'est pas seulement détenue parce qu'elle permet l'échange, **elle peut être désirée pour elle-même**. **Cette DEMANDE DE MONNAIE** émane des agents économiques, ménages et entreprises.

✳ **Demander de la monnaie, c'est en détenir**. Si je détiens un billet de 20 € dans mon portefeuille, ma demande de monnaie est de 20 €. Pour comprendre le pourquoi de cette demande, il nous faut en référer aux fonctions de la monnaie (section 2 supra), et avoir à l'esprit que détenir de la monnaie à un coût (d'opportunité), **représenté par le taux d'intérêt**. Si je conserve durant un an 10.000 € en liquide ou en compte à vue non rémunéré, et que le taux d'intérêt réel sur un compte d'épargne est de 2 % l'an, j'aurai « perdu » 200 € au terme de l'année.

Keynes distingue trois motifs de demande d'encaisses monétaires : **transactions, précaution, spéculation**, que nous allons succinctement analyser.

1. DEMANDE AUX MOTIFS DE TRANSACTION ET DE PRECAUTION

Les agents économiques demandent avant tout de la monnaie parce qu'ils doivent payer les biens et services qu'ils consomment au quotidien (**= encaisses de transaction**).

✳ Si mon revenu est de 1800 € par mois, et que je le dépense intégralement pour payer mes charges et faire mes emplettes, il est clair que je dois les conserver sous forme « liquide ». Le volume global de liquidités détenu dépend du **PIB nominal** (si les prix et les revenus - et donc le PIB nominal - doublent, la quantité de monnaie détenue double également). Autre paramètre, le **système de paiement en vigueur dans l'économie** : si les travailleurs touchaient leur salaire par quinzaine au lieu de mensuellement, la quantité de monnaie détenue serait en principe divisée par deux (900 € au début de chaque quinzaine, au lieu de 1800 € en début de mois).

Ce volume d'encaisses **ne dépend pas du taux d'intérêt** (**inélasticité** au taux d'intérêt).

Une fois que l'agent économique a déterminé ses besoins en encaisses de transactions, la part restante de ses revenus constitue l'épargne, qui **peut d'abord être utilisée à des fins de précaution (matelas)**.

✳ Cela consiste à conserver de la monnaie pour faire face aux aléas de l'existence, à l'incertitude quant aux montants et au timing des revenus et dépenses futures. Toutefois, le développement de produits financiers « quasi-liquides » et rémunérés (comptes d'épargne sans préavis de retrait), de même que les systèmes d'assurance et de sécurité sociale ont sans doute réduit les besoins d'encaisses en cette matière.

⁷⁰ Ce sujet fait toutefois l'objet de nombreuses controverses (cfr supra p 18)

2. DEMANDE AU MOTIF DE SPECULATION - ARBITRAGE

L'agent ayant affecté son revenu en encaisses de transaction et de précaution, le solde (éventuel) est appelé « **encaisses de spéculation** ». Dans ce cadre, **SPECULATION SIGNIFIE ARBITRAGE ENTRE MONNAIE, ACTIFS MONETAIRES ET ACTIFS REELS (NON MONETAIRES : terrains, immeubles, actions ou obligations).**

CET ARBITRAGE DEPEND DU TAUX D'INTERET

❗ Lorsque le taux d'intérêt réel est bas, les agents ont tendance à thésauriser (= détenir des liquidités), vu que le coût d'opportunité de détention est faible : on parle de **PREFERENCE POUR LA LIQUIDITE ET LA DEMANDE DE MONNAIE (MESUREE PAR M2) AUGMENTE**. Les agents agissent ainsi parce qu'ils attendent l'opportunité de réaliser un placement rémunérateur en achetant des actifs non monétaires, achat pour lequel ils ont besoin de liquidités rapidement disponibles. A contrario, lorsque le taux d'intérêt réel est élevé, les agents ont tendance à se défaire de leurs encaisses liquides, en les plaçant dans des actifs monétaires (compte bancaire rémunéré, ...).

→ La « préférence pour la liquidité » varie en sens inverse du taux d'intérêt.

Objectif 5 : analyser le fonctionnement du marché monétaire.

SS3 : LE MARCHÉ MONÉTAIRE (EQUILIBRE ENTRE M^d ET M^s)

1. LE MARCHÉ MONÉTAIRE : DEMANDE DE MONNAIE

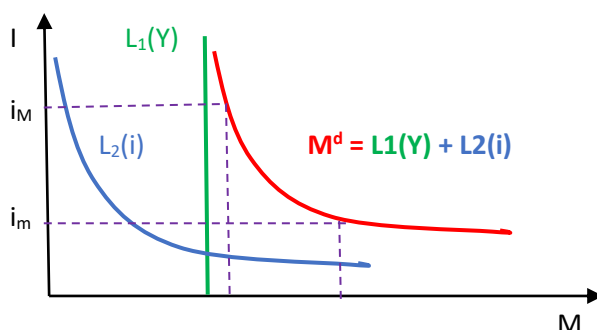
La demande de monnaie M^d est obtenue par l'addition de deux fonctions :

- ❖ la première regroupe les demandes d'encaisses aux **motifs de transaction et de précaution** (dépendant NON du taux d'intérêt, mais du **niveau de revenu**, donc macro – économiquement du PIB : $L_1 = L_1(Y)$; elle est représentée par la **droite verte**).

$$L_1 = M^d \text{ à des fins de transactions} = L_1(Y)$$

- ❖ la seconde est la **demande d'encaisses au motif de spéculation** décroissante au **taux d'intérêt** : $L_2 = L_2(i)$, représentée par la **courbe bleue**. M^d totale est la **courbe rouge**.

$$L_2 = M^d \text{ à des fins de spéculation} = L_2(i)$$
$$\text{Globalement : } M^d = L_1(Y) + L_2(i)$$

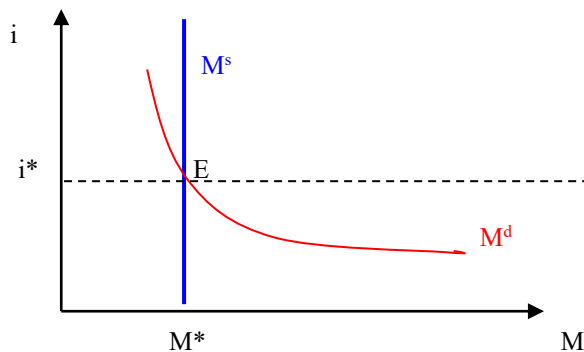


Graphique 7.6 : la demande de monnaie

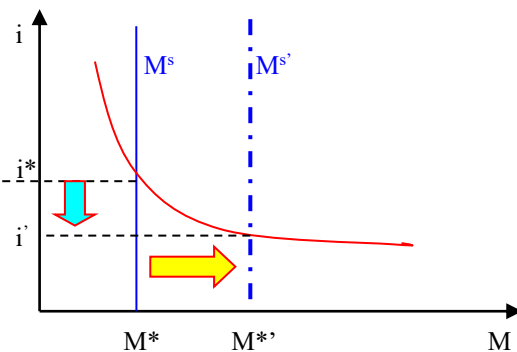
🔥 Lorsque le taux d'intérêt est élevé (i_M), la demande se résume pratiquement à L_1 , la demande d'encaisses au motif de spéculation étant quasi-nulle. Au taux i_m ($< i_M$), il existe une demande pour des encaisses de spéculation.

2. L'OFFRE DE MONNAIE & L'EQUILIBRE SUR LE MARCHE MONETAIRE

L'offre de monnaie est **EXOGENE**, indépendante du taux d'intérêt, puisque la banque centrale ne perçoit aucun intérêt sur la monnaie qu'elle émet (**droite verticale bleue**). En supposant que la banque centrale émette une quantité de monnaie $M^s = M^*$, ce choix dépendant de la politique monétaire, **L'EQUILIBRE SUR LE MARCHE MONETAIRE REQUIERT QUE $M^* = M^d = L_1(Y) + L_2(i)$** – graphique 7.7.



Graphique 7.7 : équilibre du marché monétaire



Graphique 7.8 : politique monétaire expansionniste

SS4 : EFFETS DES POLITIQUES MONETAIRES DE LA BANQUE CENTRALE

1. POLITIQUE MONETAIRE EXPANSIONNISTE/RESTRICTIVE

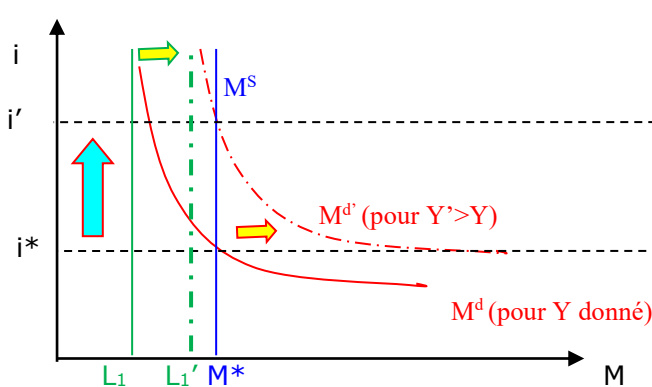
La banque centrale peut décider de pratiquer volontairement **une politique monétaire expansionniste, c'est-à-dire une augmentation de l'offre de monnaie**, dénommée **QUANTITATIVE EASING (QE)** lorsqu'elle achète au gouvernement contre liquidités des fonds d'état ou autres actifs financiers, et ce dans le but de relancer la croissance ; nous en visualisons l'effet sur le graphique 7.8 ci-dessus.

🔥 $M^s \nearrow$, ce qui se traduit par un déplacement vers la droite $\Rightarrow$ **toutes choses égales par ailleurs, le taux d'intérêt diminue (de i^* en i'), favorisant le crédit tant à la consommation qu'à l'investissement**. L'effet est inverse lorsque la banque centrale pratique **une politique restrictive** (dite aussi « **de stabilisation** ») : $M^s \searrow$ et $i \nearrow$ – objectif : éviter la surchauffe de l'économie. La politique monétaire vise dans ces deux cas un impact sur C et I dans notre équation $Y = C + I + G + (X - M)$.

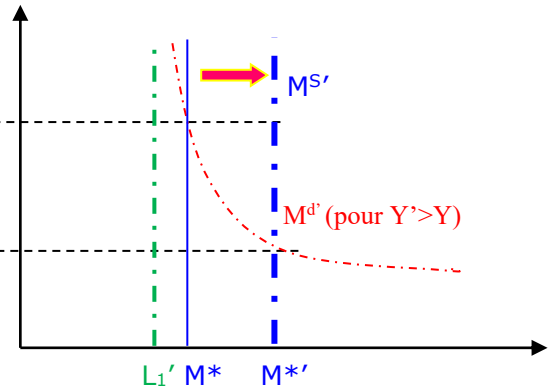
2. HAUSSE DE LA DEMANDE DE MONNAIE : POLITIQUE ACCOMODANTE ?

