Université Paris 13

L2 MAEF deuxième semestre 2016-2017

Institutions et Politiques Monétaires

Brochure de TD

Cours de Jonathan Marie
TD de Maria Roubtsova

maria.roubtsova@ens-cachan.fr, bureau J307A

Table des matières

1 L'analyse théorique de la monnaie **3**

1.1 Questions préliminaires 3

1.2 Questions sur le doc 1 : « Le mythe du troc » extrait de Dette 5000 ans d'histoire, David Graeber, 2013 3

1.3 Questions sur le doc 2 : « John Law ou le papier-monnaie », textes de John Law de 1705 et 1719 4

1.4 Questions sur les docs 3 (« La monnaie dans les théories économiques » Frédéric Poulon, 2000) et 4 (« La monnaie, neutre ou active ? » Alain Beitone, 2008) 4

2 Quantifier la monnaie **34**

2.1 Questions préliminaires 34

2.2 Questions sur le doc 1 : « Expliquer l'évolution de la masse monétaire dans la zone euro » Alexandre Bourgeois, 2006) 35

2.3 Questions sur le doc 2 (« L'évolution de la monnaie et du crédit en 2013 », Côme Roero, 2014) 35

3 Le rôle des banques dans l'économie **53**

3.1 Questions sur le doc 1 : Le processus de création monétaire, extrait de « La monnaie et ses mécanismes », D. Plihon, La Découverte, 2004 53

3.2 Questions sur le doc 2 : Les banques : quel rôle, quel risque, quel avenir ?, article de M. Gabel, « Les Cahiers Français », n°301, 2001. 53

3.3 Bilan de la Banque de France en novembre 2015 54

4 Multiplicateur et diviseur de crédit **67**

4.1 Exercice numérique 67

4.2 Questions sur le texte : « Le multiplicateur et le diviseur », extrait pp. 145-149 du manuel Monnaie, banques, finance (2ème édition), J. Couppey-Soubéran, PUF, collection Licence (2012) 68

5 Système bancaire, système financier, leur stabilité **74**

5.1 Question sur le doc 1 « Panorama du système financier », Delaplace, 2006 . 74

5.2 Questions sur le doc le doc 2 « Le paysage bancaire et ses mutations », Scialom, 2006, et le doc 3 : « Les banques, acteurs de la globalisation financière », Plihon, Couppey-Soubeyran et Saïdane, 2006 74
5.3 Questions sur le doc 4 « Faut-il séparer les banques ? », Débat entre Couppey-Soubeyran et Scialom, 2013 75
5.4 Questions sur le doc 5 « Quelles réformes pour assurer la stabilité, la rentabilité et l'efficacité du système bancaire français ? », Nijdam, 2013 75

6 La politique monétaire 107
6.1 Le carré magique 107
6.2 Les taux directeurs 108
6.3 Questions sur le doc 1 (extrait du manuel « Monnaie, banque, finance» Couppey-Soubeyran, 2012) 108
6.4 Questions sur le doc 2 (« À quoi sert la BCE ? » Le Héron, 2013) 109

7 La politique monétaire (suite), la crise de l'Euro, les alternatives 117
7.1 Questions sur le doc 1 (« Les mesures non conventionnelles de politique monétaire», Banque de France, Focus, 2009) 117
7.2 Questions sur le doc 2 (« Dettes souveraines ... », entretien de C. Chavagneux avec P. Artus et D. Plihon, Problèmes Economiques, 26 octobre 2011) 117
7.3 Questions sur le doc 3 (« Le grand défi des déficits extérieurs », M. Wolf, Problèmes Economiques, 6 juin 2012) 118
7.4 Questions sur le doc 4 (« Dossier sur la crise de l'Euro », article de M. De Vergès et A. De Tricornot, supplément au Journal Le Monde Economie & Entreprises, 12 mars 2013) 118
7.5 Questions de réflexion et de débats 118

TD 1

L'analyse théorique de la monnaie

1.1 Questions préliminaires

La monnaie peut prendre trois formes : la monnaie-marchandise, la monnaie-gagée ou encore la monnaie fiduciaire. Quel type de monnaie utilise-t-on dans chacune des situations suivantes ?

1. Des bouteilles de rhum étaient utilisées pour payer des biens dans l'Australie coloniale
2. Le sel était utilisé en Europe comme instrument d'échange
3. Pendant une brève période, l'Allemagne utilisa du papier-monnaie pouvant être échangé contre du seigle
4. Une communauté imprime sa propre monnaie qui peut être utilisée pour acheter des biens et des services locaux
5. Suite à la crise monétaire qui frappa l'Argentine en 2001, certains travailleurs étaient payés avec les biens produits au sein de l'entreprise qui les employait (certains étaient donc payés en pâtes alimentaires, d'autres en combustibles ou en biens agricoles, etc)
6. On utilise des euros émis par la Banque Centrale Européenne
7. On utilise des Francs en 1905

1.2 Questions sur le doc 1 : « Le mythe du troc » extrait de Dette 5000 ans d'histoire, David Graeber, 2013

1. Quel auteur a réactualisé et popularisé le mythe de l'économie du troc (économie sans monnaie ?) Comment est, encore aujourd'hui, diffusé ce mythe ?
2. Du XVème au XVIIème siècle cette fable était-elle prégnante ? Pourquoi ?

3. Selon Smith, quel comportement développeraient les individus pour s'assurer de pouvoir échanger ? Pourquoi est-ce alors nécessaire pour sous-tendre la division du travail ?
4. Pourquoi cette fable est-elle cruciale dans le développement de la « science économique » ?
5. Quand le troc s'observait dans certaines sociétés, était-il au cœur des relations marchandes ? Selon Graeber, à quoi servait-il ?
6. Dans la réalité décrite par Graeber, l'absence de monnaie, la « double coïncidence des besoins » qui pose problème avec le troc s'observe-t-elle dans les groupes constituant les petites collectivités locales ?
7. Expliquez pourquoi la traduction des hiéroglyphes égyptiens porte un coup important à la fable du troc. Cette situation est-elle une exception dans l'antiquité ?
8. Selon la fable du troc, qui du crédit et de la monnaie apparaît et se diffuse dans les comportements en premier ? Et selon Graeber ?

1.3 Questions sur le doc 2 : « John Law ou le papier-monnaie », textes de John Law de 1705 et 1719

1. Rappelez le contexte historique dans lequel John Law écrit cet article.
2. Qu'entend l'auteur par l'expression « le numéraire » ? Pourquoi celui-ci peut se retrouver « rare » ? Quelles en sont alors les conséquences économiques ?
3. Comment, toujours selon l'auteur, peut-on sortir d'une telle situation ?
4. Pourquoi peut-on qualifier de mercantiliste l'argument développé dans le troisième paragraphe p. 51 ?
5. Quels sont les avantages d'un système bancaire repérés dans le texte ?
6. Law est-il favorable à une émission de billets convertibles supérieure à la valeur du stock de réserves métalliques détenues ?
7. Law est-il plutôt un précurseur des idées défendues par la *Banking School* ou de celles prônées par la *Currency School* ?

1.4 Questions sur les docs 3 (« La monnaie dans les théories économiques » Frédéric Poulon, 2000) et 4 (« La monnaie, neutre ou active ? » Alain Beitone, 2008)

1. Pour quelles raisons la monnaie a-t-elle longtemps été exclue du champ de l'analyse économique ?

2. Qu'entend-on par « analyse dichotomique » et « non dichotomique » à propos de la relation réel-monétaire ? Quelles approches théoriques défendent la conception selon laquelle la monnaie est « neutre » et se présente comme un « voile » ?
3. Quelles sont les principales hypothèses et conclusions de la « théorie quantitative de la monnaie » ? Quels ont été les principaux défenseurs de cette approche au cours de la période récente ?
4. Quels ont été les principaux représentants de l'approche non dichotomique ? En quoi peut-on considérer que ces économistes défendent une conception « intégrationniste » de la monnaie ?
5. Expliquez les conceptions de « monnaie métallique » et « monnaie de crédit ». Comment ces conceptions font-elles écho au débat *Banking School / Currency School* ?
6. Comment la monnaie peut-elle affecter l'équilibre économique (prix, croissance économique notamment) selon les différentes théories économiques ?
7. Quelles sont les trois fonctions de la monnaie repérées par Walras ?
8. Qu'entend-on par offre et demande de monnaie ? Quels sont les acteurs qui sont offreurs de monnaie ? Idem pour les demandeurs.
9. Qu'entend-on par création de monnaie ex nihilo ? Quels acteurs réalisent cette création monétaire ? Comment ? En quoi la création monétaire permet de transgresser la contrainte d'épargne préalable ?
10. Expliquez les notions de « monnaie endogène » et « monnaie exogène ». Rattachez ces notions aux principales approches théoriques vues dans les textes.

David Graeber, Dette, 5000 ans d'histoire, extraits pp. 30-37
LLL (2013).

Chapitre 2

Le mythe du troc

> À chaque question subtile et complexe, il existe une réponse parfaitement simple et directe, qui est fausse.
>
> H. L. Mencken

Quelle est la différence entre une simple obligation, le sentiment d'être tenu de se comporter d'une certaine façon ou même de devoir quelque chose à quelqu'un, et une *dette* au sens strict du terme? La réponse est facile : la monnaie. La différence entre une dette et une obligation, c'est qu'une dette est quantifiable avec précision. Ce qui nécessite la monnaie.

Ce n'est pas seulement que la monnaie rend possible la dette : la monnaie et la dette entrent en scène exactement au même moment. Certains des tout premiers documents écrits qui nous sont parvenus sont des tablettes mésopotamiennes qui enregistrent des crédits et des débits, des rations distribuées par les temples, des fermages dus pour la location des terres des temples : chacune de ces valeurs est spécifiée très exactement en grains et en argent métal. Et certaines des toutes premières œuvres de philosophie morale sont des réflexions sur ce que veut dire imaginer la moralité comme une dette – c'est-à-dire en termes monétaires.

L'histoire de la dette est donc nécessairement une histoire de la monnaie. Le moyen le plus simple de comprendre le rôle qu'a joué la dette dans la société humaine est de suivre les formes prises par la

monnaie et les usages qu'on en a faits au fil des siècles – ainsi que les inévitables controverses sur le sens de tout cela. Mais il s'agit nécessairement d'une histoire de la monnaie très différente de celle qui nous est familière. Quand les économistes, par exemple, parlent des origines de la monnaie, la dette leur vient toujours à l'esprit tardivement. D'abord il y a le troc, puis la monnaie; le crédit ne se développe que plus tard. Même les livres sur l'histoire de la monnaie en France, en Inde ou en Chine ne proposent en général qu'une histoire des pièces de monnaie : ils ne font pratiquement aucune analyse des systèmes de crédit. Depuis près d'un siècle, des anthropologues comme moi font valoir que quelque chose ne va pas du tout dans cette image de la réalité. La version admise de l'histoire économique n'a pas grand-chose à voir avec ce que nous observons quand nous examinons comment se mène réellement la vie économique pratiquement partout, dans les vraies communautés et sur les vrais marchés : ce que nous allons très probablement découvrir, c'est que chacun est endetté envers tous les autres d'une dizaine de façons différentes, et que la plupart des transactions ont lieu sans recours à une monnaie physique.

Pourquoi cette discordance?

Elle est en partie due à la nature des données dont nous disposons : les pièces de monnaie sont conservées dans la mémoire archéologique; les dispositifs de crédit, en général, ne le sont pas. Mais le problème est plus profond. L'existence du crédit et de la dette a toujours été une sorte de scandale pour les économistes, car il est pratiquement impossible de faire comme si les prêteurs et les emprunteurs avaient des motivations purement «économiques» (de considérer, par exemple, qu'un prêt à un étranger est la même chose qu'un prêt à son cousin); il leur paraît donc important de commencer l'histoire de la monnaie dans un monde imaginaire où le crédit et la dette ont été entièrement effacés. Avant de recourir aux outils de l'anthropologie pour reconstruire la véritable histoire de la monnaie, nous devons comprendre ce qui ne va pas dans le récit traditionnel.

Les économistes distinguent en général trois fonctions de la monnaie : c'est un moyen d'échange, une unité de compte et un moyen de stocker de la valeur. Tous les manuels d'économie suggèrent que sa fonction initiale est la première. Cet extrait d'*Economics*, le manuel de Case, Fair, Gärtner et Heather (1996), est tout à fait caractéristique :

La monnaie joue un rôle crucial dans le fonctionnement d'une économie de marché. Imaginons ce que serait la vie sans elle. L'alternative à une économie monétaire est le troc, où les gens échangent les biens et services contre d'autres biens et services directement, au lieu de passer par l'intermédiaire de la monnaie.

Comment fonctionne un système de troc ? Supposons que vous vouliez des croissants, des œufs et du jus d'orange pour le petit déjeuner. Au lieu d'aller chez l'épicier acheter ces denrées avec de la monnaie, il vous faudrait trouver quelqu'un qui les possède et veut les échanger. Il vous faudrait aussi avoir vous-même quelque chose que désirent le boulanger, le fournisseur de jus d'orange et le vendeur d'œufs. Avoir des crayons à échanger ne vous servira à rien si le boulanger et les vendeurs de jus d'orange et d'œufs ne veulent pas de crayons.

Un système de troc exige une double coïncidence des besoins pour que la transaction ait lieu. Autrement dit, pour que l'échange s'effectue, il faut non seulement que je trouve quelqu'un qui a ce que je veux, mais aussi que cette personne veuille ce que j'ai. Quand la gamme de biens échangés est réduite, comme c'est le cas dans les économies assez peu raffinées, il n'est guère difficile de trouver quelqu'un avec qui faire échange, et l'on recourt souvent au troc[1].

Cette dernière affirmation est discutable, mais sa formulation est si vague qu'on aurait du mal à la réfuter.

Dans une société complexe où les biens sont nombreux, les échanges fondés sur le troc exigent des efforts insupportables. Imaginez-vous en train d'essayer de trouver des gens qui proposent tout ce que vous achetez quand vous allez faire vos courses à l'épicerie, et qui soient prêts à accepter les biens que vous pouvez offrir en échange des leurs !

Un intermédiaire des échanges (ou moyen de paiement) convenu, quel qu'il soit, élimine radicalement le problème de la double coïncidence des besoins[2].

Il importe de le souligner : tout cela n'est pas présenté comme quelque chose qui s'est vraiment passé ; on ne fait qu'exercer son imagination. « Pour comprendre comment la société tire avantage d'un intermédiaire des échanges, écrivent Begg, Fischer et Dornbuch (*Macroéconomie*, 1999), imaginons une économie de troc. » « Imaginez les difficultés que vous auriez aujourd'hui, remarquent Maunder, Myers, Wall et Miller (*Economics Explained*, 1991), si vous

deviez échanger directement votre travail contre les fruits du travail de quelqu'un d'autre. » « Imaginez ! suggèrent Parkin et King (*Economics*, 1995), vous avez des coqs, mais vous voulez des roses[3]. » On pourrait multiplier les exemples à l'infini. Pratiquement tous les manuels d'économie aujourd'hui en usage exposent le problème de la même façon. Historiquement, observent-ils, nous savons qu'il a existé une époque où il n'y avait pas de monnaie. À quoi pouvait-elle ressembler ? Eh bien, imaginons une économie un peu comme la nôtre, sauf qu'il n'y aurait pas de monnaie. Franchement, ce ne serait pas pratique ! On a sûrement inventé la monnaie par souci d'efficacité.