La banque centrale peut aussi devoir faire face à une modification de la demande de monnaie, à laquelle elle réagira ou pas, en fonction de ses objectifs macro-économiques. Une telle modification se produit par exemple lors **d'une augmentation du revenu nominal (ou du PIB nominal) Y**.

Repardons de la fonction de la demande de monnaie : $M^d = L_1(Y) + L_2(i)$, dans laquelle i est la variable et Y le paramètre : si le revenu nominal Y augmente, la demande de monnaie M^d s'accroît [pour un même taux d'intérêt], et la courbe de demande **SE DEPLACE** vers la droite. Il faut bien comprendre que ce déplacement est généré par la hausse des encaisses de transaction, à savoir la droite L_1 , et non par la courbe représentative de la demande pour encaisses de spéculation (graphique 7.9).



Graphique 7.9 : augmentation de la demande de monnaie



Graphique 7.10 : politique accommodante de la BC

Soit la banque centrale ne réagit pas, et maintient l'offre de monnaie constante ; l'augmentation de la demande de monnaie se traduit alors par une hausse du taux d'intérêt i . Si elle souhaite éviter cette hausse du taux, et donc maintenir le taux en i^* , la banque centrale doit pratiquer une politique dite « accommodante », en ajustant l'offre de monnaie M^s à la hausse du PIB Y' , soit en $M^{s'}$ (graphique 7.10).

3. LE PHENOMENE DE LA TRAPPE DE LIQUIDITE – VELOCITE CONSTANTE ???

Lorsque le taux d'intérêt réel est très bas, Keynes parle de **TRAPPE DE LIQUIDITE** : la courbe M^d devient horizontale, parfaitement élastique au taux d'intérêt.

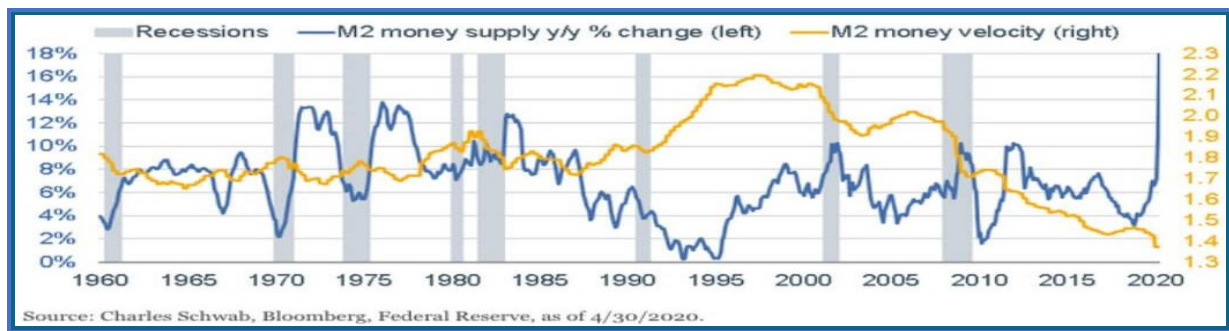
La préférence pour la liquidité devient absolue, les agents ne voyant pas pourquoi ils détiendraient des actifs (créances) à très faible taux plutôt que des liquidités. Toute la monnaie résultant de l'épargne est thésaurisée. Dans ce cas, il est impossible pour la banque centrale de relancer la croissance en baissant encore le taux d'intérêt, jugé inconsistant par les agents.

Problème : la théorie quantitative de la monnaie en est-elle infirmée dès lors que l'augmentation de M thésaurisée ne peut se répercuter sur P ? En fait, la réponse est : la thésaurisation induit logiquement une baisse de la vitesse ; donc : $M^s V^s = PQ$

Paul KRUGMAN fustigeait au début des années 2000 la politique de la banque centrale japonaise⁷¹, qui a considérablement augmenté la masse monétaire, amenant le taux d'intérêt pratiquement à 0 ; la croissance est toutefois restée anémique et le Japon est entré en déflation. Selon lui, le phénomène est dû à un manque de crédibilité des agents vis-à-vis de la politique monétaire de la banque centrale, avec raison semble-t-il : en effet, dès la reprise de 2006, la BC japonaise a contracté rapidement la masse monétaire, afin de contrer toute tension inflationniste. Ceci montre que l'hypothèse de vitesse constante n'est donc pas une réalité.

Dans le graphique 7.11 (USA), nous voyons que la vitesse est restée relativement stable jusqu'en 1990 (et ce depuis 1960 : variation de $1/10^{\text{ème}}$ de point autour de 1,8, soit moins de 6% - échelle de droite) ; elle augmente sensiblement dans les années 90 (explosion du crédit) et surtout s'effondre avec la crise financière de 2008, alors que $M2$ croît rapidement (taux de variation échelle de gauche). La tendance est similaire en zone euro et au Japon.

⁷¹ Il s'en est excusé par la suite, estimant que la BCE avait fait bien pire lors de la crise des dettes souveraines (2010) – voyez https://www.liberation.fr/futurs/2014/11/03/un-nobel-d-economie-s-alarme-de-la-japanification-de-l-europe_1135418/ (incomplet)



Graphique 7.11 : évolution de la masse monétaire M2 et de sa vélocité, USA (source : Federal Reserve)

Y a-t-il eu trappe de liquidité en Europe ? Force est de constater que les sommes gigantesques injectées par les gouvernements à la suite de la crise 2008-2010, notamment pour sauver le système bancaire, ne semblent pas avoir eu un effet très positif sur le PIB. Les banques, devenues excessivement prudentes en matière de crédit, ont placé leurs liquidités excédentaires en compte à la BCE qui leur a appliqué à l'époque un taux **négatif (jusqu'à -0,50% ; les banques ont PAYE la BCE pour garder leurs liquidités)**. Finalement, sur la période 2015-2029, on a pu constater une augmentation significative des crédits à la consommation et des prêts hypothécaires, sans doute dopée par les faibles taux d'intérêt (chiffres UPC : crédits à la consommation : + 25%), dynamique cassée par la crise Covid, puis suivie d'une forte reprise (2021-2023, selon le type de crédits) et aujourd'hui d'une faible croissance

SS5 : LE MONETARISME : RETOUR A L'EQUATION QUANTITATIVE

Dans les années 1970, l'économie est en **stagflation**, phénomène combinant hausse du chômage ET inflation. Les politiques keynésiennes sont contestées. Dans la plupart des pays industrialisés, l'inflation est « à deux chiffres », ce qui met en évidence **la nécessité d'une politique anti-inflationniste**. Une théorie alternative développée dès les années 1950 par **Milton FRIEDMAN**, le **MONETARISME**, va jouer un rôle majeur dans la régulation économique. Elle remet en exergue **l'équation quantitative de la monnaie $MV = PQ$** .

🔥 rappelons qu'une **augmentation de l'OFFRE DE MONNAIE PEUT générer des fluctuations à court terme du PIB réel (Q)** ; à long terme, l'économie tendant à se situer **près du PLEIN EMPLOI (vue néo-classique)**, cette augmentation constitue le principal déterminant des **mouvements des prix à long terme**, la théorie quantitative montrant qu'une augmentation de M va produire de l'inflation, puisque Q est alors pratiquement inextensible.

1. LE QUANTITATIVE EASING (QE), DANGER ?

Lorsque les autorités monétaires décident de pratiquer une politique expansionniste, - dite **quantitative easing (QE)** (**augmentation l'offre de monnaie de M^s en M^s** , graphique 7.8 ci-dessus), les monétaristes prévoient un double impact :

➤ **impact à court terme** : le taux d'intérêt diminue sur le marché monétaire (TCEPA).

🔥 Cette baisse favorise le crédit, et par conséquent C et I, ce qui peut engendrer de la croissance.

➤ **impact à long terme** : l'économie tendant vers le plein emploi, le niveau des prix **⬆**.

🔥 Le pouvoir d'achat des encaisses détenues diminue et les agents accroissent leur demande de monnaie, ce qui fait remonter le taux d'intérêt, sauf si la BC pratique une politique accommodante (graphique 7.10).

CONSEQUENCE : UNE POLITIQUE MONETAIRE DE RELANCE SE REVELE SOUVENT PEU EFFICACE. L'ARME MONETAIRE EST DANGEREUSE ; ELLE NE DOIT JAMAIS ETRE UTILISEE POUR RELANCER L'ECONOMIE, A CAUSE DE SES DERIVES INFLATIONNISTES, MAIS ELLE PEUT (DOIT ?) L'ETRE POUR FREINER L'INFLATION.

2. MONETARISME : QUELLE GESTION MONETAIRE ?

TOUTE POLITIQUE « CONJONCTURELLE » (KEYNESIENNE) MISE EN ŒUVRE PAR LE GOUVERNEMENT EST SOURCE D'INSTABILITE ECONOMIQUE.

✱ la manipulation des taux d'intérêt pour relancer la demande et l'investissement et diminuer le chômage est à proscrire, car elle entrave le mécanisme du marché ; pour réguler l'économie, il faut laisser l'Etat en dehors du marché ; celui-ci doit essentiellement s'assurer que le marché possède un cadre stable (thèse néo-classique).

Pour assurer la **stabilité des prix**, il faut une **DISCIPLINE MONETAIRE**, qui ne peut être assurée que par des banques centrales indépendantes du pouvoir politique.

DANS CE CONTEXTE, LES MONETARISTES PRECONISENT UNE REGLE MONETAIRE :

- ❖ **fixer un taux de croissance constant de la masse monétaire calqué sur le taux de croissance annuel à long terme du produit intérieur brut ;**
- ❖ **s'y tenir quelles que soient les conditions économiques.**

✱ Les thèses monétaristes ont été appliquées dès le début des années 1980 aux USA et en Grande-Bretagne. L'inflation a effectivement diminué fortement, au prix de la stagnation du PIB et de l'augmentation du chômage. Il n'y a apparemment pas de miracle possible⁷².

3. LA MISSION DE LA BCE EST-ELLE IMPOSSIBLE ?

Cet extrait d'un ouvrage de François Lenglet décrit selon moi parfaitement la situation : « Une banque centrale sert à régler la température de l'économie pour qu'elle ne soit ni trop chaude – trop de croissance provoque la hausse de l'endettement et des prix – ni trop fraîche – pas assez de croissance provoque du chômage. (...). Elle a des outils pour cela. Quand il fait trop chaud, elle rafraîchit l'air ambiant en relevant les taux d'intérêt du crédit (...). Elle le fait également en augmentant le taux de change de la monnaie nationale, ce qui a pour effet de ralentir les exportations qui deviennent moins compétitives à l'étranger (...). A l'inverse, quand il fait trop frais, elle abaisse ses taux d'intérêt (...) pour stimuler la demande de crédit dans le pays, et fait baisser le cours de la monnaie pour augmenter les ventes à l'étranger (...). Avant l'euro, chaque pays avait son propre climatiseur, et le réglait en fonction de la température nationale. Avec l'euro, nous avons (un) climatiseur commun : la Banque Centrale Européenne. Reste un problème qui n'est toujours pas résolu : où mettre le thermostat (...) dans un ensemble de 19 économies où (...) les conjonctures sont disparates ? Si même la BCE choisit de maintenir une température moyenne, celle-ci ne conviendra à personne – ni aux pays à la traîne (...) qui auraient besoin de soutien, ni à ceux qui au contraire sont en pleine croissance et justifieraient que l'on tempère leur activité. L'union monétaire, c'est le vêtement à taille unique : trop petit pour les grands, trop grand pour les petits. »⁷³

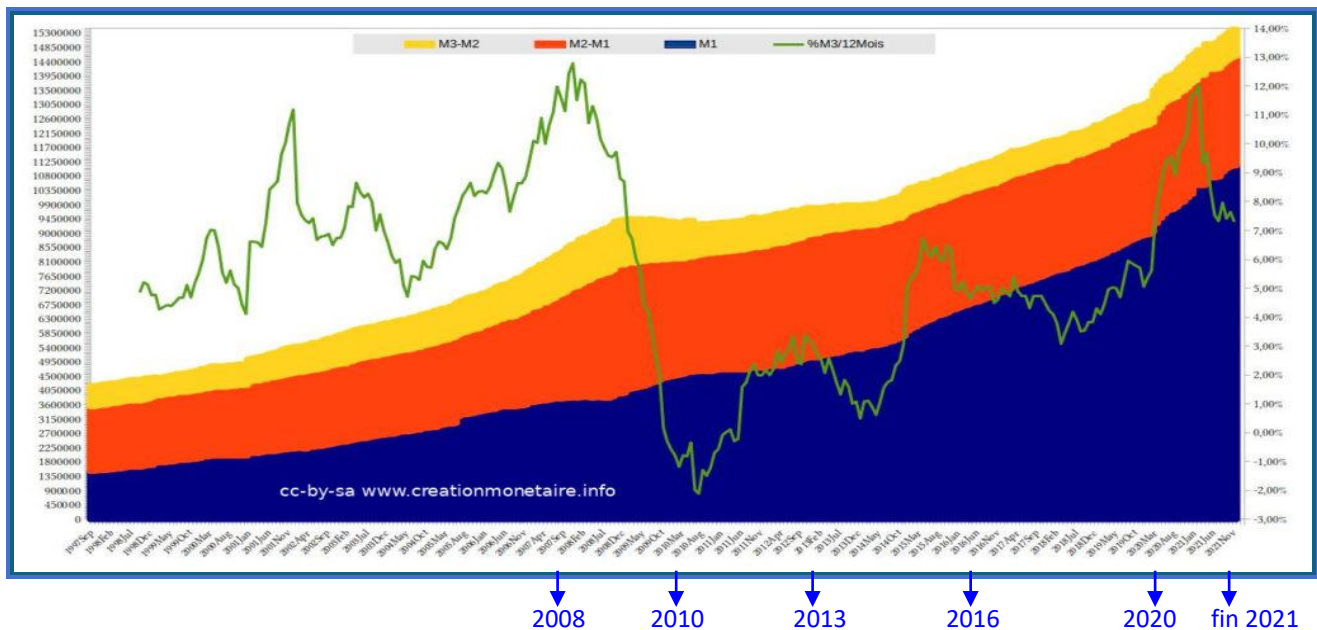
La cause de cette situation est que le Traité de Maastricht (1992) prévoyait une **Union économique et monétaire (UEM)**. L'union monétaire a été réalisée, mais pas l'union économique. Même si les déficits budgétaires et les dettes publiques sont contraints par les Traités, chaque pays dispose toujours de son autonomie fiscale et budgétaire, de même que de sa politique de l'emploi et des revenus. L'UEM « marche comme un homme qui a une jambe normale et une jambe de bois... » : les économies des pays de la zone euro ne convergent pas suffisamment. Nous en reparlerons.

⁷² Nous reviendrons sur ce problème lors de l'analyse de la courbe de PHILLIPS au cours de la leçon 8.

⁷³ François LENGLET (1961), journaliste français spécialisé en économie –« Tant pis ! Nos enfants paieront », Albin Michel, 2016, pp 94-95.

1. LA BCE EST-ELLE (A-T-ELLE ETE) MONETARISTE ?

De ses débuts jusqu'à la crise de 2008, la BCE a maintenu un taux de croissance annuel de M3 (jusqu'à 13% - essentiellement via M1) bien supérieur à la croissance du PIB de la zone euro. Après le déclenchement de la crise (2008), le taux de croissance de M3 chute, et s'établit à un niveau plus compatible avec la croissance du PIB (M3 : +2% pour une croissance moyenne de 0,8% dans la zone euro). **Monétarisme ?**



Graphique 7.12 : évolution des masses monétaires M1, M2, M3 et taux de croissance annuel de M3 (courbe verte), BCE

Source : <https://www.creationmonetaire.info/2022/01/masse-monetaire-e-janvier-2022-les-15000-milliards-depasse-le-rsa-au-plus-bas-de-tous-les-temps.html>

Devant les risques d'une spirale déflationniste (baisse des prix), la BCE a repris un rythme de croissance de M3 (toujours via M1) plus soutenu. Elle vise un cible inflationniste proche des 2% annuels. En janvier 2021, M3 représente un montant de près de 43.000 €/citoyen. La crise sanitaire semble avoir bouleversé toutes ces questions. Depuis le début 2020, la BCE a augmenté l'injection massive de liquidités (QE) dans l'économie de la zone euro, afin d'éviter une récession d'une ampleur jamais vue depuis les années 1930. **L'objectif était de relancer la croissance pour combler le recul des PIB, à l'opposé des thèses monétaristes.**

❗ La crainte de certains économistes était évidemment la reprise d'une inflation, stabilisée autour des 1,3% ; ainsi, aux USA, l'inflation était déjà en juin 2021 à 5% sur base annuelle, et la forte demande pour certaines matières premières (bois, métal, verre, plastique, ...) en phase de reprise n'était pas rassurante sur ce plan. Les dirigeants de la BCE ont balayé ces arguments, campant sur leurs positions optimistes. Erreur ! **En 2022, l'inflation dans la zone euro s'est élevée à 8,4%, taux jamais atteint depuis les années 1970. Certes, la guerre russo-ukrainienne a servi de catalyseur en générant une forte hausse des prix de l'énergie, mais les conditions « monétaires » semblaient bel et bien réunies.** Selon la BCE, « les tensions inflationnistes sous-jacentes se sont modérées en raison de la dissipation de l'impact des chocs d'offre passés et de l'affaiblissement de la demande associé à des conditions de financement et monétaires et des politiques budgétaires restrictives (...) » (Rapport annuel BCE, 2024, point 1).

2. LA THEORIE MODERNE DE LA MONNAIE (TMM/MMT)⁷⁴

Cette théorie hétérodoxe est née aux USA dans les années 1990. Elle s'immisce en Europe dans le débat sur les dettes publiques, en forte hausse suite à la crise sanitaire, en plus forte hausse encore demain pour financer la transition énergétique. **Elle est fondée à la fois sur le monopole public d'émission monétaire (monnaie fiat) et sur le « monopole étatique de la violence »,** concept jadis développé par **Max WEBER**⁷⁵, qui donne à l'Etat la possibilité de taxer.

✳️ Afin d'acquitter ces taxes, les agents du secteur privé doivent se procurer de la monnaie nationale, et ce en produisant et vendant des biens et services ; la monnaie nationale est émise par la banque centrale, totalement dépendante du pouvoir politique (a contrario de la BCE et de la FED). **En fait, l'Etat crée de la monnaie en dépensant, et la détruit en taxant ; les impôts n'ont donc pas pour but de financer le budget de l'Etat, c'est la création monétaire qui s'en charge.** Et cela est aujourd'hui possible, depuis la fin du système de Bretton Woods (voyez la section suivante) et donc du rattachement des monnaies à un étalon dans un système de change rigide.

Une conséquence de ce mécanisme est que l'Etat ne peut se retrouver en faillite, à moins de s'endetter en monnaie étrangère ; le déficit de l'Etat est ainsi renfloué par la création monétaire. Pour les tenants de la TMM, un déficit n'est ni mauvais, ni bon. Ce qui importe, ce sont ses conséquences économiques. Tout déficit dans le chef d'un agent économique (ici, l'Etat) implique un surplus pour un autre agent ; la question est donc : pour qui y a-t-il déficit, et pourquoi ? **La réponse coule de source : pour le secteur privé ; donc, si vous supprimez la dette publique, vous appauvrissez le secteur privé.**

Autre point : alors que les théories économiques considèrent en général que la dette publique hypothèque le futur – le remboursement pesant sur les générations suivantes, la TMM prétend que ce n'est pas le cas, car l'Etat ne pouvant tomber en faillite, personne ne viendra lui présenter la note !

✳️ Idées « gauchiste » ? Pas du tout ! **Au contraire, les partisans de la TMM fustigent les partis de gauche qui veulent financer les coûteux programmes sociaux en faisant payer les riches ; inepties,** disent-ils, cela ne fait qu'empoisonner le débat politique, alors que pour eux, l'Etat n'a pas besoin de taxes pour se financer, mais uniquement pour forcer le secteur privé à utiliser sa monnaie. **La seule fonction reconnue à l'impôt, c'est son rôle « correcteur des inégalités » dans la distribution de la masse monétaire.**

La TMM va plus loin : **elle propose de « supprimer » le chômage.** Ainsi, depuis sa création, la BCE a pour mission principale de contenir l'inflation, souvent au détriment de l'emploi (nous discuterons de ce point dans la leçon 8 – courbe de Phillips). Or, il suffirait qu'en cas de récession **l'Etat remplace l'assurance-chômage par une garantie d'emploi, en proposant à tous ceux qui n'en trouvent pas un travail « public » décentement rémunéré au service de l'intérêt général.**

⁷⁴ Voir essentiellement l'ouvrage de **Stéphanie KELTON (USA, 1969)**, économiste US, Professeure de politique publique et d'économie à l'Université d'Etat de New-York ; elle a conseillé le parti démocrate. « **Le Mythe du déficit – la théorie moderne de la monnaie et la naissance de l'économie du peuple** », éd Les Liens qui Libèrent, 2021.

⁷⁵ **Max WEBER (1864-1920)**, sociologue allemand, le plus important théoricien du développement de la société occidentale, « **Die Protestantische Ethic und der Geist des Kapitalismus** » (L'Ethique protestante et l'Esprit du capitalisme), 1905

✳ C'est là une version adaptée de la notion de revenu universel, mais contre travail. Ces emplois disparaîtraient au fur et à mesure de la création d'emplois par le secteur privé lors de la reprise conjoncturelle. Ce que la TMM ne dit pas, c'est comment on « forcerait » les individus à ce petit jeu, ni les conséquences pour le secteur public de la fluctuation constante de ce volume d'emplois.