Pour les économistes, l'histoire de la monnaie commence toujours par un monde imaginaire du troc. Le problème est de localiser ce fantasme dans le temps et dans l'espace : parlons-nous des hommes des cavernes, des insulaires du Pacifique, des Indiens du Far West ? Un manuel, celui des économistes Joseph Stiglitz et John Driffill, nous emmène manifestement dans une ville imaginaire de Nouvelle-Angleterre ou du Midwest :

On peut imaginer un paysan à l'ancienne qui fait du troc avec le forgeron, le tailleur, l'épicier et le médecin dans sa petite ville. Mais pour que le troc simple fonctionne, il doit y avoir une double coïncidence des besoins. [...] Henri a des pommes de terre et veut des chaussures, Joseph a une paire de chaussures en trop et veut des pommes de terre. Le troc peut les satisfaire tous les deux. Mais si Henri a du petit bois et que Joseph n'en a pas besoin, comment obtiendra-t-il par le troc les chaussures de Joseph ? Il faudra que l'un des deux ou les deux aillent chercher d'autres personnes dans l'espoir d'organiser un échange multilatéral. La monnaie permet de simplifier considérablement l'échange multilatéral. Henri vend son petit bois à quelqu'un d'autre contre de l'argent, et il utilise cet argent pour acheter les chaussures de Joseph[4].

Répétons-le : ce n'est qu'un pays imaginaire, qui ressemble beaucoup à ceux d'aujourd'hui – sauf qu'on en a retiré, on ne sait comment, la monnaie. Par conséquent, tout est absurde : quel être doué de raison ouvrirait une épicerie dans un endroit pareil ? Et comment ferait-il pour l'approvisionner ? Mais laissons cela. Si tous les auteurs qui écrivent un manuel d'économie s'estiment tenus de nous raconter la même histoire, la raison est simple. Pour l'économie,

il s'agit, très concrètement, de l'histoire la plus importante qu'on ait jamais racontée. C'est en la racontant, en cette année cruciale que fut 1776, qu'Adam Smith, professeur de philosophie morale à l'université de Glasgow, a créé la discipline.

Cette histoire, il ne l'a pas fabriquée entièrement *ex nihilo*. En 330 av. J.-C., Aristote s'était déjà livré à des spéculations vaguement semblables dans son traité sur la politique. Au départ, suggérait-il, les familles devaient produire tout ce dont elles avaient besoin pour elles-mêmes. Peu à peu, certaines se sont probablement spécialisées : les unes ont cultivé du blé, d'autres ont fait du vin, et elles ont échangé l'un contre l'autre[5]. La monnaie a dû naître de ce processus, supposait Aristote. Mais il n'a jamais dit clairement comment – pas plus que les scoliastes médiévaux qui, à l'occasion, répéteraient ses propos[6].

Dans les années qui ont suivi Christophe Colomb, tandis que les aventuriers espagnols et portugais écumaient le monde en quête de nouvelles sources d'or et d'argent, ces vagues récits ont disparu. Il est clair que nul n'a annoncé la découverte d'un pays du troc. La plupart des voyageurs des XVIe et XVIIe siècles dans les Indes occidentales ou en Afrique postulaient que toute société aurait nécessairement sa propre forme de monnaie, puisque toutes les sociétés avaient un État et que tous les États battaient monnaie[7].

Adam Smith, en revanche, était bien décidé à renverser la théorie admise à son époque. Il voulait surtout combattre une idée : celle qui faisait de la monnaie une création de l'État. Il était en cela l'héritier intellectuel de la tradition libérale de philosophes comme John Locke, selon lequel l'État est né du besoin de protéger la propriété privée et fonctionne au mieux quand il se limite à cette tâche. Smith a enrichi ce raisonnement en soulignant que la propriété, la monnaie et les marchés non seulement ont préexisté aux institutions politiques, mais sont les fondements mêmes de la société humaine. Par conséquent, si l'État a un rôle à jouer en matière monétaire, il doit se limiter à garantir la valeur de la monnaie. Smith devait raisonner ainsi pour pouvoir soutenir que la science économique constitue un champ spécifique du savoir humain, doté de principes et de lois qui lui sont propres – autrement dit, qu'elle est différente de l'éthique ou de la politique.

Le raisonnement d'Adam Smith vaut d'être exposé en détail, car il est bien, comme je le dis, le grand mythe fondateur de l'économie en tant que discipline.

Quelle est la base de la vie économique, à proprement parler ? demande-t-il d'abord. C'est « un certain penchant naturel à tous les hommes, [...] le penchant qui les porte à trafiquer, à faire des trocs et des échanges d'une chose pour une autre ». Les animaux ne le font pas. « On n'a jamais vu de chien faire de propos délibéré l'échange d'un os avec un autre chien[8] », souligne Smith. Mais les hommes, si on les laisse agir à leur guise, se mettront inévitablement à échanger et comparer des choses. C'est le mode d'action propre aux humains. Même la logique et la conversation ne sont en fait que des formes de commerce, et, comme en tout, les hommes tenteront toujours d'y chercher leur avantage personnel, de chercher le plus gros profit qu'ils peuvent retirer de l'échange[9].

C'est cette pulsion d'échange qui crée la division du travail, source de toutes les réalisations humaines et de la civilisation. Ici, la scène se déplace dans un autre de ces lointains pays imaginaires chers aux économistes – un amalgame, semble-t-il, des Indiens d'Amérique du Nord et des pasteurs nomades d'Asie centrale[10].

> Par exemple, dans une tribu de chasseurs ou de bergers, un individu fait des arcs et des flèches avec plus de célérité et d'adresse qu'un autre. Il troquera fréquemment ces objets avec ses compagnons contre du bétail ou du gibier, et il ne tarde pas à s'apercevoir que, par ce moyen, il pourra se procurer plus de bétail et de gibier que s'il allait lui-même à la chasse. Par calcul d'intérêt donc, il fait sa principale occupation des arcs et des flèches, et le voilà devenu une espèce d'armurier. Un autre excelle à bâtir et à couvrir les petites huttes ou cabanes mobiles; ses voisins prennent l'habitude de l'employer à cette besogne, et de lui donner en récompense du bétail ou du gibier, de sorte qu'à la fin il trouve qu'il est de son intérêt de s'adonner exclusivement à cette besogne et de se faire en quelque sorte charpentier et constructeur. Un troisième devient de la même manière forgeron ou chaudronnier; un quatrième est le tanneur ou le corroyeur des peaux ou cuirs qui forment le principal revêtement des sauvages[11].

Ce n'est qu'après l'apparition de ces spécialistes, les fabricants de flèches, les fabricants de wigwam, etc., que les gens commencent à se rendre compte qu'il y a un problème. Notons ici, comme dans tant d'autres exemples, la tendance à glisser des sauvages imaginaires aux boutiquiers des petites villes.

Mais dans les commencements de l'établissement de la *division du travail*, cette faculté d'échanger dut éprouver de fréquents embarras dans ses opérations. Un homme, je suppose, a plus d'une certaine denrée qu'il ne lui en faut, tandis qu'un autre en manque. En conséquence, le premier serait bien aise d'échanger une partie de ce surperflu, et le dernier ne demanderait pas mieux que de l'acheter. Mais si par malheur celui-ci ne possède rien dont l'autre ait besoin, il ne pourra pas se faire d'échange entre eux. Le boucher a dans sa boutique plus de viande qu'il n'en peut consommer; le brasseur et le boulanger en achèteraient volontiers une partie, mais ils n'ont pas autre chose à offrir en échange que les différentes denrées de leur négoce, et le boucher est déjà pourvu de tout le pain et de toute la bière dont il a besoin pour le moment.

Pour éviter les inconvénients de cette situation, tout homme prévoyant, dans chacune des périodes de la société qui suivirent le premier établissement de la *division du travail*, dut naturellement tâcher de s'arranger pour avoir par devers lui, dans tous les temps, outre le produit particulier de sa propre industrie, une certaine quantité de quelque marchandise qui fût, selon lui, de nature à convenir à tant de monde, que peu de gens fussent disposés à la refuser en échange du produit de leur industrie[12].

Donc, chacun commencera inévitablement à accumuler quelque chose que, pense-t-il, tous les autres vont probablement vouloir. Ce processus a un effet paradoxal : à un certain stade, au lieu de rendre cette marchandise moins précieuse (puisque tout le monde en a déjà un peu), il la rend plus précieuse (parce qu'elle devient, de fait, une monnaie) :

On dit qu'en Abyssinie le sel est l'instrument ordinaire du commerce et des échanges; dans quelques contrées de la côte de l'Inde, c'est une espèce de coquillage; à Terre-Neuve, c'est de la morue sèche; en Virginie, du tabac; dans quelques-unes de nos colonies des Indes occidentales, on emploie le sucre à cet usage, et dans quelques autres pays, des peaux ou du cuir préparé; enfin, il y a encore aujourd'hui un village en Écosse, où il n'est pas rare, à ce qu'on m'a dit, de voir un ouvrier porter au cabaret ou chez le boulanger des clous au lieu de monnaie[13].

En fin de compte, bien sûr, du moins dans le commerce à longue distance, toute cette diversité se réduit aux métaux précieux, puisqu'ils

ont les caractéristiques idéales pour servir de monnaie : ils sont durables, transportables et peuvent être indéfiniment subdivisés en portions identiques.

Différentes nations ont adopté pour cet usage différents métaux. Le fer fut l'instrument ordinaire du commerce chez les Spartiates, le cuivre chez les premiers Romains, l'or et l'argent chez les peuples riches et commerçants.

Il paraît que, dans l'origine, ces métaux furent employés à cet usage, en barres informes, sans marque ni empreinte.

L'usage des métaux dans cet état informe entraînait avec soi deux grands inconvénients : d'abord, l'embarras de les peser, et ensuite celui de les essayer. Dans les métaux précieux, où une petite différence dans la quantité fait une grande différence dans la valeur, le pesage exact exige des poids et des balances fabriqués avec grand soin. C'est, en particulier, une opération assez délicate que de peser de l'or [...][14].

On voit aisément où mènent ces réflexions. L'usage de lingots de métal irréguliers est plus commode que le troc, mais une standardisation des unités – par exemple en apposant sur des morceaux de métal des désignations uniformes garantissant leur poids et leur titre, pour différentes valeurs – ne rendrait-elle pas les choses encore plus simples? Oui, bien sûr, et c'est ainsi qu'est né le monnayage. Certes, il implique la participation des États, puisque ce sont eux, en général, qui gèrent l'hôtel des monnaies; mais, dans la version courante de l'histoire, les États n'ont que ce rôle unique et limité – garantir la masse monétaire –, et souvent ils s'en sont fort mal acquittés, puisque, tout au long de l'histoire, des rois sans scrupules n'ont cessé de tricher en réduisant le titre réel des pièces et en introduisant l'inflation et d'autres troubles politiques dans ce qui était au départ une question de simple bon sens économique.

Il est significatif que cette histoire ait joué un rôle crucial sur deux plans : pour fonder la science économique, mais aussi pour répandre l'idée même qu'il existe une réalité nommée « l'économie », qui opère selon ses propres règles, qui se distingue clairement de la vie morale ou politique, et que les économistes peuvent prendre comme champ d'étude. « L'économie », c'est l'espace où nous nous laissons aller

à notre penchant naturel pour l'échange et le troc. Nous sommes encore en train de troquer, d'échanger. Nous le ferons toujours. La monnaie est simplement le moyen le plus efficace pour le faire.

Par la suite, des économistes comme Karl Menger et Stanley Jevons ont amélioré les détails de l'histoire, essentiellement en y ajoutant diverses équations mathématiques pour démontrer qu'un échantillon aléatoire de personnes aux désirs aléatoires pouvaient, en théorie, produire non seulement une marchandise unique à utiliser comme monnaie, mais aussi un système de prix uniforme. Ce faisant, ils ont aussi substitué aux mots courants toutes sortes de termes techniques impressionnants (par exemple, « incommodité » a été remplacé par « coûts de transaction »). Mais l'essentiel est qu'aujourd'hui cette histoire est devenue, aux yeux de la plupart des gens, du simple bon sens. Nous l'enseignons aux enfants dans les manuels scolaires et les musées. Tout le monde la connaît. « Autrefois, on faisait du troc. C'était difficile. Donc on a inventé la monnaie. Et plus tard il y a eu le développement de la banque et du crédit. » Tout cela constitue une progression parfaitement simple et directe, un processus d'affinement et d'abstraction croissants qui a porté l'humanité, logiquement et inexorablement, du troc préhistorique des défenses de mammouth aux marchés boursiers, fonds spéculatifs et dérivés titrisés[15].

Aujourd'hui, cette histoire est vraiment omniprésente. Partout où la monnaie existe, elle existe aussi. Un jour, dans la ville d'Arivonimamo à Madagascar, j'ai eu le privilège d'interroger un Kalanoro, minuscule fantôme qu'un médium local prétendait conserver chez lui, caché dans un coffre. Cet esprit appartenait au frère d'une usurière de la région tristement célèbre, une horrible femme nommée Nordine, et, pour être franc, je ne tenais guère à avoir le moindre rapport avec cette famille ; mais certains de mes amis ont insisté – puisque, après tout, ce fantôme était un être des temps anciens. Il a parlé derrière un rideau, d'une voix étrange, chevrotante, comme venue de l'au-delà. Mais le seul sujet qui l'intéressait vraiment était l'argent. Finalement, un peu exaspéré par toute cette mascarade, j'ai demandé : « Donc, qu'utilisiez-vous comme monnaie dans les temps anciens, quand vous étiez encore en vie ? »

La voix mystérieuse a aussitôt répondu : « Non. Nous n'avions pas de monnaie. Dans les temps anciens nous troquions les marchandises directement, l'une contre l'autre... »

*

Donc, cette histoire est partout. C'est le mythe fondateur de notre système de relations économiques. Elle s'est ancrée si profondément dans le sens commun, même en des lieux comme Madagascar, que la plupart des habitants de la planète seraient incapables d'imaginer une autre explication possible pour la création de la monnaie.

Le problème est qu'il n'y a aucune preuve que les choses se soient passées de cette façon, et qu'une montagne de preuves suggère qu'elles ne se sont pas passées de cette façon.