Dernière considération : **l'inflation**. La TMM reste assez floue ; elle affirme que la principale préoccupation doit effectivement être la capacité de l'économie à absorber cette création monétaire « illimitée » sans générer de tensions inflationnistes, et donc la capacité productive d'une économie à lutter contre les déficits « réels », par exemple en matière de santé, d'enseignement, ...

📺 <https://www.youtube.com/watch?v=ylzKUDzavSM> (durée 4'48) *bonne analyse critique*

Stéphanie KELTON : les déficits ne sont pas intrinsèquement dangereux ...



Source : <https://abestit.fr/stephanie-kelton-les-deficits-ne-sont-pas-intrinsequement-dangereux/> 📺

Perspectives

par Jacques Attali/

LE VIF / 59



DARWANE POUR LE VIF / L'EXPRESS

TAUX ZÉRO : LE PIÈGE

Apriori, il y a toutes les raisons de se réjouir des taux d'intérêt bas. Les consommateurs bénéficient d'une hausse de leur pouvoir d'achat, qui leur permet de consommer plus et d'acheter notamment plus facilement un logement ou une automobile. Les entreprises peuvent investir à moindres frais et attirer plus facilement les clients, avec des crédits avantageux. Enfin, les Etats voient se réduire le coût du service de leur dette et sont en mesure de consacrer plus de ressources à leurs actions. Pour tous, l'impact de cette baisse est donc positif sur la croissance de leur revenu respectif, qui devient supérieure au taux d'intérêt, conduisant à la diminution mécanique du ratio dette/revenu (dette/PIB dans le cas des Etats), si important pour les prêteurs, et donc à une nouvelle baisse du taux d'emprunt.

Pourtant, ce cercle vertueux ne doit pas nous faire oublier les effets pervers majeurs des taux d'intérêt trop bas. Quand ceux-ci descendent à un très faible niveau, les prêteurs sont les grands perdants : d'abord, les banques ont du mal à équilibrer leurs comptes, sauf à emprunter à taux zéro aux banques centrales ; ensuite, les compagnies d'assurances, tenues d'investir dans les obligations d'Etat, peinent à maintenir la rentabilité nécessaire aux paiements des sinistres et au financement des retraites complémentaires souscrites par leurs clients ; enfin, les fonds de pension sont alors, eux aussi, incités à investir dans des produits de plus en plus risqués, comme vient de le faire le plus grand d'entre eux, le japonais GPIF. Par ailleurs, les entreprises ne peuvent plus rémunérer leur trésorerie en la plaçant et perdent une source parfois significative de profit. Enfin, les épargnants sont incapables de protéger leurs économies, qui perdent tous les jours de leur valeur, sauf à prendre des risques de plus en plus grands en les plaçant dans des produits financiers exotiques.

Au total, pour tous les détenteurs ou gestionnaires d'épargne, une espérance incertaine de plus-value sur les



MARIO DRAGHI
La Banque centrale européenne, qu'il préside, doit désormais s'incliner devant les marchés.

valeurs d'actifs remplace des gains certains en intérêts sur des obligations. La concentration des placements sur ces titres conduit à leur surévaluation et donc à la formation de bulles, qui, un jour ou l'autre, éclateront.

Pour éviter ce péril, et sentant que la reprise économique peut entraîner le retour de l'inflation, certains, en priorité aux Etats-Unis, voudront augmenter les taux d'intérêt. D'abord, il faudra pouvoir le faire et ce sera très

difficile : fini, le temps où les banques centrales décidaient seules des taux – le marché est plus fort qu'elles. Et si les taux sont très bas, c'est parce que l'argent est plus abondant que les occasions d'investir, même à risque. Ensuite, si même on y parvenait et si les taux d'intérêt remontaient, en commençant par les Etats-Unis, on verrait l'argent du monde s'investir plus que jamais en Amérique, le dollar monter en flèche et la croissance américaine, puis mondiale, se ralentir.

Chacun fera donc tout ce qu'il peut pour que les taux d'intérêt restent le plus bas possible. Après tout, c'est pour les emprunteurs une autre façon de spolier les prêteurs, aussi efficace et plus discrète que l'inflation. Ironie de l'histoire : les adultes et les seniors, en organisant la disparition de cette inflation qui grevait leur épargne, ont dû accepter la baisse des taux d'intérêt, qui, à terme, revient au même...

Les revenus de l'épargne, en fonds de pension ou personnelle, seront de plus en plus bas, voire négatifs. Les épargnants finiront même par ne plus avoir aucune raison de laisser leur argent dans les banques. A terme, une fois les bulles passées, et les compteurs remis à zéro par les crises, les retraités, principales victimes des taux bas, devront reprendre un petit emploi pour maintenir leur revenu, alors qu'ils auront déjà travaillé plus longtemps que prévu.

La seule façon d'éviter cet appauvrissement des plus faibles est de ne pas se contenter de doper la croissance par l'illusion de l'argent facile, mais de la soutenir par de vrais investissements dans les infrastructures dont le monde a tant besoin. ●

N° 18 / 1^{er} mai 2015

76

⁷⁶ Jacques ATTALI (1943), économiste français, polytechnicien, énarque, ancien conseiller du Président Mitterrand, à qui il a « suggéré » la création de la BERD, banque européenne pour la reconstruction et le développement, chargée de la transition économique des pays d'Europe centrale et orientale, et dont il fut le 1^{er} président (1990 - 1992).

SECTION 5 : NOTIONS SUR LA BALANCE DES PAIEMENTS (BP) ET LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL

Objectif 6 : appréhender les notions fondamentales relatives à la balance des paiements et au marché des changes.

SS1 : COMPTABILISATION DES OPERATIONS EXTERIEURES

1. LA BALANCE DES PAIEMENTS

La balance des paiements est un document statistique regroupant l'ensemble des transactions économiques et financières d'un pays avec le reste du monde (RM), au cours d'une période donnée, élaboré selon le principe de la comptabilité en partie double. Elle enregistre :

- ❖ **à l'actif :** toutes les opérations générant une **entrée de devises (recette)** pour les agents économiques du pays, qu'ils transformeront en monnaie nationale ; ces opérations correspondent à une **offre de devises sur le marché des changes** ;
- ❖ **au passif :** toutes les opérations qui impliquent une **sortie de devises (dépense)** par les agents économiques du pays, qu'ils devront se procurer ; ces opérations correspondent à une **demande de devises sur le marché des changes**.

Elle se compose de :

1. la balance des transactions officielles (BTO) qui comprend :

- ❖ la balance des biens et services, également appelée « **balance courante** » ; elle inclut la « **balance commerciale** » (mouvements de marchandises) et la « **balance des invisibles** », comprenant entre autres les services liés aux échanges de technologie (brevets, ...), des transferts « unilatéraux » (par exemple un travailleur immigré qui envoie de l'argent à sa famille dans son pays d'origine), les dépenses des touristes, ...
- ❖ la balance en capital ;

2. le mouvement des réserves de devises de la Banque centrale.

Les banques centrales détiennent des avoirs en devises.

🚩 Un pays présentant un déficit commercial doit pouvoir le financer, soit en contractant une dette auprès des autres pays, soit en puisant dans ses réserves de change. Celles-ci permettent également aux banques centrales d'intervenir sur le marché des changes (infra). Montant des réserves en devises convertibles (fin 2024) de la BCE : 103,1 milliards € ; composition principale : USD, Yen, Renminbi⁷⁷ (source : BCE).

⁷⁷ Le Renminbi (qui signifie « monnaie du peuple ») est la monnaie de la République populaire de Chine. L'unité de compte dans laquelle sont affichés les prix est le Yuan, vocable utilisé par les « financiers ».

2. La BTO (BALANCE DES TRANSACTIONS OFFICIELLES)

Balance des transactions officielles	
Actif = Entrée (offre) de \$	Passif = Sortie (demande) de \$
1- Balance des biens et services (balance courante)	
Exportations des biens et services (X) - Exportations de biens - Tourisme en Belgique - Revenus de K et L perçus par les résidents - Autres revenus perçus par les résidents	Importations des biens et services (M) - Importations de biens - Tourisme à l'étranger - Revenus de K et L distribués aux non résidents - Autres services payés aux non résidents
2- Balance des capitaux ⁷⁸	
Importations de capital (M_K) - Emprunts belges à l'étranger - Achats d'actions belges par l'étranger - Investissements directs étrangers en Belgique - Dépôts étrangers en Belgique	Exportations de capital (X_K) - Prêts belges à l'étranger - Achats belges d'actions belges étrangères - Investissements directs belges à l'étranger - Dépôts belges à l'étranger

Il existe en outre un poste « **erreurs et omissions** », indispensable à l'équilibre des comptes, car l'outil statistique, bien que rigoureux, comporte des failles ; l'ampleur de ce poste est d'ailleurs révélatrice de sa fiabilité ; toutefois, un montant important peut indiquer la présence d'opérations illégales qui échappent par définition à la statistique, tel le blanchiment d'argent. Les soldes des balances sont :

a) Le solde de la balance courante = « exportations nettes » : $NX = X - M$

Situation	Balance courante	Flux de devises
$X > M$	Positive	Entrées > sorties >>> entrée nette
$X < M$	Négative	Sorties > entrées >>> sortie nette

b) Le solde de la balance en capital = « exportations nettes de capital » : $NX_K = X_K - M_K$

Situation	Balance en capital	Flux de devises
$X_K > M_K$	Négative	Sorties > entrées >>> sortie nette
$X_K < M_K$	Positive	Entrées > sorties >>> entrée nette

Le solde en devises (entrée ou sortie nette) est noté : $\Delta R = (X - M) + (M_K - X_K)$

Du point de vue comptable, **la balance des paiements sera parfaitement EQUILIBREE (solde nul)**. Ceux qui parlent donc d'excédent ou de déficit de balance des paiements émettent un non-sens. Cependant, **des déséquilibres se retrouveront dans des sous-comptes de la balance**.

 <https://www.youtube.com/watch?v=DMj1w9lIxml> (durée 5'36) vidéo BNB

⁷⁸ Le poste **investissements directs (en fait, « étrangers » ou IDE)** revêt une importance particulière ; les IDE recouvrent aussi bien les créations de filiales à l'étranger que les fusions-acquisitions transfrontières ou les autres relations financières (notamment les prêts et emprunts intra-groupes). Ils constituent l'élément moteur de la multinationalisation des entreprises et de la mondialisation de l'économie, et sont l'un des principaux indicateurs de l'attractivité économique des pays. Nous noterons la volatilité de ce poste dans notre BP ; la raison en est que notre pays est très impacté par les transferts de fonds des sociétés transnationales (multinationales).

3. BP : EXEMPLE SIMPLE

Pour comprendre comment fonctionne une BP, utilisons un exemple certes quelque peu simpliste mais qui a le mérite de simplifier un sujet complexe.

🔥 Nos balances sont au départ à 0. Vous me vendez votre voiture pour 10.000 € (= marchandise). Vous inscrivez le montant dans votre BC, côté exportations, je fais de même dans la mienne, côté importations. Voyons maintenant le paiement : je vous signe une reconnaissance de dette ; c'est une opération en capital, dont vous inscrivez le montant dans la balance côté exportations (prêts à l'étranger), et je fais de même côté importations (emprunts à l'étranger). Je vous vends ensuite un salon pour 3.000 €, mêmes opérations mutatis mutandis. Vous me payez cash ; cette fois, c'est le poste monétaire (que nous avons appelé « mouvements des devises ») qui est impacté : entrées de « devises » pour moi, sortie pour vous. Visualisons nos balances :

Votre balance des paiements (en milliers €)				Ma balance des paiements (en milliers €)			
BTO				BTO			
X		M		X		M	
Balance courante				Balance courante			
marchandises	10	marchandises	3	marchandises	3	marchandises	10
Solde (X-M)	7					solde (X-M)	-7
M _K		X _K		M _K		X _K	
Balance des capitaux				Balance des capitaux			
		Prêts à l'étranger	10	Emprunts à l'étranger	10		
		Solde (M _K - X _K)	-10	Solde (M _K - X _K)	10		
Solde BTO = -3				Solde BTO = +3			
Mouvement des réserves = -3				Mouvement des réserves = 3			
SOLDE BP = 0				SOLDE BP = 0			

Vérifions le bon équilibre de notre BP :

MA balance courante (commerciale) est en déficit (-7), ma balance des capitaux est en excédent (+ 10). Le solde de ma BTO est donc de 3. $\Delta R = (X-M) + (M_K - X_K) = -7 + 10 = 3$

Soldes des balances commerciales en UE – en milliards d'euros – Q1 2025

Allemagne	21,1	Luxembourg	-0,61
Irlande	12,8	Pologne	-0,92
Pays-Bas	10,9	Portugal	-2,4
Italie	4,4	Roumanie	-2,8
Danemark	3,5	Grèce	-3
Belgique	2,6	Espagne	-3,4
République tchèque	1,3	France	-6,2
Suède	1,2		
Autriche	0,45		

Source : <https://fr.tradingeconomics.com/country-list/balance-of-trade?continent=europe> consulté le 11 mai 2025

Pour certains pays n'utilisant pas l'€, valeur calculée au cours de change de leur devise en date du 10 mai.

🔥 Les soldes ne reflètent pas l'importance du flux import-export par rapport au PIB ; pour la Belgique (2023), c'est 84%. 70% de notre commerce international s'effectue intra UE, 30% hors UE (exportations de la FR 34% du PIB, D 43%, GB 32%, USA 11%)⁷⁹

⁷⁹ Voyez pour un ensemble de statistiques :

<http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/servlet/BMTendanceStatPays?codeTheme=7&codeStat=NE.EXP.GNFS.ZS&codePays=USA&optionsPeriodes=Aucune&codeTheme2=7&codeStat2=x&codePays2=FRA&optionsDetPeriodes=avecNomP&langue=fr> consulté le 12 mai 2025

Déficits jumeaux: quelle relation de causalité?» – par Thierry Aimar

« Tant que le déficit commercial restera effectif, nul espoir de voir résoudre le problème du déficit public et de l'endettement consécutif ».

La question des « twin deficits » (déficits jumeaux) alimente depuis longtemps la littérature de macroéconomie. Cette [existence parallèle d'un déficit commercial et budgétaire](#) est la plupart du temps interprétée de la manière suivante. La relance de l'économie par la dépense publique (ou la diminution des taxes) entraîne un rebond de l'activité et une croissance des dépenses des ménages et des entreprises. Celles-ci se traduisent en économie ouverte par une [augmentation des importations](#) qui se solde par un déficit commercial. Au départ, se trouve donc l'excès de dépense budgétaire; à l'arrivée, le déficit commercial. De cette analyse, il en découle que si l'Etat réduit ses dépenses, le déficit commercial s'abaissera naturellement.

Mais la relation de causalité n'irait-elle pas aussi dans l'autre sens? Pour faciliter le raisonnement, adoptons l'hypothèse classique d'un équilibre de départ des comptes budgétaires et de la balance commerciale, sans excédent ni déficit. Si on considère que la partie épargnée de la production courante correspond à la partie investie, un déficit extérieur exprime simplement le fait que la production domestique de biens de consommation et d'investissement ne suffit plus à satisfaire les dépenses de la période correspondante. C'était le cas par exemple [en France, lors de la période Covid](#). Mais comment peut-on dépenser plus en biens que l'on en a produit? Il n'y a qu'une seule manière, [en s'endettant vis-à-vis de l'extérieur](#). L'autorité publique émet des titres, les vend à l'étranger, récupère en échange des liquidités qui, distribuées dans la population, permettent d'obtenir dans l'espace domestique un pouvoir d'achat supérieur à la production courante. L'écart se solde ainsi par l'importation de biens étrangers payés avec l'argent emprunté.

L'endettement extérieur traduit le fait douloureux que le seul maintien du pouvoir d'achat de parties de plus en plus importantes de la population exige de les rémunérer plus fortement que leur contribution à la création de valeur

Faux problème. Dans cette configuration, tant que le déficit commercial restera effectif, nul espoir de voir résoudre le problème du déficit public et de l'endettement consécutif. En France, on aimerait penser que ce besoin de dépenses supérieures à notre production domestique ([l'écart était de 84,7 milliards d'euros en 2021, un record!](#)) va disparaître en même temps que la crise sanitaire. Mais cela ne sera malheureusement pas le cas car, depuis 2004, croissance ou non, notre population génère globalement chaque année moins de richesse qu'on ne lui donne les moyens d'en prélever. Nous vivons tout simplement depuis vingt ans au-dessus de nos moyens.

Que l'on supprime la dette ou non est un faux problème. L'endettement extérieur traduit le fait douloureux que le seul maintien du pouvoir d'achat de parties de plus en plus importantes de la population exige de les rémunérer plus fortement que leur contribution à la création de valeur. Tant que, chaque année, on dépensera plus que ce que l'on produit, le déficit extérieur se poursuivra et les euros continueront à s'accumuler comme auparavant dans les caisses des exportateurs étrangers. Autant de créances sur l'économie et le capital, non seulement français, mais européen (zone euro).

Que faire alors ? Dans la mesure où le déficit extérieur, dans sa partie structurelle, n'est pas la cause de notre incapacité à satisfaire nos besoins nets de manière autonome, mais sa conséquence, le remède ne se trouve certainement pas du côté [du protectionnisme et de relocalisations artificielles, fantasmées](#), naïves qui, en renchérissant le prix des produits domestiques, ne feraient que nourrir la pénurie et empêcher les ménages de maintenir leur niveau de vie actuel.

Une réduction des budgets publics alors ? Si l'Etat veut tarir la demande excédentaire en réduisant brutalement ses propres dépenses, il est fort à craindre qu'il provoque aussi une baisse de la production domestique, de l'investissement et donc de nos capacités d'exportation, ce qui jouera en défaveur de l'équilibre des comptes extérieurs. C'est la quadrature du cercle.

On ne pourra boucher les canaux de l'assistanat sans d'abord ouvrir tout grand les vannes de la liberté

Simplification. La porte de sortie doit être trouvée beaucoup plus dans [la libération des énergies entrepreneuriales](#) que dans un isolationnisme frileux ou une réduction brouillonne de la dépense publique. On ne pourra boucher les canaux de l'assistanat sans d'abord ouvrir tout grand les vannes de la liberté. Les opportunités de gains offertes à l'esprit d'initiative, la prise de risque, la création de valeur, doivent devenir suffisamment fortes pour délivrer des alternatives à la perte des privilèges et faveurs de toutes sortes. Ce qui implique l'abandon de l'emprise administrative. Sous ce regard, seule la modification du cadre réglementaire visant à la simplification et à la suppression des carcans bureaucratiques peut provoquer un choc d'offre permettant aux ménages comme aux entreprises de maintenir leur niveau de vie tout en s'assurant un revenu correspondant à leur véritable productivité, sans assistanat ou subvention.

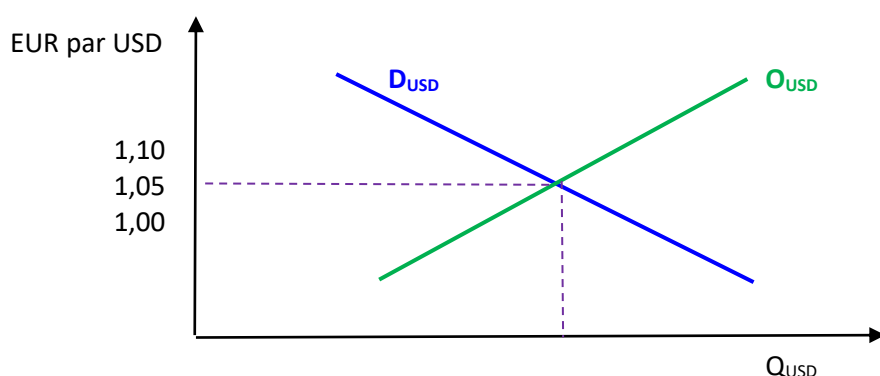
Est-ce que notre système politique essoufflé, étrié, permettra cette révolution avant d'être totalement dépassé par l'abstention et l'impuissance ? Au regard du sort réservé par nos édiles [à la candidature de Gaspard Koenig](#) lors de sa campagne de parrainages, on peut légitimement en douter. La société civile elle-même, plus cigale que fourmi, absorbée par les colifichets de la renommée numérique, voudra-t-elle accompagner cette politique de la liberté d'une profonde transformation des mentalités, indispensable à sa réussite ? En cette période troublée, acceptera-t-elle de réinsuffler dans les têtes l'esprit du subjectivisme, de la singularité, seules sources de création de valeur et d'avantages comparatifs, en abandonnant ses réflexes grégaires, mimétiques, communautaires, plus aptes à profiter de la richesse d'autrui qu'à la créer ? On ne peut évidemment que le souhaiter.

Thierry Aimar est enseignant-chercheur en sciences économiques à l'université de Lorraine et à Sciences Po, spécialiste de l'école autrichienne.

L'Opinion, 30 mars 2022 <https://www.lopinion.fr/economie/deficits-jumeaux-quelle-relation-de-causalite-par-thierry-aimar>

1. LE MARCHE DES CHANGES

Toutes les **opérations enregistrées dans la balance des paiements** tant courantes qu'en capital (en ce compris les opérations spéculatives - **hot money**) **se traduisent par des offres et des demandes de devises**. Sur le **MARCHE DES CHANGES (en anglais : FOREX)⁸⁰**, marché mondial fonctionnant en continu, s'échangent des devises convertibles⁸¹ (paires de devises) à un **taux de change** résultant des offres et demandes croisées ; par exemple, **l'offre et la demande de dollars (USD-\$) versus l'Euro (EUR-€) déterminent le cours de change (CM = cours du marché) entre ces deux monnaies**.