Cela fait maintenant des siècles que les explorateurs essaient de découvrir le fabuleux pays du troc. Aucun n'y a réussi. Adam Smith a situé son histoire dans l'Amérique du Nord aborigène (d'autres ont préféré l'Afrique ou le Pacifique). Dans son cas au moins, on peut dire qu'il était impossible de trouver des données fiables sur les systèmes économiques des indigènes américains dans les bibliothèques écossaises de son temps. Mais, au milieu du XIXe siècle, les études de Lewis Henry Morgan sur les Six Nations des Iroquois, entre autres ouvrages, ont été publiées avec un fort tirage – et elles expliquaient clairement que la principale institution économique des nations iroquoises était la « maison longue », où la plupart des biens étaient empilés puis alloués par le conseil des femmes, et que personne, jamais, n'avait échangé des têtes de flèche contre des morceaux de viande. Les économistes ont simplement choisi d'ignorer ces informations[16]. Quand Stanley Jevons, par exemple, a écrit en 1871 le livre de référence sur les origines de la monnaie, il a pris directement ses exemples dans Adam Smith, où les Indiens échangent du chevreuil contre de l'élan et des peaux de castor, sans se référer aux descriptions réelles du mode de vie indien, qui montraient clairement que Smith avait tout inventé. À peu près à la même époque, missionnaires, aventuriers et administrateurs coloniaux se sont déployés dans le monde entier, souvent en emportant le livre d'Adam Smith, car ils s'attendaient à trouver le pays du troc. Aucun ne l'a vu. Ils ont découvert une diversité presque infinie de systèmes économiques. Mais, à ce jour, personne n'a pu localiser une région du monde où la forme de transaction économique habituelle entre voisins est du type « je te donnerai vingt poulets contre cette vache ».

L'ouvrage d'anthropologie définitif sur le troc, rédigé par Caroline Humphrey de Cambridge, pourrait difficilement être plus tranchant dans ses conclusions : « C'est bien simple : aucun exemple d'économie de troc n'a jamais été décrit, sans parler d'en faire émerger la monnaie ; toute la recherche ethnographique existante suggère qu'il n'y en a jamais eu[17]. »

Tout cela ne veut pas dire que le troc n'existe pas – ni même qu'il n'a jamais été pratiqué par des gens qu'Adam Smith appellerait des « sauvages ». Cela signifie seulement qu'il n'est pratiquement jamais utilisé, comme l'a imaginé Smith, entre des habitants du même village. Généralement, il a lieu entre des étrangers, voire des ennemis. Commençons par les Nambikwara du Brésil. Ils semblent satisfaire tous les critères : c'est une société simple, sans grande division du travail, organisée en petites bandes qui traditionnellement regroupent tout au plus une centaine de personnes chacune. À l'occasion, si une bande repère les feux de cuisson d'une autre à proximité, ses membres enverront des émissaires qui négocieront une rencontre pour faire des échanges. Si l'offre est acceptée, ils commenceront par cacher leurs femmes et leurs enfants dans la forêt, puis inviteront les hommes de l'autre bande à venir les voir dans leur camp. Chaque bande a un chef. Quand tout le monde est réuni, chaque chef prononce un discours officiel qui glorifie l'autre bande et dévalorise la sienne ; tous abandonnent alors leurs armes pour danser et chanter ensemble – bien que la danse mime un affrontement armé. Après quoi des membres de chaque bande s'abordent individuellement pour échanger.

> Si quelqu'un veut un objet, il l'exalte en disant combien il est beau. Si un homme accorde une grande valeur à un objet qu'il possède et veut recevoir beaucoup en échange, il ne va pas dire que cet objet est très précieux mais qu'il ne vaut rien : il montre ainsi son désir de le garder. « Cette hache ne vaut rien, elle est très vieille, elle est très émoussée », dira-t-il en parlant de sa hache, que l'autre veut.
>
> Cette discussion se mène sur le ton de la colère, jusqu'au moment où l'on parvient à un accord. Quand on s'est mis d'accord, chacun arrache à l'autre l'objet qu'il tient en main. Si un homme a troqué un collier, il ne va pas l'enlever et le remettre, c'est l'autre qui doit le lui prendre dans une démonstration de force. Des disputes, qui souvent dégénèrent en combats, éclatent quand une partie agit un peu trop tôt et arrache l'objet avant que l'autre ait fini d'argumenter[18].

Toute l'affaire se conclut par un grand festin où les femmes réapparaissent, mais ce moment aussi peut causer des problèmes, car la musique et la bonne chère s'accompagnent d'amples possibilités de séduction[19]. Cela provoque de temps à autre des scènes de jalousie et des querelles. Parfois, il y a des morts.

Donc, le troc, malgré tous les éléments festifs, se pratique entre des gens qui, sans cela, auraient pu être des ennemis et qui oscillent à deux doigts de la guerre ouverte ; de plus, à en croire l'ethnographe, si une bande décidait ensuite qu'on avait profité d'elle, l'affaire pouvait très facilement aboutir à une vraie guerre.

Déplaçons notre projecteur aux antipodes, jusqu'à l'ouest de la Terre d'Arnhem, en Australie, où le peuple Gunwinggu est bien connu pour divertir ses voisins par un rituel d'échange cérémoniel, le *dzamalag*. Ici, la menace de la violence réelle semble bien plus éloignée. L'une des raisons est l'existence d'un système de « moitiés » à l'échelle de toute la région, ce qui simplifie beaucoup les choses : nul n'a le droit de se marier ni même d'avoir des rapports sexuels avec des personnes de sa moitié, d'où qu'elles viennent, mais toute personne de l'autre moitié est techniquement un partenaire potentiel. Donc, pour un homme, même dans des communautés lointaines, la moitié des femmes sont strictement interdites et l'autre moitié terrain de chasse autorisé. La région est également unie par une spécialisation locale : chaque peuple a son propre produit d'échange à troquer avec les autres.

J'emprunte ce qui va suivre à la description d'un *dzamalag* tenu dans les années 1940, qu'a observé l'anthropologue Ronald Berndt.

Là aussi, tout commence par l'invitation d'étrangers, après quelques négociations initiales, dans le camp principal des hôtes. Dans le cas précis dont il s'agit, les visiteurs étaient renommés pour leurs « lances dentelées très prisées » – leurs hôtes avaient accès à du tissu européen de bonne qualité. L'échange commence quand le groupe des visiteurs, composé à la fois d'hommes et de femmes, entre sur le terrain de danse du camp, le « cercle ». Trois d'entre eux se mettent à jouer de la musique pour divertir leurs hôtes. Deux hommes chantent, un troisième les accompagne au *didgeridoo*. Peu après, des femmes du camp des hôtes viennent attaquer les musiciens.

Hommes et femmes se lèvent et se mettent à danser. Le *dzamalag* commence quand deux femmes Gunwinggu de la moitié opposée à celle des chanteurs leur « donnent le *dzamalag* ». Elles offrent à chacun d'eux une pièce de tissu, le frappent ou le touchent en le faisant tomber au sol, en l'appelant mari *dzamalag* et en plaisantant avec lui dans une veine érotique. Puis une autre femme de la moitié opposée à celle du joueur de *didgeridoo* lui donne du tissu, le frappe et plaisante avec lui.

C'est le coup d'envoi de l'échange *dzamalag*. Les hommes du groupe des visiteurs s'assoient tranquillement tandis que les femmes de la moitié opposée viennent leur donner du tissu, les frappent et les invitent à copuler ; elles prennent avec les hommes toutes les libertés qu'elles souhaitent, sous les regards amusés et les applaudissements, tandis que le chant et la danse continuent. Les femmes essaient de défaire les pagnes des hommes ou de toucher leur pénis et de les entraîner hors du « cercle » pour un coït. Les hommes vont avec leur partenaire *dzamalag*, en faisant mine d'être réticents, pour copuler dans les buissons, loin des feux qui éclairent les danseurs. Ils peuvent donner aux femmes du tabac ou des perles. Quand les femmes reviennent, elles donnent une partie de ce tabac à leurs maris, qui les ont encouragées à aller au *dzamalag*. Les maris se servent de ce tabac pour payer leurs propres partenaires féminines *dzamalag* [...][20].

De nouveaux chanteurs et musiciens apparaissent, sont à nouveau assaillis et entraînés dans les buissons ; les hommes incitent leurs épouses à « ne pas être timides », pour faire honneur à la réputation d'hospitalité des Gunwinggu ; finalement, eux-mêmes prennent aussi l'initiative avec les femmes des visiteurs : ils leur offrent du tissu, les frappent et les emmènent dans les buissons. Les perles et le tabac circulent. Enfin, quand les participants se sont tous accouplés au moins une fois et que les hôtes sont satisfaits du tissu qu'ils ont acquis, les femmes cessent de danser, elles se disposent en deux rangs et les visiteurs s'alignent pour les payer de retour.

Alors, les visiteurs hommes d'une moitié dansent vers les femmes de la moitié opposée pour « leur donner le *dzamalag* ». Ils tiennent en l'air des lances à la pointe en forme de pelle, en faisant mine de transpercer les femmes, mais ils les touchent en fait du plat de la lame. « Nous ne vous transpercerons pas, car nous vous avons déjà transpercées avec nos pénis. » Ils offrent les lances aux femmes. Puis les visiteurs hommes de l'autre moitié en font autant avec les femmes de la moitié opposée, et leur

donnent des lances dentelées. Cela met fin à la cérémonie, qui est suivie par une vaste distribution de denrées[21].

C'est un cas particulièrement spectaculaire, mais les cas spectaculaires sont révélateurs. Ce que les hôtes Gunwinggu ont pu faire ici, grâce aux relations relativement amicales entre peuples voisins dans l'ouest de la Terre d'Arnhem, c'est de prendre tous les éléments du troc des Nambikwara (la musique et la danse, l'hostilité potentielle, l'intrigue sexuelle) et de transformer tout cela en une sorte de jeu festif – jeu qui n'est peut-être pas sans danger, mais qui (comme le souligne l'ethnographe) amuse énormément tous les participants.

Le point commun de tous ces cas d'échange par troc, c'est qu'il s'agit de rencontres avec des étrangers que l'on a de fortes chances de ne plus jamais revoir et avec lesquels on ne va sûrement pas établir de relations suivies. C'est pour cela qu'un échange direct, en tête à tête, est approprié : chacun fait sa transaction et s'en va. On rend cela possible en déployant un manteau initial de sociabilité, sous forme de plaisir partagé, de musique et de danse – les bases habituelles de la convivialité sur laquelle tout échange doit toujours reposer. Puis vient la transaction réelle, où les deux parties manifestent abondamment l'hostilité latente qui existe nécessairement dans tout échange de biens matériels entre étrangers – où aucune des deux parties n'a de raison particulière de *ne pas* profiter de l'autre – par une pseudo-agression ludique, bien que, dans le cas des Nambikwara, où le manteau de sociabilité est extrêmement mince, l'agression ludique risque constamment de devenir réelle. Les Gunwinggu, grâce à leur attitude plus détendue à l'égard de la sexualité, ont réussi avec beaucoup d'ingéniosité à fusionner les plaisirs partagés et l'agression en une seule et même chose.

Vous souvenez-vous du vocabulaire des manuels d'économie ? « Imaginez une société sans monnaie. » « Imaginez une économie du troc. » L'une des choses que ces exemples montrent avec une parfaite clarté, c'est combien l'imagination de la plupart des économistes est limitée[22].

Pourquoi ? La réponse la plus simple serait : parce que l'existence même d'une discipline appelée « économie », qui porte d'abord et avant tout sur la façon dont chacun cherche à configurer à son avantage l'échange de chaussures contre des pommes de terre, ou

de tissus contre des lances, oblige nécessairement à postuler que l'échange de ces biens n'a rien à voir avec la guerre, la passion, l'aventure, le mystère, le sexe ou la mort. L'économie suppose une division entre des sphères différentes du comportement humain qui, chez des gens comme les Gunwinggu et les Nambikwara, n'existe pas, tout simplement. Cette division est rendue possible par des dispositifs institutionnels très particuliers : l'existence des avocats, des prisons et de la police pour garantir que même ceux qui ne s'aiment guère, qui n'ont aucune intention d'entrer dans des relations suivies et qui visent uniquement à s'emparer du plus grand nombre possible de biens de l'autre, s'abstiendront de recourir au moyen le plus évident (le vol). Ce qui nous permet ensuite de postuler que la vie est nettement divisée entre le marché, où nous faisons nos courses, et la « sphère de consommation », où nous nous intéressons à la musique, aux fêtes et à la séduction. Autrement dit, la vision du monde qui fonde les manuels d'économie, et qu'Adam Smith a si puissamment œuvré à diffuser, s'est aujourd'hui tant intégrée à notre sens commun que nous avons bien du mal à imaginer toute autre configuration possible.

Au vu de ces exemples, on commence à comprendre pourquoi il n'existe aucune société fondée sur le troc. Ce ne pourrait être qu'une société où chacun est à deux doigts de prendre à la gorge tous les autres ; et où, néanmoins, il suspendrait son geste, prêt à frapper mais ne frappant jamais vraiment, pour toujours. Certes, le troc se produit parfois entre des gens qui ne se considèrent pas comme des étrangers, mais en général ils pourraient aussi bien être des étrangers – autrement dit, ils n'éprouvent aucun sentiment de responsabilité ou de confiance mutuelle, aucun désir d'établir des relations suivies. Les Pachtounes du nord du Pakistan, par exemple, sont célèbres pour la générosité de leur hospitalité. Là-bas, le troc, c'est ce qu'on fait avec ceux auxquels on *n'est pas* uni par des liens d'hospitalité (ni de parenté, ni d'autre chose) :

> Un mode d'échange très apprécié entre les hommes est le troc, ou *adal-badal* (donne et prends). Les hommes sont toujours attentifs à la possibilité de troquer l'un des objets qu'ils possèdent contre quelque chose de mieux. Souvent, on échange des objets identiques : une radio contre une radio, des lunettes de soleil contre des lunettes de soleil, une montre contre une montre. Mais on peut aussi échanger des objets différents, par exemple, dans un cas, un vélo contre deux ânes. L'*adal-badal* se pratique toujours avec des non-parents et il donne aux hommes beaucoup de plaisir, car ils tentent de prendre l'avantage sur leur partenaire. Un bon échange, où un homme a le sentiment d'avoir tiré le meilleur profit de la transaction, est quelque chose dont on peut être fier et se vanter. Celui qui a fait une mauvaise affaire tente de revenir sur la transaction ou, à défaut, de refiler l'objet défectueux à un tiers qui ne se doute de rien. Le meilleur partenaire d'*adal-badal* est une personne géographiquement éloignée, qui n'aura guère la possibilité de se plaindre[23].

Et ces motivations peu scrupuleuses ne sont pas propres à l'Asie centrale, elles paraissent inhérentes à la nature même du troc – ce qui expliquerait pourquoi, dans les cent ou deux cents ans qui ont précédé l'époque d'Adam Smith, les mots anglais « *truck and barter* » (faire du troc), comme leurs équivalents français, espagnol, allemand, néerlandais et portugais, signifiaient littéralement « duper », « embobiner » ou « dépouiller »[24]. Échanger directement une chose contre une autre en essayant de profiter le plus possible de la transaction, on le fait en général avec des gens dont on ne se soucie pas et que l'on compte bien ne jamais revoir. Quelle raison y aurait-il de *ne pas* tenter de profiter d'eux ? En revanche, si l'on porte assez d'intérêt à quelqu'un – un voisin, un ami – pour souhaiter traiter avec lui de façon juste et honnête, on va, inévitablement, se soucier suffisamment de cette personne pour prendre aussi en considération ses besoins, ses désirs et sa situation individuelle. Même si l'on échange un objet contre un autre, on présentera probablement la chose comme un cadeau.