Graphique 7.13 : offre et demande sur le marché des changes et fixation du cours

✶ Dans cet exemple, il faut payer 1,05 € pour obtenir 1 \$. Cette façon usuelle d'exprimer le taux de change s'appelle « **coter à l'incertain** », à savoir exprimer la valeur d'une unité de la devise étrangère en monnaie nationale. Dans ce contexte, il y a appréciation de l'€ (et dépréciation du \$, qui coûte alors moins cher) si le taux baisse, par exemple à 1,00. « **Coter au certain** », c'est à l'opposé exprimer une unité de monnaie nationale dans la devise.

Les banques centrales peuvent également intervenir sur le marché, en achetant des devises, ou en vendant (en général en puisant dans leurs réserves), et ainsi « peser » sur l'offre ou sur la demande.

2. LES REGIMES DE CHANGE

Il existe deux régimes de change : **FIXES** et **FLOTTANTS**.

Dans un système de **changes fixes** :

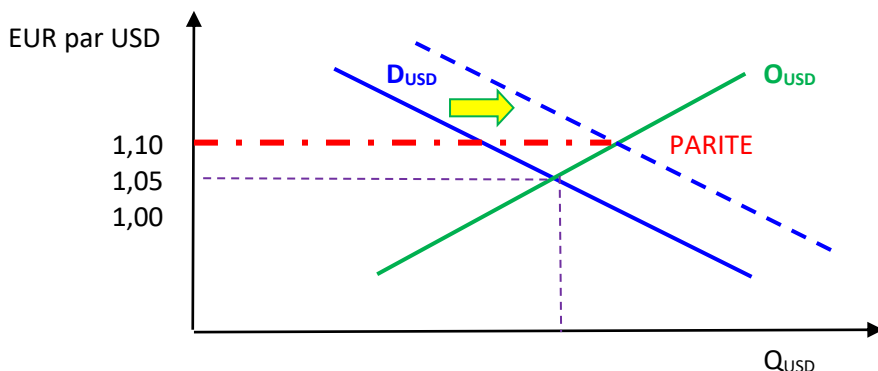
- chaque pays participant détermine pour sa devise nationale un **taux de change officiel fixe** appelé **PARITE**, ou encore **COURS-PIVOT**, à savoir un taux de change par rapport à un étalon (jadis l'or, plus récemment une monnaie-clé ou un panier de monnaies) et s'engage à le respecter, c'est-à-dire à faire en sorte que le cours du marché soit égal à la parité, avec toutefois une petite marge de fluctuation de part et d'autre de celle-ci, car le cours réel de marché varie en permanence ;

⁸⁰ FOREX (Foreign Exchange Market, ou encore FX)

⁸¹ Une devise est convertible dès lors que chaque agent économique a la liberté de l'échanger contre une autre au cours de change du marché. Une monnaie non convertible ne peut être achetée que dans des établissements contrôlés par les autorités, à des conditions fixées par elles ; la roupie (Inde), les peso argentin, chilien, colombien, philippin, le real brésilien, le dollar taiwanais, ... Les principaux motifs sont d'empêcher une fuite de capitaux vers des destinations offshore et se protéger contre une volatilité monétaire indésirable due à la spéculation.

- si de l'offre et de la demande des opérateurs privés sur le marché résulte un cours qui s'écarte de la parité, **la (les) banque(s) centrale(s) (BC) concernée(s) achète(nt) ou vende(nt) selon les cas les devises** en question pour rétablir l'équilibre.

☛ dans notre exemple ci-dessus, supposons que la parité de l'€ définie par rapport à l'étalon \$ soit de 1,10⁸². Si l'on admet une marge de 2% de part et d'autre de la parité, le cours doit se situer dans la fourchette [1,078 – 1,122]. Si le cours du marché se situe à 1,05, c'est parce qu'il y a excès d'offre de USD, et par effet miroir, excès de demande d'€. La BCE doit alors acheter de l'USD pour accroître la demande et la FED doit vendre de l'€ (= offre ↗) en puisant dans ses réserves, pour ramener le cours du marché dans cette fourchette de 2% autour de la parité.



Graphique 7.14 : marché des changes en régime de taux fixes

- toutefois, si la situation perdure, la BCE ne souhaitera plus accumuler des USD, et/ou la FED se trouvera à court de réserve d'€ ; il faudra alors procéder à un **réajustement monétaire, la FED dévaluant (abaissant la parité de) sa monnaie « aux environs » du cours du marché** – dans notre exemple en fixant la nouvelle parité au plus à 1,05.

☛ En effet, une telle situation traduit un déséquilibre économique, souvent en termes de balance commerciale. Dans notre exemple, la balance commerciale des USA est déficitaire, sans doute parce que son industrie est peu compétitive. La dévaluation de l'USD va faire baisser le prix des produits US en Europe, et donc favoriser les exportations, tandis que le renchérissement des produits importés aux USA va faire baisser leur demande. Le déséquilibre de la balance commerciale US va en principe se résorber⁸³.

Dans un système de **changes flottants**, le cours des devises est livré au seul jeu de l'offre et de la demande, en principe sans aucune intervention des banques centrales, qui sont toutefois libres de le faire. **Les cours peuvent donc s'y révéler très volatiles** (comme le montre le graphique 7.15 infra) ; les exportateurs et importateurs ne savent pas exactement ce qu'ils toucheront ou paieront lors de l'exécution de leur contrat. Il existe cependant des outils financiers pour se couvrir contre les risques de change.

☛ Les deux systèmes produisent a priori des effets équivalents. Dans un système de changes flottants, le pays en déséquilibre durable de balance commerciale verra sa monnaie **se déprécier** (et non dévaluer !) sur le marché des changes, puisqu'elle est en excès d'offre. Dans un système de changes fixes, il devra **dévaluer** sa monnaie, pour éviter d'épuiser ses réserves en devises et de devenir « débiteur international ».

📺 <https://www.ifcmarkets.com/fr/about-forex/what-is-forex> en anglais (durée 2'16)

📺 <https://www.youtube.com/watch?v=p5giAc4tqj8> (durée 7'30) excellente synthèse

⁸² C'est évidemment un exemple FICTIF, car nous sommes en changes flottants et il n'y a donc PAS DE PARITE entre l'€ et le \$.

⁸³ Les choses ne sont en réalité pas si simples, car la dévaluation va provoquer quelques effets « pervers » dans l'économie US ; le gouvernement devra donc prendre des mesures d'accompagnement destinées à les contrer. Par exemple, la baisse des réserves en devises de la FED (= actif) va TCEPA contracter le stock monétaire (au passif), avec à la clé une hausse des taux d'intérêt US qui risque de freiner la consommation et l'investissement, et faire entrer l'économie US en récession.

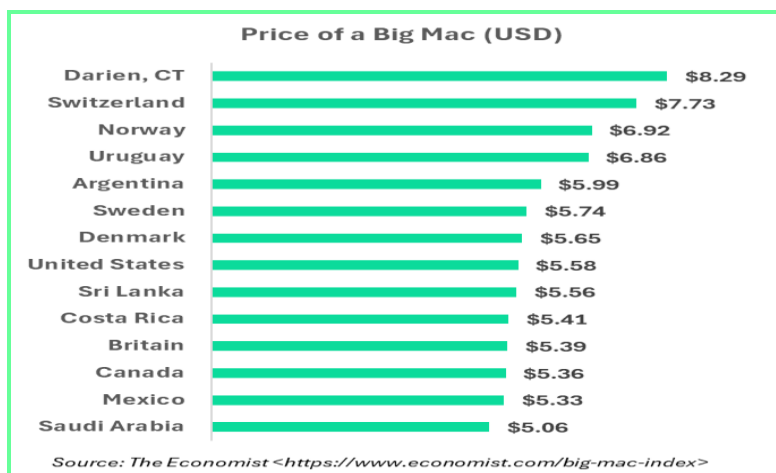
Burgernomics: Fast Food Inflation and an \$18 Big Mac Combo

[Chris Shadle](#) | January 29, 2024

In the world of fast food, the Big Mac has become more than just a burger; it's a barometer for global economics. The recent uproar over a McDonald's in Darien, Connecticut, that charged a whopping \$17.59 for a Big Mac combo meal is more than just local news; it's a snapshot of the changing economic landscape.

The 'Burgernomics' phenomenon, as it's playfully termed, stems from the Big Mac Index, an informal but widely recognized measure of purchasing power parity (PPP) between two currencies. Introduced by [The Economist](#) in 1986, the index compares the price of a Big Mac across different countries to assess whether currencies are at their "correct" level. It's a blend of economics and fast food, offering a digestible take on complex fiscal concepts.

In this context, the Darien McDonald's stands out not just in the U.S. but on a global scale for its Big Mac pricing. While the average cost in the U.S. is around \$5.35, Darien's \$8.29 Big Mac surpasses even the most expensive Big Macs globally, including its Swiss counterpart at an average of \$7.73.



Note : Darien est une petite ville située aux USA, dans le Connecticut, considérée comme la plus riche de cet Etat.

<https://foodinstitute.com/focus/burgernomics/>

Objectif 7 : analyser et commenter succinctement les problématiques liées au système monétaire international (SMI).

SS3 : LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL (SMI)

1. EVOLUTION ET FONCTIONNEMENT ACTUEL

Le système monétaire international règle les échanges monétaires entre des pays qui ont des devises différentes. Né « de facto » au XIX^{ème} siècle de l'intensification des échanges commerciaux, il a connu une évolution parfois chaotique due aux guerres et aux crises économiques du XX^{ème} siècle. En 1944, il a été doté d'un organisme (onusien) de régulation, le **Fonds Monétaire International (FMI – IMF en anglais)**, afin d'éviter les errements lors de la décennie de crise (1930). Le système alors mis en place a été baptisé « système de **Bretton Woods** »⁸⁴. Il a fonctionné de 1944 au début des années 1970, dans le cadre d'un régime de taux de change fixes (étalon). On est depuis passé dans un régime de change flottant, qui a amené une révision des missions du FMI, dont le rôle principal était jusque-là **de financer les Etats en déficit extérieur via une réserve de toutes les devises convertibles existantes provenant des « cotisations » des pays membres (mais pressions sur ces Etats pour revenir à l'équilibre)**.

Aujourd'hui, le FMI « *encourage la stabilité financière et la coopération monétaire internationale, et s'efforce aussi de faciliter le commerce international, d'œuvrer en faveur d'un emploi élevé et d'une croissance économique durable, et de faire reculer la pauvreté dans le monde.* »⁸⁵. Cela aboutit à ce que l'on a qualifié de « **consensus de Washington** »⁸⁶ : **POLITIQUE MONETAIRE ANTI-INFLATIONNISTE, EQUILIBRE DES FINANCES PUBLIQUES, LIBRE-CONCURRENCE, DEREGLEMENTATION**.

🔥 Le FMI fournit des financements adéquats aux pays en déficit extérieur. Plus l'endettement s'accroît, plus le système devient contraignant ; **le pays emprunteur à haut niveau se trouve pratiquement sous le contrôle du FMI** qui impose des ajustements de politique économique visant **la réduction drastique des dépenses publiques** :

- ❖ **la « vérité des prix »** (la suppression des subventions publiques à des biens de base, comme l'alimentation), touche de plein fouet les classes défavorisées, nombreuses, mais aussi les classes moyennes qui se paupérisent et réduisent leur consommation d'autres biens ;
- ❖ la privatisation des entreprises publiques, souvent mal gérées, et l'ouverture à la concurrence provoquent des faillites et accroissent le chômage et la pauvreté, **effets systémiques** qui perdurent pendant des années ;
- ❖ la dérégulation des marchés financiers *versus* un secteur bancaire peu développé et fragile entraîne des faillites bancaires lourdes de conséquences en privant les entreprises locales des crédits dont elles ont besoin.
- ❖ **la diminution des dépenses publiques** touche les systèmes éducatifs, de santé, et là où ils existent, de sécurité sociale et **aggrave le chômage et la récession** ; les pays les plus faibles et les plus endettés sont durement touchés. S'ils ne parviennent plus à rembourser leur dette publique, ils spolieront leurs épargnants⁸⁷.

⁸⁴ Ville du New Hampshire (USA) où 44 pays participants signèrent les accords.

⁸⁵ <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/glancef.htm> (consulté le 26 mai 2020)

⁸⁶ Voyez notamment <http://les-yeux-du-monde.fr/ressources/17030-quest-ce-le-consensus-de-washington> consulté le 13 mai 2025 ; ce consensus est clairement d'inspiration néo-libérale, formalisé à l'époque « Reagan-Tatcher » (L1)

⁸⁷ En octobre 2013, le FMI préconisait une taxe générale de 10% sur les comptes bancaires afin d'apurer partiellement les gigantesques dettes publiques. La proposition du FMI a fait son chemin dans le cadre de faillites bancaires que les Etats ne veulent plus supporter. A Chypre, en 2013 déjà, les dépôts supérieurs à 100.000 € ont été ponctionnés à hauteur de 47,5% ! Ce système (dit de bail-in) est maintenant en vigueur en Europe, où les dépôts excédant 100.000 € seront mis à contribution en cas de faillite de la banque ; l'Autriche l'a « inauguré » en avril 2016 dans le cadre de la faillite de l'Hypo Alpe Adria (« haircut » de 54% pour les créiteurs seniors détenteurs d'obligations, tel l'assureur allemand Allianz). Conseil : ne jamais conserver un encours de plus de 100.000 € dans une même institution bancaire !

L'application de ces principes fait du FMI une institution haïe dans nombre de pays émergents ou de développement⁸⁸, pour lesquels la potion est particulièrement amère. Le système d'attribution des voix à l'assemblée générale du FMI donne pratiquement 17% aux USA et 30% aux pays de l'UE ; **dans nombre de pays pauvres, le FMI est considéré comme l'instrument de la mainmise US⁸⁹, et plus généralement occidentale sur la gouvernance économique mondiale.** Depuis les années 2000, les mesures ont été assouplies, mais sans qu'une alternative de type « néo-keynésien » n'ait été trouvée. **Lors de la crise grecque (2012 - 2015), le FMI a proposé une restructuration de la dette, mais a fini par se rallier aux mesures d'austérité imposées par l'Europe, ce qui infirme l'idée que le consensus serait passé de mode.**

2. REGIMES DE TAUX FIXES : ETALONS OR ET DOLLAR

Il me paraît maintenant intéressant de revenir sur l'époque certes déjà lointaine du système de Bretton Woods, pour deux raisons qui ont trait l'une au « règne du dollar », l'autre aux conséquences de l'adoption de l'Euro par 20 pays de l'UE en tant que monnaie unique.

Dans le **système monétaire international du XIX^{ème}**, la **£ britannique s'est imposée en tant que moyen de paiement international** car elle était la monnaie de « LA » puissance économique, militaire et maritime de l'époque, **couverte par un stock d'or** en vertu du « currency principle » et intégralement convertible. Ce système a ainsi été appelé « **étalon-or** ».

 Lorsqu'un pays était en déficit de balance commerciale - les mouvements de capitaux étant à l'époque très encadrés, ses créanciers réclamaient des paiements en or ; il voyait ses réserves d'or diminuer, ce qui contractait sa base monétaire M_0 , induisait une hausse des taux d'intérêt et un ralentissement de la consommation, des investissements et donc des importations, ce qui amenait un rééquilibrage de la balance commerciale⁹⁰.

À la suite des difficultés du système dues à la 1^{ère} guerre mondiale (sur-émission de monnaie dépassant les couvertures-or, faiblesse de la £, émergence du \$) et à la crise des années 30, 1944 vit la construction d'un nouvel ordre économique international, notamment basé sur un SMI stable. Alors que **Keynes**, visionnaire, imaginait déjà une monnaie « mondiale », les USA imposèrent leurs vues : **un étalon-dollar, garanti par sa convertibilité-or, donc de facto un étalon de change-or basé uniquement sur leur monnaie⁹¹, devenue la référence mondiale.**

Une des règles fondamentales était **le maintien des taux de change stables** (= à la parité). Tant que la balance commerciale US restait en surplus, pas de problème. Lorsque la tendance s'inversa à la fin des années 1950, l'USD commença à s'affaiblir sur les marchés internationaux, affaiblissement renforcé par sa surémission pour financer la guerre du Vietnam dans les années 1960.

⁸⁸ Ce fut le cas en Argentine en 2001, après 7 plans d'austérité en 3 ans. L'inflation s'envole, le PIB baisse durant 4 ans, dont 10,9% en 2002, le taux de chômage est supérieur à 20%... une véritable « purge sociale ». Notons que le président argentin Javier MILEI (1970) élu en 2023 applique ce type de politique.

⁸⁹ Selon **Joseph STIGLITZ**, le FMI est « chasse gardée » du département US du Trésor (= ministère des finances) qui y ferait la pluie et le beau temps. On l'a remarqué dans la transition économique des pays de l'Est durant les années 1990 durant laquelle **le FMI, avec la complicité du gouvernement Eltsine, a imposé à la Russie une amère potion destinée littéralement à la ruiner et à l'éliminer comme grande puissance** ... tout au contraire des remèdes plus doux administrés à d'autres, comme la Pologne ... Sur ce plan, le témoignage de **Stiglitz** est on ne peut plus crédible, puisqu'il était en 1997 chief economist à la Banque Mondiale. « **La grande désillusion** » (titre original : *Globalization and Its Discontents*), 2002, Fayard, Paris.

⁹⁰ Le système était toutefois biaisé en faveur de la Grande-Bretagne, qui émettait la devise « mondiale » (la £), et qui pouvait par exemple éviter une récession en compensant une balance commerciale déficitaire par une hausse de ses taux d'intérêt, susceptible d'attirer des capitaux vers la City.

⁹¹ Les pays communistes refusèrent d'y adhérer.

❗ Les USA refusèrent alors les conséquences logiques du système d'étalon-or (qu'ils s'étaient imposés !), à savoir des sorties d'or des réserves de la FED, et mirent la pression sur les banques centrales européennes (la Bundesbank en premier) afin qu'elles soutiennent l'USD en achetant d'énormes quantités sur le marché des changes. Plus les BC amassaient des USD, plus elles avaient intérêt à le soutenir afin que son cours ne baisse pas. L'accumulation des USD à l'actif de ces banques généra un gigantesque flux de liquidités (devises ++ à l'actif = émission de billets ++ au passif), source d'inflation à l'échelle mondiale (équation quantitative).

LES USA ONT MENE UNE POLITIQUE MONETAIRE INSOUCIANTE, LE « BENIGN NEGLECT » (DOUCE NEGLIGENCE), QUI SE RESUME EN UNE FORMULE : « LE \$ EST NOTRE MONNAIE, ET LE PROBLEME DU RESTE DU MONDE ».

Si vous vous demandez pourquoi je vous expose ces vieilles histoires, c'est parce l'adoption l'Euro monnaie unique n'est rien d'autre qu'un retour à une forme de **système d'étalon et de changes fixes**, avec les contraintes que cela impose en termes de « discipline » économique ; **nombre de responsables politiques ne semblent toujours pas l'avoir compris**. Le système est implacable, et **malheur au pays de la zone euro dont les paramètres économiques divergent « négativement » : la sanction immédiate est chômage et déflation salariale**. Nous en reparlerons à la leçon 10.

3. LE « ROI DOLLAR »

Malgré son comportement parfois erratique (graphique 7.15), le dollar US est resté LA monnaie internationale, parce que les **USA constituent le pôle financier** dominant de l'économie mondiale [et aussi domination technologique, american way of life] ; le **commerce pétrolier** s'effectue pour plus de 80 % en USD, le commerce mondial pour 50%, les opérations de change pour 88%. **LES USA SONT LE SEUL PAYS AU MONDE QUI PAIE SES DETTES AVEC SA PROPRE MONNAIE !!!** Toutefois, au cours de ces 20 dernières années, nombre de banques centrales ont diversifié leurs réserves en devises à son détriment et au profit notamment du won (sud)coréen, des dollars canadiens et australiens, du yuan, ... Les sanctions imposées à la Russie depuis février 2022 sont susceptibles d'amoindrir la prédominance du dollar (et aussi de l'euro), dès lors que la Russie exige d'être payée en rouble, et que se développe un axe commercial « asiatique » (Russie, Chine, Inde, ...) au sein duquel le yuan semble remplacer le dollar comme monnaie de référence.



Graphique 7.15 : évolution commentée du cours euro/dollar (pour la période avant 2000 : référence au DM)

Source : https://www.xerficanal.com/economie/emission/Le-graphique-Xerfi-le-cours-euro-dollar-les-lecons-de-l-histoire_2431.html (consulté le 18 juillet 2024) 📄

☀ Ce graphique montre bien le comportement erratique du USD dès la fin du système de Bretton Woods (1973). Son cours baisse (dévaluation en 1971, puis dépréciation), avant une spectaculaire remontée dans les années 1980, puis à nouveau une baisse ...

4. « THE » QUESTIONS : QUELLE « VALEUR » POUR LE \$??? POUR L'€ ???

La relative position hégémonique du USD pose le problème de sa « valeur ». Pourquoi ?

☀ Si nous examinons les données relatives aux capacités/besoins de financement par secteur sur les 10 dernières années⁹², nous constatons que les USA présentent un besoin global variant de 1 à 3% du PIB – et plus sans doute depuis l'élection de D. Trump (un des rares pays occidentaux à être en permanence en besoin, avec la France), les obligeant à faire **appel à l'épargne étrangère**, qui ne viendra que si les rendements sont intéressants (à la fois en termes de taux d'intérêt et de taux de change), ce qui implique pratiquement un **USD « fort »** ; toutefois, cette situation **handicape le commerce extérieur US** (les produits américains sont chers pour le reste du monde), **mais aussi tous les pays qui paient en USD leurs importations de matières premières, dont le pétrole** ; les pays de développement dont la dette et ses intérêts sont libellés en USD sont soumis à une forte pression. Leurs difficultés de paiement ont déjà engendré des répercussions catastrophiques sur le système bancaire mondial.⁹³

La question pour l'€ se pose non en termes absolus, mais en valeur relative **par rapport au \$, au Yuan, au Yen, voire à la £ et au Rouble**. Lors de sa création en 1999, le taux €/ \$ se situait à 1,16 (donc, 1,16 \$ pour 1€). Il était en 2019 de 0,90, alors que la £ et le yen ont subi sur la période une solide dépréciation (avec de larges fluctuations), volonté « politique » des banques centrales concernées, et que la Chine manipule le taux de change de sa monnaie (sous-évaluation chronique pour peser dans la guerre commerciale). Il se situait à 1,11 en mai 2025.