*

Pour illustrer ce que j'entends par là, revenons au manuel d'économie et au problème de la « double coïncidence des besoins ». Quand nous avons quitté Henri, il avait besoin d'une paire de chaussures, mais il n'avait autour de lui que quelques pommes de terre. Joseph avait une paire de chaussures supplémentaire, mais il n'avait pas vraiment besoin de pommes de terre. Puisque la monnaie n'a pas encore été inventée, ils ont un problème. Que doivent-ils faire ?

Un premier point devrait à présent être clair : il faudrait vraiment que nous en sachions un peu plus sur Joseph et Henri. Qui sont-ils ? Sont-ils liés ? Si oui, comment ? Apparemment, ils vivent dans une petite communauté. Deux personnes qui passent leur vie dans la même petite communauté vont avoir ensemble une histoire compliquée. S'agit-il d'amis, de rivaux, d'alliés, d'amants, d'ennemis, ou entretiennent-ils simultanément plusieurs de ces rapports ?

Les auteurs de l'exemple initial semblent supposer deux voisins à peu près de même statut, qui ne sont pas amis intimes mais ont de bonnes relations – bref, aussi proches que possible de l'égalité neutre. Même ainsi, on n'en sait pas assez. Si Henri vivait, par exemple, dans une maison longue des Seneca (l'une des nations des Iroquois) et avait besoin de chaussures, Joseph ne s'en occuperait même pas. Il le signalerait simplement à sa femme, qui soumettrait la question aux autres matrones, trouverait les matériaux dans l'entrepôt collectif de la maison longue et lui coudrait des chaussures. Ou alors, pour trouver un scénario adapté à un manuel d'économie imaginaire, nous pourrions réunir Henri et Joseph dans une petite communauté soudée, comme une bande Nambikwara ou Gunwinggu.

Scénario 1

Henri s'avance vers Joseph et dit :

– Jolies chaussures !

– Oh, elles ne valent pas grand-chose, répond Joseph. Mais puisqu'elles ont l'air de te plaire, prends-les, bien sûr.

Henri prend les chaussures.

Il n'est pas du tout question des pommes de terre d'Henri : ils savent très bien tous les deux que, si Joseph manquait un jour de pommes de terre, Henri lui en donnerait.

Et c'est tout. Certes, on ne sait pas trop, dans ce cas, combien de temps Henri va vraiment réussir à garder les chaussures. Cela dépend probablement de leur beauté. Si ce sont des chaussures ordinaires, l'histoire peut s'arrêter là. Si elles ont quelque chose d'unique ou d'admirable, il est possible qu'elles finissent par faire le tour du groupe. Il y a une histoire célèbre à ce sujet : John et Lorna Marshall, qui ont étudié les Bushmen du Kalahari dans les années 1960, ont donné un jour un couteau à l'un de leurs informateurs favoris. Puis ils sont partis. À leur retour, un an plus tard, ils ont découvert qu'entre leurs

deux voyages pratiquement tous les membres de la bande avaient été en possession de ce couteau à un moment ou à un autre. Cela dit, plusieurs amis arabes me confirment que, dans des contextes moins strictement égalitaires, il y a une astuce. Si un ami s'extasie sur un bracelet ou sur un sac, vous êtes censé, normalement, lui dire aussitôt : « prends-le » – mais si vous tenez vraiment à le garder, vous pouvez toujours répondre : « Oui, il est beau, n'est-ce pas ? C'est un cadeau. »

Quoi qu'il en soit, les auteurs du manuel ont évidemment à l'esprit une transaction un peu plus impersonnelle. Ils imaginent les deux hommes, semble-t-il, comme deux chefs de famille patriarcale en bons termes l'un avec l'autre, mais qui ne font pas ressources communes. Peut-être vivent-ils dans un village écossais avec le boucher et le boulanger que l'on trouve dans les exemples d'Adam Smith, ou dans une implantation de colons en Nouvelle-Angleterre. Sauf que, on ne sait pourquoi, ils n'ont jamais entendu parler de la monnaie. C'est un fantasme un peu spécial, mais voyons ce que nous pouvons en faire :

Scénario 2

Henri s'avance vers Joseph et dit :

– Jolies chaussures !

Ou peut-être – rendons la chose un peu plus réaliste – la femme d'Henri bavarde-t-elle avec celle de Joseph et, stratégiquement, glisse cette remarque : les chaussures d'Henri sont en si piteux état qu'il se plaint d'avoir des cors aux pieds.

Le message est transmis, et le lendemain Joseph vient offrir à Henri sa paire de chaussures supplémentaire. C'est un cadeau, déclare-t-il avec insistance, un simple geste de bon voisinage. Il ne voudrait sûrement pas recevoir en échange quoi que ce soit, jamais.

Joseph dit-il cela sincèrement ? Peu importe. En le faisant, il enregistre un crédit. Henri lui en doit une.

Comment Henri peut-il payer Joseph de retour ? Les possibilités sont innombrables. Peut-être Joseph, en fait, a-t-il besoin de pommes de terre. Henri laisse passer un intervalle décent et en ramasse pour lui, en soulignant bien, lui aussi, que c'est un simple cadeau. Ou alors Joseph n'a pas besoin de pommes de terre dans l'immédiat, mais Henri attend le moment où il en aura besoin. Ou peut-être, un an plus tard, Joseph, ayant à préparer un banquet, viendra-t-il se promener du côté de chez Henri et dira-t-il :

– Joli cochon…

Dans tous ces scénarios, le problème de la « double coïncidence des besoins », invoqué inlassablement dans les manuels d'économie, disparaît totalement. Peut-être Henri n'a-t-il pas dans l'immédiat quelque chose qui fasse envie à Joseph. Mais si les deux hommes sont voisins, cela viendra, ce n'est qu'une question de temps[25].

Autant dire que le besoin d'accumuler des articles acceptables par tous, comme le suggère Adam Smith, disparaît aussi, et avec lui le besoin d'inventer une monnaie. Comme dans tant de petites collectivités locales réelles, chacun se contente de garder en tête qui doit quoi à qui.

Il n'y a ici qu'un seul problème conceptuel majeur – et le lecteur attentif l'a peut-être déjà remarqué. Henri « lui en doit une ». Une quoi ? Comment quantifier une faveur ? Sur quelle base va-t-on dire que tant de pommes de terre, ou un cochon, équivalent plus ou moins à une paire de chaussures ? Parce que, même si tout reste approximatif, il faut bien qu'on ait *un moyen quelconque* d'établir que X est en gros équivalent à Y, ou un peu moins bien, ou légèrement mieux. Cela ne suppose-t-il pas qu'une sorte de monnaie, au moins au sens d'unité de compte, permettant de comparer la valeur d'objets différents, préexiste ?

Dans la plupart des économies du don, il existe bien une méthode sommaire pour résoudre le problème. On établit une série de catégories de *types* de choses, et on range ces catégories par ordre d'importance. Les cochons et les chaussures peuvent être perçus comme des objets de statut à peu près équivalent, on peut donner l'un en échange de l'autre ; mais les colliers de corail, cela n'a rien à voir : il faudrait donner en retour un autre collier, ou du moins un autre bijou – les anthropologues disent souvent que ces catégories créent des « sphères d'échange » différentes[26]. Effectivement, cela simplifie un peu les choses. Quand le troc transculturel devient une activité régulière et habituelle, il opère souvent sur des principes du même genre : certaines choses ne s'échangent que contre certaines autres (le tissu contre les lances, par exemple), ce qui facilite l'élaboration d'équivalences traditionnelles. Mais ce constat ne nous aide pas du tout à résoudre le problème de l'origine de la monnaie. En fait, il l'aggrave considérablement. Pourquoi accumuler du sel, de l'or ou du poisson si on ne peut les échanger que contre certaines choses et pas les autres ?

En réalité, tout porte à croire que le troc n'est pas un phénomène particulièrement ancien, et qu'il ne s'est vraiment répandu qu'à l'époque moderne. Il est certain que, dans la plupart des cas que nous connaissons, il a lieu entre des personnes auxquelles l'usage de la monnaie est familier, mais qui, pour une raison quelconque, n'en ont pas beaucoup. Les systèmes complexes de troc surgissent souvent dans le sillage de l'effondrement d'une économie nationale : les exemples les plus récents sont la Russie dans les années 1990 et l'Argentine vers 2002, quand les roubles dans le premier cas et les dollars dans le second ont pratiquement disparu[27]. À l'occasion, on peut même voir certaines formes de monnaie commencer à se développer : dans les camps de prisonniers de guerre et dans de nombreuses prisons, par exemple, on sait bien que les détenus utilisent les cigarettes comme une sorte de devise, ce qui enchante et excite les économistes[28]. Mais, là aussi, nous parlons de gens qui ont grandi en utilisant la monnaie et qui soudain doivent s'en passer – exactement la situation qu'« imaginent » les manuels d'économie par lesquels j'ai commencé.

L'adoption d'une forme quelconque de système de crédit est la solution la plus fréquente. Quand une grande partie de l'Europe est « revenue au troc » après l'effondrement de l'Empire romain, et à nouveau après la désagrégation de l'Empire carolingien, c'est apparemment ce qui s'est passé. Les gens ont continué à tenir des comptes dans la vieille monnaie impériale, même s'ils n'utilisaient plus les pièces[29]. De même, si les hommes pachtounes aiment échanger des vélos contre des ânes, ce n'est absolument pas parce que l'usage de la monnaie leur est peu familier. La monnaie existe dans cette région du monde depuis des millénaires. C'est simplement parce qu'ils préfèrent un échange direct entre égaux – en l'occurrence, parce que ce dernier leur paraît plus viril[30].

Le plus remarquable est que, même dans les exemples d'Adam Smith sur les poissons, les clous et le tabac utilisés comme monnaie, cette logique était à l'œuvre. Dans les années qui ont suivi la publication de la *Richesse des nations*, des chercheurs ont vérifié la plupart de ces assertions : ils ont découvert que, pratiquement dans tous les cas, l'usage de la monnaie était tout à fait familier à ceux qui participaient à ces systèmes, et qu'en fait ils étaient en train de l'utiliser – comme unité de compte[31]. Prenons l'exemple de la « morue sèche », censée servir de monnaie à Terre-Neuve. Comme l'a fait remarquer,

il y a près d'un siècle, le diplomate britannique A. Mitchell Innes, ce que décrit Smith n'est qu'une illusion créée par un dispositif simple de crédit :

> Dans les premiers temps de l'industrie de la pêche à Terre-Neuve, il n'y avait pas de population européenne permanente; les pêcheurs n'allaient là-bas que pour la saison de pêche, et ceux qui n'étaient pas pêcheurs étaient des commerçants qui achetaient le poisson séché et vendaient leurs fournitures quotidiennes aux pêcheurs. Ceux-ci vendaient leur prise aux négociants au prix du marché, en livres, shillings et pence; ils obtenaient en échange un crédit sur les livres de compte de ces commerçants, avec lequel ils payaient leurs achats. Les soldes dus par les négociants étaient payés par des retraits à effectuer en Angleterre ou en France[32].

Dans le village écossais, c'était pareil. Entrer dans le pub local, faire tinter un clou de toiture sur le comptoir et commander une chope de bière – cela, personne ne le faisait. Au temps d'Adam Smith, les employeurs manquaient souvent de pièces de monnaie pour payer leurs ouvriers. Les salaires pouvaient avoir un an de retard ou davantage. En attendant, on jugeait acceptable que les salariés emportent certains de leurs produits, ou des matériaux restants, bois d'œuvre, tissus, cordes, etc. Les clous étaient un intérêt de fait sur les sommes que leur devaient leurs patrons. Donc ils allaient au pub, avaient une ardoise, et, quand l'occasion se présentait, ils apportaient un sac de clous pour réduire leur dette. La loi qui a donné cours légal au tabac en Virginie semble avoir été une tentative des planteurs pour forcer les commerçants locaux à accepter leurs produits au crédit de leur compte vers l'époque de la récolte. De fait, cette législation obligeait tous les marchands de Virginie à devenir des intermédiaires dans le commerce du tabac, que cela leur plût ou non. Exactement comme tous les marchands des Indes occidentales se sont vus contraints de devenir vendeurs de sucre, puisque leurs clients les plus riches n'apportaient que cela pour réduire leurs dettes.

Les exemples premiers étaient donc des cas où les gens avaient improvisé des systèmes de crédit parce que la monnaie physique – les pièces d'or et d'argent – était rare. Mais ce qui allait porter le coup le plus terrible à la version traditionnelle de l'histoire économique, c'est la traduction des hiéroglyphes égyptiens, d'abord,

puis des cunéiformes mésopotamiens, qui a permis aux chercheurs de remonter de près de trois millénaires dans leur connaissance de l'histoire écrite – de l'époque d'Homère (vers 800 av. J.-C.), où elle oscillait du temps d'Adam Smith, à environ 3500 av. J.-C. Ces textes ont révélé que des systèmes de crédit en tout point semblables à ceux que l'on vient d'évoquer avaient en réalité précédé de plusieurs millénaires l'invention des pièces de monnaie.

Le système mésopotamien est le mieux documenté, plus que ceux de l'Égypte pharaonique (qui paraît similaire), de la Chine des Chang (dont nous ne savons pas grand-chose) ou de la civilisation de la vallée de l'Indus (dont nous ne savons rien du tout). En fait, nous sommes bien informés sur la Mésopotamie parce que l'immense majorité des documents rédigés en cunéiformes étaient de nature financière.

L'économie sumérienne était dominée par de vastes complexes de temples et de palais. Leur personnel se comptait souvent par milliers : des prêtres et des dignitaires, des artisans qui œuvraient dans leurs ateliers industriels, des agriculteurs et des bergers qui travaillaient sur leurs immenses domaines. Même si le pays de Sumer était en général divisé entre de nombreuses cités-États indépendantes, à l'époque où le rideau se lève sur la civilisation mésopotamienne, vers 3500 av. J.-C., il semble que les administrateurs des temples avaient déjà élaboré un système de comptabilité unique et uniforme – système qui, à certains égards, nous accompagne toujours très concrètement, puisque c'est aux Sumériens que nous devons la douzaine ou la journée de vingt-quatre heures[33]. L'unité monétaire de base était le sicle (*shekel*). Le poids d'un sicle en argent était défini comme équivalent à un *gur*, ou boisseau d'orge. Un sicle était subdivisé en soixante mines : cette unité correspond à une ration d'orge – le principe étant qu'il y a trente jours par mois et que les ouvriers du temple reçoivent deux rations d'orge par jour. On voit aisément que la « monnaie », ici, n'est en rien le produit de transactions commerciales. Elle a été en réalité créée par des fonctionnaires pour garder trace des ressources et déplacer des choses entre des services.

Les fonctionnaires des temples utilisaient ce système pour calculer les dettes (les fermages, les redevances, les prêts...) en argent métal. L'argent était, de fait, la monnaie. Et il circulait effectivement sous forme de morceaux non travaillés, de « barres informes », comme l'avait écrit Smith[34]. Sur ce point, il avait raison. Mais c'était presque

le seul élément exact de son analyse. L'une des explications est que l'argent ne circulait pas beaucoup. Pour l'essentiel, il demeurait simplement dans les trésors des temples et des palais, et une partie est restée, sous bonne garde, au même endroit pendant des millénaires. Il eût été assez facile d'uniformiser les lingots, de les estampiller et de créer un système ayant autorité pour garantir leur pureté. La technologie existait. Néanmoins, nul n'a ressenti un besoin particulier d'agir ainsi. L'une des raisons est claire : si les dettes étaient calculées en argent, elles n'avaient pas à être *payées* en argent – en fait, on pouvait les payer avec pratiquement tout ce dont on disposait. Les paysans qui devaient de l'argent au temple ou au palais, ou à un dignitaire du temple ou du palais, payaient leurs dettes, semble-t-il, essentiellement en orge. C'est pourquoi fixer le taux de conversion entre l'argent et l'orge était si important. Mais il était parfaitement acceptable de se présenter avec des chèvres, des meubles ou du lapis-lazuli. Les temples et les palais étaient d'énormes établissements industriels – ils pouvaient trouver un usage à pratiquement n'importe quoi[35].

Sur les marchés qui se multipliaient dans les cités mésopotamiennes, les prix étaient aussi calculés en argent, et ceux des marchandises qui n'étaient pas entièrement contrôlées par les temples et par les palais avaient tendance à fluctuer en fonction de l'offre et de la demande. Mais, même ici, les documents dont nous disposons suggèrent que la plupart des transactions reposaient sur le crédit. Les marchands (qui parfois travaillaient pour les temples, parfois opéraient indépendamment) comptaient parmi les rares personnes à utiliser vraiment et souvent l'argent dans les transactions. Toutefois, même eux effectuaient en général une bonne partie de leurs transactions à crédit, et, là encore, les gens ordinaires qui achetaient de la bière à une brasseuse ou à la tenancière d'une taverne avaient une ardoise, qu'ils payaient au moment de la moisson, en orge ou avec tout ce qui pouvait leur tomber sous la main[36].

À ce stade, pratiquement toutes les composantes de la version admise sur l'origine de la monnaie se sont écroulées. Il est rare qu'une théorie historique subisse une réfutation aussi absolue et systématique. Dans les premières décennies du XXe siècle, tous les éléments étaient en place pour réécrire entièrement l'histoire de la monnaie. Le travail de fond a été réalisé par Mitchell Innes – l'auteur que je viens de citer – dans deux articles publiés par le *Banking Law Journal* de New

York en 1913 et 1914. Dans ces textes, Mitchell Innes démontait calmement les faux postulats sur lesquels reposait l'histoire économique existante. Ce dont on avait vraiment besoin, suggérait-il, c'était une histoire de la dette :

> L'une des illusions populaires à propos du commerce consiste à croire qu'à l'époque moderne on a introduit un système, le *crédit*, qui permet de se passer de la monnaie, et qu'avant la découverte de ce système tous les achats se payaient en liquide, c'est-à-dire en pièces de monnaie. Une enquête attentive révèle que c'est le contraire qui est vrai. Autrefois, les pièces de monnaie jouaient dans le commerce un rôle beaucoup plus réduit qu'aujourd'hui. D'ailleurs, la quantité de pièces était si limitée qu'elle ne suffisait même pas aux besoins de la maison royale [de l'Angleterre médiévale] et des domaines royaux, qui utilisaient régulièrement divers types de substituts pour effectuer les petits paiements. Les pièces avaient si peu d'importance que parfois les rois n'hésitaient pas à les rappeler toutes pour les refrapper et les remettre en circulation, et pourtant le commerce continuait comme avant[37].

Effectivement, notre récit habituel de l'histoire monétaire marche à reculons. Il est faux que nous ayons commencé par le troc, puis découvert la monnaie, et enfin développé des systèmes de crédit. L'évolution a eu lieu dans l'autre sens. La monnaie virtuelle, comme nous l'appelons aujourd'hui, est apparue la première. Les pièces de monnaie sont venues bien plus tard, et leur usage s'est diffusé inégalement, sans jamais remplacer entièrement les systèmes de crédit. Quant au troc, il semble s'agir surtout d'une sorte de sous-produit accidentel de l'usage des pièces de monnaie ou du papier-monnaie. Historiquement, c'est essentiellement ce que font les gens habitués à utiliser les pièces de monnaie quand, pour une raison quelconque, ils n'en ont pas.

Le plus curieux, c'est qu'il ne s'est rien passé. La nouvelle histoire n'a jamais été écrite. Non qu'un économiste ait jamais réfuté Mitchell Innes. On l'a simplement ignoré. Les manuels n'ont pas changé leur version – même si toutes les données montraient clairement qu'elle était fausse. On écrit encore des histoires de la monnaie qui sont en fait des histoires du monnayage, en postulant que dans le passé c'était forcément la même chose ; les périodes où les pièces de monnaie se sont en grande partie évanouies sont toujours présentées comme des

époques où l'économie «est revenue au troc», comme si le sens de cette expression était évident, alors que personne, en fait, ne sait ce qu'elle signifie. Par conséquent, nous n'avons pratiquement aucune idée de la façon dont s'y prenait l'habitant d'une petite ville néerlandaise en 950 de notre ère pour acheter du fromage ou des cuillères, ou pour embaucher les musiciens qui joueraient aux noces de sa fille – sans parler de la façon dont tout cela se passait à Pemba ou à Samarcande[38].

Chapitre 3

Dettes primordiales

Tout être en naissant naît comme une dette due aux dieux, aux saints, aux Pères, aux hommes. Si on sacrifie, c'est que c'est là une dette due de naissance aux dieux. [...] et, si on récite des textes sacrés, c'est que c'est là une dette due de naissance aux saints [...]. Et si on désire de la progéniture, c'est que c'est là une dette due de naissance aux Pères [...]. Et si on donne l'hospitalité, c'est que c'est là une dette due de naissance aux hommes.

Satapatha Brahmana I, 7, 2, 1-6[a]

Chassons les mauvais effets des mauvais rêves, comme nous remboursons des dettes.

Rig Veda, 8, 47, 17[b].

Si les manuels d'économie s'ouvrent aujourd'hui sur des évocations de villages imaginaires, c'est parce qu'il leur est impossible de parler des vrais. Même certains économistes ont été contraints de reconnaître que le Pays du Troc d'Adam Smith n'existe pas[1].

a. Trad. fr. de Sylvain Lévi, *La Doctrine du sacrifice dans les Brâhmanas*, Paris, Ernest Leroux, 1898, p. 131. Dans ce chapitre, comme le fait David Graeber (voir note 36), nous appellerons les créateurs de l'enseignement védique les «sages» et non les «saints».

b. Nous ne reprenons pas ici la traduction de M. Langlois dans *Rig-Veda ou Livre des hymnes*, Paris, Didot, 1870, où ce passage se situe p. 436 (section sixième, lecture quatrième, hymne II), car elle est trop différente : «De même que nous accumulons pour notre fortune et capitaux et intérêts, de même [...] nous réunissons toutes les œuvres qui nous tiennent éveillés».

2.

John Law, ou le papier-monnaie (1671-1729)

Joueur et mathématicien avant de devenir financier, l'Écossais John Law de Lauriston est l'un des plus brillants représentants, avec Schumpeter, d'une tradition que l'on peut qualifier d'« anti-métalliste ». Comme le souligne ce dernier, Law « élabora l'économie politique de ses projets avec un brio et, disons-le, une profondeur qui le place au premier rang des théoriciens de la monnaie de tous les temps[1] ». S'il n'est pas l'inventeur du papier-monnaie, il en fut l'un des plus ardents et des plus talentueux défenseurs.

N'eût été un duel et une condamnation à mort qui le contraignirent en 1694 à quitter l'Angleterre pour le continent et à parcourir l'Europe des marchands-banquiers de la Hollande à l'Italie, sa carrière de banquier n'aurait peut-être jamais commencé. Il proposa d'abord sans succès l'établissement d'une banque foncière (une « land bank »*) en Angleterre, en Écosse, en France et à Turin. Mais c'est finalement la mise en place d'un système beaucoup plus complexe qu'il va obtenir du Régent en 1716. Ce que l'on a appelé le « système de Law » a consisté « à mêler les activités et les*

1. Joseph Schumpeter, *Histoire de l'analyse économique*, t. I, trad. fr. J.-C. Casanova (dir.), Paris, Gallimard, 1983, p. 411.

résultats de la banque, de la compagnie (d'Occident, puis des Indes) et de l'Hôtel des Monnaies en vue d'annuler la dette publique et d'enrichir les détenteurs d'actions, dont le roi. Il va permettre aux débiteurs d'apurer une partie de leurs dettes et à ceux qui sauront prévoir l'effondrement du système de s'enrichir[1] ».

La faillite, fin 1720, de sa Banque royale et de la Compagnie des Indes à laquelle elle était adossée lui a valu une réputation de dangereux aventurier financier parmi les économistes aussi bien que dans les opinions publiques. C'est sans doute la raison pour laquelle Keynes lui préfère Locke ou Malynes lorsqu'il se cherche des prédécesseurs à l'âge préclassique, bien que Law insiste autant que ces derniers sur le fait que l'offre de monnaie conditionne la dépense, et par là la production.

La façon dont il conçoit l'articulation entre le volume du commerce et la circulation des revenus monétaires relève de la vision circuitiste propre aux mercantilistes et aux physiocrates ; tandis que sa pensée monétaire, notamment par sa conscience aiguë des risques inhérents à l'activité bancaire, le situe dans une lignée qui mène à Thornton et à Tooke. Il y souligne avec force la supériorité du papier-monnaie sur tout autre moyen de circulation. Par rapport à la monnaie métallique, dont la quantité disponible est soumise aux aléas de l'activité minière, il présente l'immense avantage que sa quantité peut être réglée d'une façon parfaitement rationnelle, en fonction des besoins du commerce. Son erreur est d'avoir cru en la capacité de la Banque, par toute une série d'interventions, pour ne pas dire de manipulations, d'enrayer la montée de la défiance face au manque de liquidités.

Les textes de Law reproduits ici sont tirés de deux sources :

1. Jérôme de Boyer, *La Pensée monétaire*, Paris, Éditions Les Solos, 2003, p. 24.

– *les* Considérations sur le numéraire et le commerce, *un ouvrage de 1705, rédigé à l'appui de ses projets de banque foncière, réédité en 1720 à Londres et publié en français chez Guillaumin en 1843, dans un volume consacré aux* Économistes financiers du XVIIIe siècle ;

– *les deux* Mémoires sur les banques *qu'il rédigea à l'intention du Régent pour obtenir la création de la Banque générale, devenue Banque royale en 1719.*

CONSIDÉRATIONS SUR LE NUMÉRAIRE ET LE COMMERCE [1]

Chapitre II

DU COMMERCE, ET JUSQU'À QUEL POINT IL DÉPEND DU NUMÉRAIRE. QUE L'ACCROISSEMENT DE LA POPULATION DÉPEND DU COMMERCE. DU CHANGE

Le commerce est intérieur ou étranger. [...]

Le commerce intérieur dépend de la monnaie ; une plus grande quantité emploie plus d'individus qu'une moindre quantité. Une somme bornée ne peut faire travailler qu'un nombre d'individus proportionné ; et c'est avec peu de succès qu'on fait des lois pour employer l'oisif et le pauvre dans les pays où le numéraire est rare. De bonnes lois peuvent porter le numéraire au plus haut degré de circulation dont il est susceptible, et le contraindre aux emplois qui sont les plus profitables au pays ; mais aucunes lois ne sauraient aller plus loin, et l'on ne peut pas faire travailler un plus grand nombre d'individus sans une plus grande quantité de numéraire mis en circulation pour payer les salaires de ce plus grand

1. John Law, *Considérations sur le numéraire et le commerce*, in E. Daire, *Économistes financiers du XVIIIe siècle*, Paris, Guillaumin, 1843.

nombre. On peut les amener à travailler à crédit ; mais cela n'est point praticable, à moins que le crédit n'ait assez de circulation pour fournir aux besoins des ouvriers ; dans cette hypothèse, le crédit est une monnaie, et produira les mêmes effets que la monnaie sur le commerce intérieur et étranger.

Une augmentation de numéraire ajoute à la valeur du pays. Tant que l'argent rapporte intérêt, il est employé, et tout emploi d'argent rend un profit, quoique celui qui l'emploie perde. [...]

La première branche du commerce étranger, qui est l'exportation et l'importation des marchandises, dépend du numéraire. Si une moitié des individus est employée, que toutes les productions et les manufactures se consomment ; plus de numéraire, en employant plus de gens, donnera un surplus à exporter. Une plus grande addition au numéraire emploiera encore plus d'individus, ou le même nombre seulement, d'abord employés, mais avec plus d'avantage ; ce qui, en rendant l'exportation plus considérable, ou d'une plus grande valeur, établira une balance due au pays. Si, au contraire, le numéraire diminue, une partie des ouvriers alors employés demeurent sans travail, ou sont employés avec moins d'avantage ; les productions et les manufactures sont moindres, ou de moins de valeur, par conséquent l'exportation est moindre, et on devra une balance à l'étranger. [...]

Quelques-uns pensent que, *si l'intérêt de l'argent était baissé par un règlement, le commerce s'étendrait, parce que les négociants pourraient employer plus d'argent, et commercer à meilleur marché.* Une pareille loi aurait beaucoup d'inconvénients, et il est très douteux qu'il en résultât aucun bon effet ; mais il est indubitable que si la baisse de l'intérêt était produite par une plus grande quantité de numéraire, le fonds appliqué au commerce serait plus considérable, et que les négociants commerceraient à

meilleur marché, d'après la facilité des achats, et la baisse de l'intérêt de l'argent, sans qu'il en résultât aucun inconvénient. [...]

Chapitre III

DES DIVERS MOYENS EMPLOYÉS POUR CONSERVER ET AUGMENTER LE NUMÉRAIRE. DES BANQUES

Les moyens employés pour conserver et augmenter le numéraire ont été, dans certains pays, opposés à ceux adoptés dans d'autres, et des mesures contraires ont été prises dans les mêmes pays, sans être occasionnées par aucune diversité de circonstances.

Certains pays ont haussé la monnaie dans sa dénomination, tandis que d'autres l'ont baissée ; quelques-uns l'ont alliée, tandis que d'autres, après l'avoir alliée, l'ont rectifiée ; quelques-uns ont défendu l'exportation des espèces, sous les peines les plus rigoureuses, tandis que d'autres en ont autorisé l'exportation par des règlements ; quelques-uns, s'imaginant accroître leur numéraire, ont obligé les commerçants à importer des lingots en proportion de ce qu'ils exportaient de marchandises. [...]

Les Banques sont encore la meilleure méthode que l'on ait pratiquée pour l'accroissement du numéraire. L'usage en est fort ancien en Italie, mais j'ai appris que l'invention en est due aux Suédois. Leur monnaie était de cuivre, et incommode à raison de son poids et de son volume : pour remédier à cet inconvénient, il fut établi une Banque où les espèces étaient mises en gage ; on donna crédit aux reconnaissances, qui passèrent en payement et facilitèrent le commerce.