☀ Un cours trop élevé de l'€ se révèle désastreux : il fait **perdre les gains de compétitivité** que nos entreprises mettent parfois des années à construire, les force alors à réduire leurs prix, pratiquer la déflation salariale, licencier et/ou délocaliser ; bref, il crée du chômage. On rétorquera qu'un tel cours nous protège de l'inflation (importée) et d'une énergie trop chère. C'est évident, mais d'autre part, cela pousse à une consommation d'énergie excessive !

A l'inverse, une baisse du cours de l'€ conduirait à augmenter les exportations, l'emploi et la croissance et d'alléger les déficits publics. Les Allemands y sont a priori opposés : leur économie se porte bien mieux que celles de leurs voisins (jusqu'à présent, mais ...), l'inflation leur fait peur, l'évolution du cours de l'€ ne semble pas freiner leurs exportations (43% du PIB en 2023, en baisse), leur balance commerciale est en excédent depuis 2000, et face au vieillissement de la population, ils ont besoin d'accumuler ces excédents commerciaux et de maintenir la stabilité des prix pour financer les retraites. Certains sont néanmoins convaincus : si l'€ faiblit, l'Europe sera plus forte. La conclusion s'impose une nouvelle fois : **mission très compliquée pour la BCE face aux évolutions conjoncturelles divergentes des pays de la zone euro, mais aussi à la politique monétaire de la FED**, comme le montre le graphique 7.15⁹⁴.

⁹² voyez <https://data.oecd.org/fr/natincome/capacite-besoin-de-financement-par-secteur.htm>

⁹³ En 1997, les pays du sud-est asiatique sont touchés par une crise monétaire (déstabilisation du baht thaïlandais) et financière, qui met à mal le service de la dette extérieure de ces pays ; en outre, elle va s'étendre à d'autres parties du monde, la Russie et quelques pays d'Amérique latine très endettés, dont le Brésil.

⁹⁴ Paul VOLKER (1927-2019), économiste américain, président de la FED de 1979 à 1987, mena une politique monétaire de désinflation menant à une forte hausse du cours du USD par rapport aux devises européennes. Cette situation aboutit aux accords du Plaza pour une stabilisation des taux. QE= quantitative easing, cfr supra.

QUESTIONS DE REVISIONS ET PROBLEMES.

NOTIONS A MAÎTRISER : monnaie fiduciaire & scripturale, stock monétaire, taux d'intérêt, création de monnaie par la BC et par les banques de dépôt, multiplicateur de crédit, équation quantitative, théories keynésienne et monétariste, fonctionnement du marché monétaire et du marché des changes, balance des paiements (balances commerciale, courante, en capital), SMI, dépréciation et dévaluation de la monnaie, principes de base de l'UEM.

QCM

1. Si une banque de dépôt veut accroître ses possibilités de crédit, elle doit :
 - a) diminuer son coefficient de réserve légal
 - b) augmenter ses taux d'intérêt
 - c) diminuer chez ses clients le coefficient de préférence pour les billets
 - d) augmenter son coefficient de réserve légal
2. Si le coefficient de réserve légal des banques diminue, alors :
 - a) le multiplicateur de crédit diminue
 - b) le volume de monnaie fiduciaire diminue
 - c) le volume de monnaie fiduciaire augmente
 - d) le multiplicateur de crédit augmente
3. Selon les monétaristes, la politique monétaire :
 - a) permet toujours d'accroître l'activité économique
 - b) permet de stimuler l'activité économique en sous emploi et de contrôler l'inflation
 - c) ne doit s'occuper que du contrôle de l'inflation
 - d) permet d'éviter une augmentation de la vélocité de la monnaie V
4. Selon Friedman, la politique monétaire :
 - a) est toujours inflationniste
 - b) doit faire croître l'offre de monnaie au même rythme que V
 - c) doit faire croître l'offre de monnaie à un rythme calqué sur la croissance à long terme du PIB
 - d) n'a pas d'effet sur le revenu national en termes réels
5. Sur le marché monétaire, le taux d'intérêt augmente lorsque :
 - a) l'offre de monnaie augmente
 - b) les autorités réduisent le coefficient de réserve légal des banques
 - c) le revenu des demandeurs augmente à offre de monnaie inchangée
 - d) le revenu des demandeurs diminue à offre de monnaie croissante
6. L'équation de Fisher :
 - a) n'est vérifiée que si M est constant
 - b) est toujours vérifiée
 - c) n'est vérifiée que si V est constant
 - d) n'est vérifiée que si l'économie est en plein emploi
7. TCEPA, une appréciation de la monnaie nationale sur le marché des changes peut provenir de :
 - a) une augmentation du stock monétaire
 - b) une augmentation du taux directeur (d'intérêt) par la banque centrale
 - c) une diminution des exportations de biens et services
 - d) une augmentation des importations de biens et services

8. Un pays en déficit de balance courante aura un BTO en équilibre ou en surplus si et seulement si :
- a) il importe plus de titres de reconnaissance de dettes qu'il n'en exporte ;
 - b) les étrangers lui empruntent plus de capitaux qu'ils ne lui en prêtent
 - c) les capitaux étrangers importés sont supérieurs aux capitaux qu'il exporte ;
 - d) ses finances publiques sont en surplus.
9. En régime de changes flottants, le cours des monnaies est déterminé par :
- a) le jeu de l'O et de la D sur le marché des changes
 - b) la préférence pour la liquidité des agents économiques
 - c) l'offre de monnaie par la BC
 - d) les décisions des autorités monétaires

Questions

1. Ces instruments sont-ils de la monnaie ? De quel type ? Pourquoi ? (*)
- a) un billet de 50 euros
 - b) un virement bancaire
 - c) une carte Master Card
 - d) un compte à vue
 - e) une pièce de 1 dollar US
 - f) un compte épargne
 - g) un bitcoin
 - h) une pièce de 20 francs-or de l'Empire Français (le Napoléon) ?
2. Ces affirmations sont-elles vraies ou fausses ? Justifiez votre réponse. (**)
- a) la demande de monnaie ne dépend pas du taux d'intérêt parce que seuls les titres rapportent un intérêt ;
 - b) les innovations financières provoquent en général un accroissement de la vitesse de circulation de la monnaie ;
 - c) le prix des titres évolue en sens contraire du taux d'intérêt.
3. La banque centrale crée 1 milliard d'euros contre créances. Schématisez cette opération au bilan. Quel est à cet instant l'impact sur le PIB ? Et sur le patrimoine (la richesse) national ? (**)
4. Quel est le coût réel de votre emprunt hypothécaire si (*)
- a) l'inflation anticipée est nulle, et le taux nominal du prêt est à 5% ;
 - b) l'inflation anticipée est à 3%, et le taux nominal du prêt est à 7,25%.
- Si l'inflation réelle est supérieure à l'inflation anticipée, en quoi le taux réel est-il modifié ? Qui cette situation avantage-t-elle ?
5. Expliquez le mécanisme de création de monnaie par une banque privée. Imaginez un exemple avec un dépôt de 1.000 € et un coefficient de réserve de 12,5% (tableau de la p13). Quel est dans ce cas le multiplicateur de crédit? (*)
6. Recalculez avec une fuite en billets de 45 € au terme de l'étape 1. (**)
7. Une banque privée détient 250 millions d'€ de dépôts, avec un coefficient de réserve obligatoire de 10%, et le reste en crédit. (**)
- a) établissez son bilan (partie monétaire) ;
 - b) Un client de cette banque décide de clôturer son compte, créateur de 1.000.000 €, avec retrait en liquide. Que va-t-il se passer ? Expliquez.
8. Explicitez l'équation quantitative de la monnaie $MV = PQ$. Montrez la différence entre une situation de sous-emploi et une situation de plein emploi. Que va-t-il se passer si M et V augmentent de façon concomitante ? (**)

9. Dans un mémoire de 1705 adressé au Parlement écossais, Money and Trade considered with a proposal for supplying the nation with money, John Law affirmait qu'il suffisait d'augmenter la quantité de monnaie pour enrichir un pays. C'est par la quantité de monnaie que les pays riches se distinguaient des pays pauvres : « Ce qui constitue la puissance et la richesse d'une nation, c'est une population nombreuse et des magasins de marchandises étrangères et nationales. Ces objets dépendent du commerce, et le commerce dépend du numéraire ». Commentez et critiquez cette affirmation (***)

Source : « Les apports de David Hume à la théorie monétaire et de l'intérêt », Arnaud Diemer IUFM D'Auvergne, GRESE Paris I, CERAS Reims

10. Sur le marché monétaire, montrez l'effet sur la demande : (***)

- a) d'un accroissement du PIB ;
- b) d'une hausse du taux d'intérêt des actifs financiers.

11. Construisez la BP de l'économie belge (B) à partir des données suivantes : (***)

- a) la B a acheté du pétrole pour 100 € au Qatar
- b) la B a vendu de la bière pour 80 € aux USA
- c) les touristes étrangers ont dépensé 25 € à Knokke
- d) les résidents B ont acheté 50 € d'assurance-vie en Allemagne
- e) des résidents B ont acheté 10 € de drogue à des dealers colombiens
- f) des résidents B ont envoyé 20 € à leur famille en Turquie
- g) des entreprises résidentes B ont payé 30 € de dividendes à des actionnaires résidant à l'étranger
- h) des hommes d'affaires étrangers ont payé 40 € de pots-de-vin à des politiciens B (😊 *inimaginable, bien sûr, c'est juste pour les besoins de l'exercice !*)
- i) des entreprises résidentes B ont emprunté 70 € à des banques étrangères
- j) des investisseurs étrangers ont acheté 15 € de junk bonds (titres pourris) à des banques résidentes B
- k) des non-résidents ont déposé 55 € dans des banques résidentes B ;
- l) une entreprise belge (résidente) a investi 100 € dans une filiale au Brésil

Le mouvement des réserves est égal à 0. Quel est le problème rencontré ?
(utilisez le tableau de la BTO à la section 5)

≈ ≈ ≈ ≈ ≈

Réponses au QCM :

1) c ; 2) d ; 3) b ; 4) c ; 5) c ; 6) b ; 7) : b ; 8) c ; 9) : a

Réponses à la question 2 : a) F b) V c) V