Par la même raison, les Hollandais établirent la Banque d'Amsterdam. Leur monnaie était d'argent, mais leur commerce était assez étendu pour rendre incommode même les payements en argent. Cette Banque, comme celle de Suède, est un dépôt assuré, où les négociants peuvent porter des espèces sur lesquelles ils obtiennent un crédit pour commercer : outre l'avantage de faciliter et d'accélérer les payements, les Banques épargnent les frais de caissiers, de sacs et de transport, les pertes sur la fausse monnaie ; et les espèces sont plus en sûreté que dans les maisons des négociants, car elles sont moins exposées aux incendies ou au vol, parce qu'on prend toutes les mesures nécessaires pour les en garantir.

Les marchands qui ont des fonds dans la Banque d'Amsterdam ne sont pas exposés aux variations que l'on peut faire subir aux monnaies, en les alliant ou en changeant leur dénomination ; car la Banque ne reçoit point d'espèces que sur le pied de leur valeur réelle ; c'est pour cela qu'on leur donne le nom d'argent de banque ; et quoique cette monnaie vienne à hausser dans les payements courants, elle est reçue dans les payements de banque pour la valeur sur le pied de laquelle s'en est fait le dépôt. L'*agio* de la Banque varie d'un quart ou d'un demi pour cent, suivant que les espèces sont plus ou moins rares.

Les Banques où les espèces déposées égalent le crédit donné sont solides ; car même dans le cas de demande de la totalité, la Banque ne manquerait pas à ses payements. [...]

Le bien certain qui en résulte ferait plus que balancer les risques, quand même la Banque manquerait à ses payements une fois en deux ou trois ans, pourvu que les sommes prêtées fussent bien assurées : il peut arriver que des négociants qui y ont fait des fonds ne les retrouvent pas au besoin ; mais au moyen de la sûreté du crédit et de l'intérêt qui y est attaché, ils se procureraient des espèces à un léger escompte, et peut-être même au pair. [...]

Quelques-uns se déclarent contre les Banques où les espèces ne sont pas égales au crédit. Ils disent, 1. que les

demandes peuvent excéder le montant des espèces en banque ; 2. que nous ne nous apercevons pas du tout, ou que nous nous apercevons beaucoup moins, si notre commerce ou nos espèces diminuent, et que la Banque venant à manquer, nous sommes dans une position pire que jamais.

On répond à la première objection que quand même il n'y aurait aucun avantage pour la nation dans l'addition que la Banque procure au numéraire, ni pour les individus à qui elle fournit, et à un moindre intérêt, une monnaie qu'ils ne pouvaient pas trouver autrement ; quand même enfin les propriétaires n'y gagneraient rien, les autres commodités, telles que la plus grande promptitude, la plus grande facilité des payements, etc., font plus que compenser ce risque ; sans quoi les billets de banque, ceux des orfèvres et des banquiers, ne seraient jamais préférés aux espèces, tout le monde sachant que la Banque peut discontinuer ses payements, et que les orfèvres et les banquiers peuvent manquer.

Pour la seconde objection, c'est comme si l'on disait : un marchand qui n'avait qu'un fonds modique, et qui était sans moyens pour en employer un plus considérable, devrait refuser l'offre qui lui serait faite sans intérêt d'une somme égale à son fonds, ou plus forte à mesure que le fonds s'accroîtrait, devrait, dis-je, la refuser, parce qu'il pourrait se figurer être plus riche qu'il n'était, et que si son fonds décroissait, on lui retirerait la somme prêtée [1].

1. Le papier de banque est un emprunt sans intérêt : si vous le faites servir à votre prospérité, il vous enrichit, si vous l'employez à votre consommation, vous vous ruinez.

PREMIER MÉMOIRE SUR LES BANQUES, présenté à Son Altesse Royale Monseigneur le duc d'Orléans, régent de France

§ I.

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

Des États dont le terroir est mauvais deviennent riches, pendant que d'autres naturellement riches deviennent pauvres : le bon gouvernement, l'industrie et l'économie y contribuent. Mais on supposera deux États de même grandeur, terroir et climat, bien situés pour le commerce, bien peuplés, également bien gouvernés, et portés à l'industrie et à l'économie, l'un avec 500 millions en espèces, l'autre avec 250 millions. Les peuples du premier seront employés, les terres cultivées, et le produit manufacturé, pendant que le produit de l'autre État sera moins fort, et une partie en sera transportée pour être manufacturée en pays étrangers.

Il est nécessaire qu'un État ait une certaine quantité de monnaie proportionnée au nombre de ses peuples. Où les espèces sont rares, on fait des lois pour les faire circuler mieux, et pour engager les sujets au travail et au commerce, mais c'est avec peu de succès. Un million ne peut employer qu'un nombre de peuple proportionné à cette somme, la même pièce ne peut pas servir en plusieurs endroits en même temps. Les lois peuvent porter les espèces au plus haut de la circulation dont elles sont capables, et les forcer aux emplois les plus profitables, mais ne peuvent pas faire davantage : il faut plus de monnaie pour employer plus de monde. [...]

Supposant que 500 millions en espèces suffiraient pour employer les peuples en France, sur le pied que les

Monnaie
et politique
monétaire
en Europe
Cahiers français
n° 297

Monnaie

8

Monnaie

La monnaie dans les théories économiques

Dans l'histoire de la pensée économique, la monnaie a souvent servi de ligne de partage entre ceux qui considéraient que la sphère réelle et la sphère monétaire étaient dissociées et ceux qui, au contraire, intégraient dès le départ la monnaie dans l'analyse économique. Ces clivages se sont quelque peu estompés mais ils se sont aussi déplacés vers le rôle de la monnaie dans l'économie, l'enjeu portant désormais sur la possibilité d'utiliser l'instrument monétaire pour agir sur l'activité économique. En présentant les analyses économiques de la monnaie, Frédéric Poulon offre ici une mise en perspective des principales théories économiques.

C. F.

Pensée monétaire et pensée économique

Monnaie et économie, des siècles durant, ont été des champs de savoir distincts.

Aristote oppose la pécuniative à l'économique. La pécuniative (dite aussi chrématistique) est l'art d'acquérir la monnaie, l'économique celui d'acquérir les choses nécessaires à la vie humaine. Pour acquérir ces choses, il faut toutefois de la monnaie. C'est pourquoi Aristote distingue finalement entre la pécuniative nécessaire, identifiée à l'économique, et la pécuniative non nécessaire ou l'art d'acquérir l'argent pour lui-même, comme dans le change des monnaies ou le prêt à intérêt. Cet art est immoral : il va contre l'ordre naturel, car il conduit à prendre pour la fin ce que l'on devrait prendre pour moyen. Aristote le condamne. Le **Moyen Âge** reprend en partie ces thèses. Au XIVe siècle, l'évêque Oresme, à la suite d'Aristote, réprouve le prêt à intérêt sous l'argument que seule une chose louée et non une chose prêtée (comme l'argent) peut comporter une rémunération. Il n'a pas pour autant une opinion négative sur l'argent en général. Au contraire, dans son *Traité des monnaies*, il affirme que la monnaie existe pour le bien commun, qu'elle appartient à la communauté et que le prince lui-même n'est pas autorisé à la falsifier en « appelant or ce qui n'est pas de l'or, et livre ce qui n'est pas une livre » (1). Cette audacieuse pensée, qui fixe des limites à l'arbitraire royal, considère la monnaie comme un bien collectif intangible. Pratiquement, elle sous-entend que l'acquisition de monnaie pour elle-même est une bonne chose si le bénéficiaire en est la communauté. Il n'est pas exagéré de dire que la pensée d'Oresme, sur ce point au moins, préfigure, avec deux siècles d'avance, la doctrine mercantiliste.

La Renaissance, au XVIe siècle, marque le début du capitalisme et, par là même, le début du règne de l'argent sur le monde. L'économique se dégage du strict cadre de la famille où l'avait enserrée Aristote et devient **politique** au sens précis du terme, c'est-à-dire qu'elle s'étend au cadre de la Nation tout entière : désormais ce n'est plus dans la famille et pour la famille qu'est conçue la science de l'acquisition des richesses, mais dans la Nation et pour la Nation. Tel est le fondement de la nouvelle doctrine mercantiliste. Parallèlement, la pensée monétaire se développe elle aussi et prend une dimension que l'on qualifierait aujourd'hui de macroéconomique : la théorie quantitative de la monnaie, qui explique les variations du niveau général des prix à partir de celles de la quantité de monnaie en circulation, reçoit de Jean Bodin sa première formulation en 1568 (2). Il eût été alors naturel que la pensée monétaire et la pensée économique, devenues adultes, se fondissent l'une dans l'autre. C'est un fait que cette fusion, disons plutôt l'intégration de la monnaie dans la théorie économique, ne s'est pas opérée, qu'elle est devenue au contraire et jusqu'à ce jour l'une des questions les plus controversées de la science économique.

Comment expliquer ce rendez-vous manqué de la monnaie et de l'économique ? La persistance de l'antique méfiance pour tout ce qui touche à l'argent y est sans doute pour quelque chose. Cette méfiance, en effet, clairement présente chez Aristote puis transmise au Moyen Âge, n'a pas disparu. N'osant plus se montrer à visage découvert, elle s'est réfugiée dans un secteur particulier de la littérature, celui des utopies économiques. A cet égard, l'ouvrage le plus célèbre est celui que le Lord Chancelier de Henri VIII, Thomas More, publie, en latin, en 1516, sous le titre *Utopia :* les Utopiens forment une société idéale d'où la

(1) On consultera l'excellent petit recueil de textes présentés par Claude Dupuy sous le titre *Traité des monnaies (Nicolas Oresme) et autres écrits monétaires du XIVe siècle (Bartole de Sassoferrato, Jean Buridan)*, Lyon, La Manufacture, 1989, pp. 47-74.

(2) Bodin mérite bien d'être appelé le fondateur de la théorie quantitative de la monnaie même s'il eut des précurseurs, parfois lointains. Le plus notable fut l'astronome Nicolas Copernic au début du XVIe siècle. Voir Thomas Guggenheim, *Les théories monétaires préclassiques*, Genève, Librairie Droz, 1978, pp. 19-30.

2

Doc 3. Frédéric Poulon

monnaie est bannie ; ils ne la gardent que pour leurs relations extérieures avec les pays moins avancés qui ne se sont pas encore débarrassés de la monnaie. C'est une observation constante que les utopies économiques excluent d'une manière ou d'une autre la monnaie. L'un des plus grands utopistes de notre siècle, Silvio Gesell, en apporte encore la preuve : dans son ouvrage *L'ordre économique naturel* (1911), il propose, à travers un étrange système de monnaie fondante, un moyen d'avilir la monnaie parce que, dit-il, « plus la monnaie est vile, plus on apprécie la marchandise et plus facile est le commerce » (3). A la fin du livre, il développe une « robinsonade » destinée à démontrer que la monnaie fondante (qu'il appelle monnaie franche) amènerait la disparition de l'intérêt, libérerait ainsi l'investissement et conduirait à l'abondance. Gesell, en ce point, est presque messianique : l'île de Robinson, c'est le paradis perdu où il n'y a ni échange ni monnaie ; dans notre monde marchand, la monnaie est au contraire comme la trace du péché originel ; il faut donc s'en méfier. Les utopies économiques ont ainsi le mérite de faire ressortir le caractère presque religieux de la crainte qu'inspire la monnaie.

Peut-être y a-t-il en effet quelque superstition dans notre attitude face à la monnaie. Dans notre subconscient, nous la croyons porteuse de difficultés, annonciatrice d'infortunes. C'est pourquoi la controverse séculaire sur la place et le rôle de la monnaie a fini par prendre, en se cristallisant, l'aspect d'un débat entre croyants et incroyants. Nous essaierons du moins ici de ne pas nous écarter du strict domaine de la raison.

La place de la monnaie

La place de la monnaie est discutée de diverses manières.

Une première discussion porte sur la place du monétaire par rapport au réel. A cet égard, les théories économiques se séparent en deux familles, l'une regroupant les théories dites dichotomiques (c'est-à-dire celles établissant une coupure entre le monétaire et le réel), l'autre étant constituée par les théories non dichotomiques, que l'on peut qualifier d'intégrationnistes parce qu'elles visent à intégrer la monnaie dans l'analyse économique du monde réel.

Une seconde discussion porte sur le bien-fondé de la distinction entre monnaie et crédit, autrement dit sur la place de la monnaie par rapport au crédit.

La dichotomie réel-monétaire

Pendant longtemps, disons du XVIe jusqu'à la fin du XIXe siècle, les théories ont été presque toutes dichotomiques. L'analyse non dichotomique est donc relativement récente. Un panorama de ces théories, classées en analyses dichotomiques et analyses non dichotomiques, a été présenté dans un livre aujourd'hui classique (4).

L'analyse dichotomique

L'analyse dichotomique recouvre un vaste ensemble d'auteurs puisqu'elle englobe les préclassiques, les classiques et les néoclassiques. Tous partagent l'idée que la monnaie doit être étudiée à part et que l'analyse dont elle relève procède de la théorie quantitative, dans l'une ou l'autre de ses nombreuses formulations.

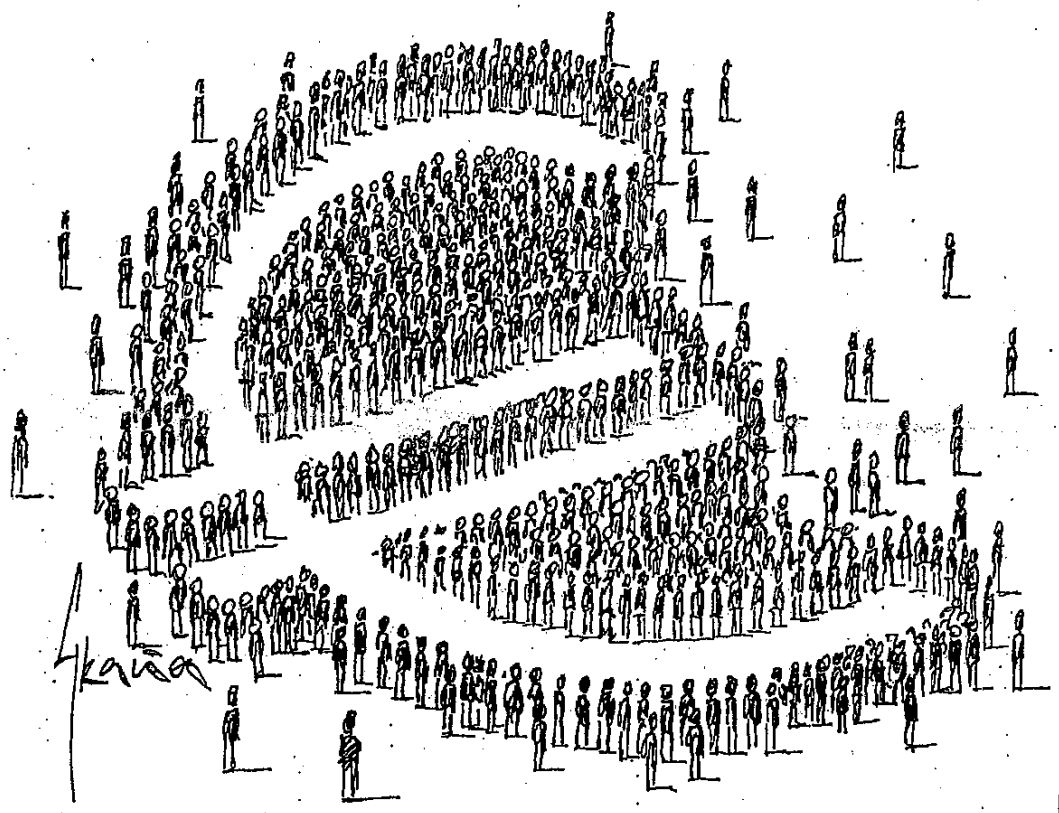
Les **préclassiques** sont des auteurs situés entre la seconde moitié du XVIe siècle et la seconde moitié du XVIIIe. Il n'y a pas de lien très fort entre eux, et l'on ne saurait parler d'école préclassique. Le plus prestigieux et en même temps le plus caractéristique est sans doute Jean Bodin, fondateur de la théorie quantitative.

Les **classiques** forment un groupe plus homogène et d'ailleurs plus resserré dans le temps. L'école classique (on peut dans ce cas parler d'école) s'étend, d'Adam Smith jusqu'à John Stuart Mill, sur près d'un siècle, de 1770 à 1870 environ. Elle est anglaise pour l'essentiel. Elle culmine avec David Ricardo dont les principaux écrits paraissent dans le premier quart du XIXe siècle. L'analyse de Ricardo est un exemple parfait d'analyse dichotomique. Chez lui, l'analyse réelle de la production est régie par la loi des débouchés de Jean-Baptiste Say, et celle des prix relatifs est bâtie sur l'hypothèse de la valeur-travail reprise de Smith ; l'analyse monétaire, elle, rend compte du niveau général des prix à l'aide de la théorie quantitative et de l'hypothèse d'une variation exogène de la quantité de monnaie en circulation, c'est-à-dire une variation indépendante des besoins de la production.

Les **néoclassiques** sont caractérisés par leur adhésion commune au principe d'utilité marginale découvert dès 1854 par Gossen, mais propagé à partir de 1870 par Walras, Jevons et Menger. Chez ces trois fondateurs du marginalisme, l'analyse monétaire est toujours assez pauvre (à l'exception de Jevons) et, en tout cas, toujours nettement séparée de l'analyse réelle. Leurs successeurs, tels Fisher ou Marshall, donneront plus de place à la monnaie, mais resteront dans les strictes limites de l'analyse dichotomique. Il n'en va peut-être pas de même de ces « néoquantitativistes » que sont les monétaristes et leur chef de file Milton Friedman, dans les années 50-70. Des passerelles sont établies par eux entre la sphère réelle et la sphère monétaire. Mais sont conservées les hypothèses d'exogénéité de l'offre de monnaie et d'homogénéité de la demande par rapport aux prix et aux revenus, et cela suffit en fin de compte à maintenir Friedman et ses disciples du côté de l'analyse dichotomique.

(3) Il est à noter que les idées de Gesell ont eu, à échelle très petite il est vrai, quelques applications, notamment en France, en 1956, à Lignières en Berry. Voir Université Bordeaux I, *Les Cahiers de DECTA III*, n° 1, 1987, pp. 71-76.

(4) J. Marchal, J. Lecaillon, *Les flux monétaires*, Paris, Cujas, 1967. On pourra aussi se reporter au petit ouvrage plus récent de M. Bassoni et A. Beitone, *Monnaie : théories et politiques*, Paris, Sirey, 1994, pp. 47-139.



L'analyse non dichotomique

L'analyse non dichotomique est née d'une réaction contre la théorie quantitative et la séparation tranchée qu'elle impose entre la sphère monétaire et la sphère réelle. La réaction de plus grande envergure est assurément celle de Keynes qui, dès 1930, avec *Le Traité de la monnaie*, publie un ouvrage majeur explicitement dirigé contre la théorie quantitative de la monnaie. Pour Keynes, l'inflation ne trouve point sa source dans la quantité de monnaie en circulation mais, plus profondément, dans la formation même du revenu global. C'est ce qu'expriment ses équations fondamentales proposées en remplacement des très quantitativistes équations de Fisher ou de Pigou.
Keynes domine, au XXe siècle, l'analyse non dichotomique comme Ricardo, au siècle précédent, avait dominé l'analyse dichotomique. Il est juste de noter qu'il eut en ce domaine des précurseurs assez nombreux. Le plus illustre est Marx qui, dans son circuit du capital, réalisait déjà une intégration complète de la sphère de la production et de la sphère de la circulation (c'est-à-dire la sphère monétaire). Parmi les auteurs non marxistes, les principaux tenants, jusqu'à Keynes, de l'analyse non dichotomique sont Wicksell et Hayek. Le premier, rejetant la loi de Say, formule une condition nouvelle d'équilibre global fondée sur la comparaison de deux taux (l'un réel, l'autre monétaire) et l'intervention active du système bancaire dans la sphère productive. Le second étudie l'impact de la création monétaire des banques sur l'équilibre de la structure productive capitaliste.
Depuis Keynes, l'analyse non dichotomique est foisonnante : elle rallie non seulement tous les économistes post-keynésiens ou marxistes, mais aussi de plus en plus d'économistes néoclassiques habitués à prendre en compte, dans les modèles macroéconomiques auxquels ils se réfèrent, les interactions des sphères réelle et financière.

La distinction monnaie-crédit

On doit à Charles Rist d'avoir attiré l'attention sur l'importance de cette distinction dans un remarquable ouvrage paru en 1938 (5). Cette importance a certainement été grande dans le passé, à l'époque notamment du débat entre l'école de circulation *(Currency School)* et l'école de banque *(Banking School)*. Aujourd'hui, la distinction est peut-être de moindre importance, mais non pour autant dénuée de portée.

(5) Ch. Rist, *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie depuis John Law jusqu'à nos jours*, Paris, Librairie du Recueil Sirey, 1938.

4

L'importance de la distinction dans le passé

Dès le début de son ouvrage, Ch. Rist note que, chez tous les auteurs du XVIIIe siècle, à l'exception de Cantillon, il y a une confusion entre monnaie et crédit. Cela ne va pas sans préjudice. La faillite de Law s'expliquerait précisément par cette confusion : le banquier écossais aurait échoué dans son entreprise pour avoir prétendu faire jouer au billet convertible, qui est par nature un instrument de crédit, le rôle d'un billet inconvertible, qui est quant à lui un simple instrument monétaire.
La confusion se retrouve encore chez nombre d'auteurs du XIXe siècle. Chez Ricardo, nous dit Rist, elle est systématique. Ricardo considère comme monnaie non seulement la monnaie métallique et le papier-monnaie inconvertible, ce qui est incontesté, mais aussi les billets convertibles, ce qui est contestable. Il faudra cependant attendre Tooke pour voir naître cette contestation. Entre-temps Ricardo est mort, et le débat s'engage entre l'école de banque (Tooke et ses partisans) et l'école de circulation (les héritiers de la pensée de Ricardo).
Tooke est avant tout un homme d'affaires doublé d'un historien, et non un logicien comme Ricardo. Il proteste contre la confusion de son illustre prédécesseur. Il estime que le papier inconvertible est certes une **monnaie**, mais que le billet de banque convertible est un **instrument de crédit**. Il accepte que l'émission des instruments monétaires soit soumise à des règles strictes, pour éviter l'inflation, mais il juge absurde que l'on prétende soumettre aux mêmes contraintes les instruments de crédit, dont l'émission devrait correspondre seulement aux besoins de financement de l'économie. A court terme, Tooke et ses amis sont vaincus. L'Act de Peel, en 1844, consacre le triomphe des idées de l'école de circulation : toute émission, y compris celle de billets convertibles, est soumise au principe d'une couverture-or très rigoureuse.
Cependant, la loi sera peu à peu tournée et les idées de Tooke, qui bénéficiaient déjà d'une grande popularité, seront à la longue gagnantes.

La portée de la distinction aujourd'hui

Le cours forcé a fait disparaître le billet convertible. Le débat entre Tooke et l'école de circulation n'en est pas pour autant dénué de signification pour notre temps.
Il existe, dans la masse des actifs financiers aujourd'hui en circulation, un certain nombre de ces actifs qui ont davantage la nature d'instruments de crédit (ou de financement) que d'instruments de paiement. Et pourtant ils sont comptés dans les agrégats monétaires. En France, la réforme de 1985-1986 de désintermédiation du marché monétaire a multiplié ce type d'actifs. On peut citer, par exemple, le billet de trésorerie, qui est bien plus un instrument de financement qu'un instrument de paiement. Appliquer les principes de l'école de circulation à ce type d'actifs reviendrait à en restreindre l'émission et donc à entraver le financement de l'économie sans bénéfice pour la politique de lutte contre l'inflation, car il est clair, même pour le quantitaviste le plus inconditionnel, que l'émission de billets de trésorerie ne comporte aucun risque inflationniste.
La nécessité de ne pas confondre monnaie et crédit est d'ailleurs aujourd'hui toujours affirmée par certains théoriciens. Celui qui, à cet égard, est le plus ferme est sans doute Bernard Schmitt (6). « L'origine de la confusion, écrit-il, est dans une mauvaise conception de la création monétaire opérée par les banques (...) La monnaie n'est jamais émise dans une opération de crédit ; elle résulte toujours de l'activité productive de l'économie et, plus précisément, du travail humain dépensé (p. 572) ».
L'auteur, on le voit, s'affranchit de la traditionnelle identité entre monnaie et crédit au moyen d'une nouvelle définition de la monnaie. Pour lui, la monnaie ne se forme pas entre la banque et l'entreprise, mais entre celle-ci et son salarié. Elle n'est pas un moyen de financement, qui serait créé par les banques pour les entreprises, mais un moyen de paiement servant en premier à payer les salaires.

Le rôle de la monnaie

Quelque place qu'on lui reconnaisse, la monnaie joue un rôle, en particulier dans la détermination de l'équilibre économique. L'importance de ce rôle dépend, bien sûr, du degré d'intégration de la monnaie. Dans l'analyse dichotomique, la monnaie ne saurait affecter réellement l'équilibre ; tout au plus, elle lui confère la qualité **d'équilibre monétaire**. Dans l'analyse non dichotomique, en revanche, la monnaie, qui est alors au cœur du système, peut y jouer un rôle déséquilibrant ; elle peut être **facteur de déséquilibre**.

L'équilibre monétaire

La monnaie, lorsqu'elle est simplement ajoutée au reste de l'économie, ne peut affecter en profondeur l'équilibre préétabli. Les classiques ont une image : ils parlent du **voile** monétaire pour signifier que la monnaie recouvre les phénomènes économiques réels mais ne les modifie pas. On dit aussi qu'elle est neutre. Elle est dès lors traitée comme un bien parmi d'autres et soumise à des conditions d'équilibre analogues. Deux méthodes sont toutefois employées. Dans un premier groupe de théories, on exprime l'équilibre monétaire par l'égalité entre l'offre et la demande de monnaie, c'est-à-dire une égalité de stocks. Dans un deuxième groupe, on se sert plutôt de l'égalité entre épargne et investissement, c'est-à-dire une égalité de

(6) B. Schmitt, *Inflation, chômage et malformations du capital*, Albeuve - Paris, Castella - Economica, 1984.

flux : le flux d'offre de capitaux, représenté par l'épargne, et le flux de demande de capitaux, correspondant au financement de l'investissement.

L'équilibre entre offre et demande de monnaie

Les modèles où l'équilibre monétaire s'exprime par l'égalité de l'offre et de la demande de monnaie sont en principe des modèles d'équilibre général. Le modèle walrasien en est l'archétype.
Dans sa théorie, Walras estime que la monnaie doit jouer le triple rôle de « numéraire » (unité de compte), de « monnaie de circulation » (instrument de paiement) et de « monnaie d'épargne » (réserve de valeur). En fait, elle y joue seulement celui de numéraire. L'offre de monnaie est donnée (exogène). La demande de monnaie est égale à la valeur de la demande de tous les autres biens. L'équilibre entre l'offre et la demande de monnaie n'est alors que le reflet de l'équilibre économique réel, ce qui rend l'économie walrasienne très proche, en fin de compte, d'une économie sans monnaie (économie de troc).
Dans le prolongement de l'équilibre général walrasien, ont été développés, à partir de 1970, des modèles dits d'équilibre général avec rationnement sur la base d'idées avancées quelques années auparavant par Clower ou Leijonhufvud et mises en forme, en France notamment, par Malinvaud et Bénassy. Une caractéristique de ces modèles est leur volonté de réhabiliter la monnaie, au moins dans sa fonction d'instrument de paiement. Ils aboutissent en effet à des équations monétaires enrichies par rapport au modèle walrasien. Ils n'en restent pas moins des modèles d'économie pure, sans monnaie véritable.
Il faut également évoquer ici un célèbre modèle, prétendu keynésien mais empruntant sa méthode à Walras : le modèle IS-LM, présent dans tous les manuels de macroéconomie. La courbe LM de ce modèle figure l'ensemble des points d'équilibre, sur le marché de la monnaie, entre l'offre (exogène) et la demande de monnaie.
A la même famille se rattache le modèle monétariste. Sans doute Friedman s'en tient-il à une stricte analyse de la demande et de l'offre de monnaie. Mais l'équilibre partiel ainsi obtenu s'insère aisément dans un modèle d'équilibre général, comme Friedman et ses disciples le reconnaissent eux-mêmes.

L'équilibre entre l'épargne et l'investissement

Dans un autre groupe de modèles, l'équilibre monétaire s'exprime plutôt par l'égalité de l'épargne et de l'investissement. Il s'agit en principe de modèles macroéconomiques, complètement agrégés, où les grandeurs en cause sont les flux globaux écoulés au cours d'une période de temps donnée. L'égalité de l'épargne et de l'investissement traduit l'équilibre entre le flux de capitaux offerts par la voie de l'épargne et le flux de capitaux demandés pour le financement de l'investissement. Elle est en fait équivalente à l'égalité de l'offre et de la demande de monnaie.
Cela est manifeste avec le modèle IS-LM. L'équilibre IS-LM relie deux grands marchés : le marché de la monnaie et celui des biens et services (le marché du travail étant à part, déconnecté des deux autres). Sur le marché des biens et services, l'équilibre s'exprime par l'égalité de l'investissement (I) et de l'épargne (S), ce qui donne la courbe IS. Il est clair que, à l'équilibre global (à la croisée des courbes IS et LM), l'égalité entre l'épargne et l'investissement et l'égalité entre l'offre et la demande de monnaie sont dans une rigoureuse équivalence.
Les modèles strictement de flux, en revanche, ne sortent pas de l'égalité entre l'épargne et l'investissement. Le modèle de Robertson (tel qu'il figure, par exemple, dans un petit livre de cet auteur, paru en 1926 sous le titre *Banking Policy and the Price Level*) est l'un des plus connus, peut-être parce qu'il est à mi-chemin des classiques et de Keynes, de l'équilibre et du déséquilibre. Pour Robertson, en effet, l'équilibre global est caractérisé par l'égalité de l'épargne et de l'investissement, mais cet équilibre peut être remis en cause si une partie de l'épargne (parce qu'elle est thésaurisée) néglige de se convertir en investissement ou si, à l'inverse, le système bancaire finance une demande d'investissement des entreprises supérieure à la capacité d'épargne des ménages. Dans ce cas, la monnaie apparaît déjà comme un facteur de déséquilibre. En réalité, Robertson a ouvert une brèche dans l'analyse dichotomique.

La monnaie, facteur de déséquilibre

Hors de l'analyse dichotomique, la monnaie n'a plus, vis-à-vis de l'équilibre, le rôle neutre que nous lui avons vu. Au contraire, elle a un rôle déséquilibrant, comme l'analyse de Robertson le laissait pressentir et comme les deux analyses suivantes, appartenant, l'une au paradigme du marché, l'autre au paradigme du circuit, vont nous le confirmer.

Le déséquilibre monétaire et le marché

Le paradigme du marché est aussi celui de l'équilibre. Il est donc paradoxal qu'un modèle relevant de ce paradigme puisse admettre le déséquilibre. C'est pourtant ce qui se produit chaque fois que s'introduit, dans un modèle d'équilibre, la monnaie de crédit.
Il est aisé de comprendre l'origine de ce pouvoir déséquilibrant de la monnaie de crédit : créée *ex nihilo* par les banques, elle permet aux entreprises d'investir sans tenir compte de la volonté d'épargne des ménages et, par suite, elle favorise un désajustement entre l'épargne et l'investissement.
L'analyse de Hayek, présentée en 1931 dans *Prix et production*, est la parfaite illustration d'un tel désajustement. L'excès d'investissement sur l'épargne volontaire des ménages est possible grâce à la création

monétaire, et il se traduit dans un premier temps par un « boom », figuré par un allongement de la structure productive. Mais, dans un second temps, la contrainte d'épargne préalable, transgressée un moment, retrouve sa force : l'investissement excédentaire, non légitimé par l'épargne volontaire, est abandonné ; il se crée des capacités oisives de production et du chômage, c'est la crise.
Par mesure préventive, Hayek préconise, à l'égard des ménages, une politique d'encouragement à l'épargne et, à l'égard des entreprises, une politique d'austérité monétaire.

Le déséquilibre monétaire et le circuit

L'histoire du circuit est jalonnée de noms illustres : Petty, Boisguilbert (XVIIe siècle), Cantillon, Quesnay (XVIIIe), Marx (XIXe), Keynes (XXe). Le circuit keynésien est le plus achevé et constitue donc, aujourd'hui, la référence en la matière.
Dans le circuit keynésien, la monnaie de crédit n'a pas à être introduite ; elle y est d'entrée. Construit sur les trois catégories fondamentales d'agents que sont les banques (B), les entreprises (E), les ménages (M), le circuit keynésien n'est autre que l'illustration d'un principe, qu'on peut appeler **principe fondamental des économies monétaires** et qu'on énonce dans les termes suivants : **une première catégorie d'agents (B) prête à une deuxième catégorie (E) qui achète pour vendre à une troisième (M) qui vend pour acheter.** Ainsi la monnaie, dont la contrepartie est le prêt initial de B à E, figure-t-elle dès le départ dans le circuit.
Le fait que la monnaie soit adossée à une créance (de B sur E) a une importance cruciale. Cette créance fait peser sur la monnaie une contrainte d'annulation (ou contrainte monétaire) qui signifie l'obligation pour le débiteur (E) de rembourser son créancier (B) au bout d'un temps déterminé.
On montre que, pour l'économie dans son ensemble, cette obligation est satisfaite si et seulement si le revenu global non distribué (qui est aussi le profit net non distribué des entreprises) est positif ou nul. Dans le cas contraire (profit négatif), l'économie est en crise.
L'analyse des causes de la crise conduit à incriminer une concurrence trop forte. Le circuit aboutit donc à une politique de régulation de la concurrence interne et, le cas échéant, de protection contre les excès de la concurrence externe. On est loin de la politique d'austérité à laquelle menait l'analyse hayékienne.
Avec le circuit keynésien, la monnaie atteint sans doute le degré d'intégration le plus élevé jamais atteint. Elle est totalement endogène. La discussion sur la question de l'intégration de la monnaie pourrait donc être close si tous les économistes se ralliaient au circuit... ce qui n'est pas encore le cas. ■

Frédéric Poulon,
Professeur de Sciences économiques
à l'Université de Bordeaux I

7

Quelques controverses théoriques
La monnaie, neutre ou active ?

Du mercantilisme aux nouveaux classiques en passant par Keynes, la question de l'impact de la monnaie sur les variables réelles de l'économie a fait couler beaucoup d'encre. Traditionnellement, deux postures s'opposent : celle qui analyse la monnaie comme un « voile » parfaitement neutre sur l'activité économique, et celle qui considère au contraire qu'elle est active. Alain Beitone rappelle les principaux éléments de ce débat et montre qu'il a débouché sur un consensus assez large d'une monnaie active à court terme mais neutre à moyen et long terme. La controverse se prolonge toutefois aujourd'hui à travers les débats concernant la nature de la monnaie et la conduite de la politique monétaire

C. F.

Il apparaît aujourd'hui comme une évidence que la monnaie joue un rôle décisif dans le fonctionnement de l'économie. La crise des « subprimes » et ses conséquences (faillites bancaires, chutes des cours de bourse, suppressions d'emplois, ralentissement de la croissance, etc.) l'a rappelé récemment. Plus généralement, les cours du change ou la politique du taux d'intérêt des banques centrales, font souvent la une des journaux et l'on s'interroge sur les conséquences en matière d'emploi, de commerce extérieur ou de croissance des évolutions de ces variables monétaires. Pourtant, dans l'histoire de la pensée économique, la question de la neutralité de la monnaie occupe une place centrale. Il existe une opposition forte entre les auteurs qui défendent l'idée d'une monnaie neutre et ceux qui considèrent que la monnaie est active. Ce débat théorique a des enjeux importants pour la politique monétaire. Cependant, à y regarder de plus près, le débat est plus complexe qu'il n'y paraît. Depuis fort longtemps, des économistes ont adopté une position nuancée et les clivages ne sont pas aussi simples qu'on le croit souvent en opposant des libéraux adeptes de la neutralité et des keynésiens (ou hétérodoxes) défenseurs d'une conception active de la monnaie. Aujourd'hui, aux yeux de certains, le débat serait dépassé : la monnaie serait active à court terme et neutre à moyen et long terme. On retrouve pourtant la controverse, sous une autre forme, à propos de la nature de la monnaie et de la conduite de la politique monétaire.

Neutralité de la monnaie et tradition quantitativiste

On connaît la formule de John Stuart Mill (1806-1873) selon laquelle la monnaie est « *insignifiante* » ou celle de Jean-Baptiste Say (1767-1832) pour qui « *la monnaie n'est que la voiture de la valeur des produits* ». C'est ce dernier qui utilise la métaphore du « *voile monétaire* », donnant ainsi une image éloquente de la conception dichotomiste : la monnaie n'a qu'un rôle superficiel. Dans cette approche dichotomiste, que l'on peut faire remonter à Jean Bodin (1530-1596), l'économie est séparée en deux sphères : la sphère réelle et la sphère monétaire. Dans la sphère réelle, les grandeurs se déterminent entre elles et ne sont donc pas influencées par les grandeurs monétaires : le stock de capital, le niveau de l'emploi, le volume de la production, le salaire réel, etc., appartiennent à la sphère réelle. Au sein de cette dernière, les prix relatifs jouent un rôle décisif : ils servent de fondements aux choix des individus. Par exemple, une baisse du taux de salaire réel incite les producteurs à substituer du travail au capital, ce qui élève le niveau de l'emploi.

Les prix absolus (ou prix nominaux) se déterminent quant à eux au sein de la sphère monétaire et dépendent de la quantité de monnaie en circulation. Dans la conception dichotomiste, les variations de la quantité de monnaie n'ont d'effet que sur le niveau général des prix (les prix nominaux) mais laissent inchangés les prix relatifs (donc les comportements des agents et les grandeurs réelles). On retrouve ici la tradition quantitativiste, illustrée notamment par David Hume (1711-1776) et son célèbre apologue selon lequel, si les Anglais se réveillaient un matin avec plus de monnaie dans leurs poches que la veille, les prix de toutes les marchandises augmenteraient en proportion, mais rien d'autre ne serait changé. Au XIXe siècle se déclenche en Angleterre la « controverse bullioniste ». Il s'agit d'expliquer pourquoi le prix de l'or augmente (c'est-à-dire pourquoi il y a inflation). David Ricardo (1772-1823) et les membres de la *Currency School* vont défendre avec succès la thèse selon laquelle l'origine des problèmes réside dans la décision prise en 1797 de rendre les billets de la Banque d'Angleterre inconvertibles. Dès lors, l'émission des billets a

Doc 4. Alain Beitone

été excessive, ce qui explique la hausse des prix (1). Ricardo plaide pour un retour à la convertibilité et les membres de la *Currency School* obtiendront en 1844 une réforme de la Banque d'Angleterre destinée à subordonner toute émission nouvelle de billet à une couverture en or égale à 100 % de la valeur des billets émis.

C'est cette même conception dichotomiste qui fonde la loi des débouchés de J.-B. Say : si les produits s'échangent contre les produits, c'est parce que la monnaie est neutre et qu'elle n'est qu'un moyen de rendre les échanges plus faciles. Say utilise une autre métaphore : la monnaie est comme l'huile dans les rouages d'une machine compliquée : elle facilite les mouvements, mais elle est distincte de la machine elle-même. L'approche de Say confirme que, dans la perspective dichotomiste, il n'y a pas de différence de nature entre une économie de troc et une économie monétaire : puisque les produits s'échangent contre des produits, la présence ou l'absence de la monnaie ne modifie rien d'essentiel ; les échanges sont simplement plus commodes avec de la monnaie.

La dichotomie se retrouve dans l'approche développée par Léon Walras (1834-1910). Il démontre de façon rigoureuse l'importance des prix relatifs dans les choix des consommateurs et des producteurs. La monnaie n'a qu'une fonction d'unité de compte qui peut être assurée par n'importe quel bien. Le rôle du commissaire-priseur sur chaque marché et l'interdépendance générale des marchés font émerger une structure des prix relatifs qui permet d'équilibrer simultanément tous les marchés. La loi de Walras est logiquement équivalente à la loi de Say ; elle signifie que, dans des conditions de concurrence parfaite, l'économie est en situation d'équilibre général et que l'apparition d'un éventuel déséquilibre est immédiatement corrigée par une modification de la structure des prix relatifs (2).

La tradition quantitativiste et dichotomiste a sans doute trouvé sa formulation la plus achevée avec Irving Fisher (1867-1947) et sa célèbre équation quantitative :

$$M.V = P.T$$

où M est la quantité de monnaie, V la vitesse de circulation de cette monnaie, P le niveau général des prix et T le volume des transactions. Par conséquent, $M.V$ représente le montant total des règlements monétaires au cours d'une période de temps et $P.T$ mesure la valeur des transactions.

Cette équation est toujours nécessairement vraie. Il s'agit donc d'une identité ou d'une formulation tautologique (le total des règlements monétaires est toujours nécessairement égal à la valeur totale des transactions). Fisher et les quantitativistes donnent à cette relation une portée explicative en introduisant deux hypothèses :

- la vitesse de circulation est stable ;
- la quantité de monnaie n'a pas d'effet sur le volume des transactions (dichotomie).

Dès lors, il n'existe plus qu'une relation entre M et P et les quantitativistes considèrent que c'est la quantité de monnaie qui détermine le niveau général des prix (la relation causale est donc $M \rightarrow P$ et non $P \rightarrow M$).

Les variables monétaires n'influencent donc pas le volume des transactions et les variations de la quantité de monnaie n'ont d'effet que sur le niveau général des prix.

Toutes les approches qui précèdent ont en commun de considérer que la monnaie est neutre et qu'elle est exogène (c'est-à-dire que son origine est extérieure à l'économie et résulte soit des découvertes d'or soit des décisions des banques centrales ou des États). Elles ont des prolongements contemporains notamment dans le modèle Arrow-Debreu (3), qui ne fait aucune place à la monnaie dans la théorie de l'équilibre général, et surtout dans les analyses de la Nouvelle macroéconomie classique, qui développe une approche de la monnaie « super neutre ». Pour ces auteurs (4) en effet, dans la mesure où les agents ont des anticipations rationnelles, il est impossible de modifier les variables réelles en agissant sur la quantité de monnaie. L'hypothèse d'anticipation rationnelle signifie que les agents ne sont pas victimes d'illusion monétaire ni à court terme, ni à long terme (5). Il en découle que la politique monétaire est totalement inefficace, sauf dans le cas d'un choc monétaire que les agents ne pourraient pas anticiper. Les auteurs qui se rattachent à ce courant d'analyse préconisent la mise en place de banques centrales indépendantes, capables d'assurer une cohérence intertemporelle de la politique monétaire, par la mise en place d'une règle de politique monétaire orientée vers la maîtrise de l'inflation (6).

La tradition intégrationniste

À l'inverse, une autre tradition, souvent qualifiée d'intégrationniste, s'oppose sous des formes diverses à la neutralité de la monnaie. L'une des origines de cette conception se trouve chez Richard Cantillon (1697-1734). Pour lui, l'augmentation de la quantité de monnaie se traduit sans doute à terme par une augmentation générale et proportionnelle des prix mais, dans un premier temps, comme l'accroissement de la circulation bénéficie à certains agents et affecte certaines activités économiques plutôt que d'autres, il va y avoir déformation de la structure des prix relatifs : la monnaie n'est donc pas neutre puisqu'une variation de la quantité de monnaie va modifier les choix des agents et pas seulement le niveau général des prix.

(1) « *L'expérience montre cependant que jamais un État ou une banque n'a disposé d'un pouvoir illimité d'émission de papier monnaie sans en abuser. Dans toutes les nations, l'émission de papier-monnaie devrait être soumise à quelques restrictions et contrôles ; et rien ne semble plus approprié à cet effet qu'assujettir les émetteurs de papier-monnaie à l'obligation de payer leurs billets en pièce d'or ou en lingots* ». Ricardo D. (1817/1821), *Des principes de l'économie politique et de l'impôt*, Paris, Flammarion, coll. « GF », 1992, p. 368.

(2) C'est pourquoi, comme l'a souligné D. Patinkin, il n'y a pas de différence, dans cette perspective, entre économie monétaire et économie de troc : la monnaie est donc neutre.

(3) « *Aucune théorie de la monnaie n'est offerte ici et l'on suppose que l'économie fonctionne sans l'aide d'un bien servant de moyen d'échange* », Debreu G. (1956/2001), *Théorie de la valeur*, Paris, Dunod, p. 32.

(4) Le texte essentiel est l'article de Lucas R. (1972), « Expectations and the Neutrality of Money », *Journal of Economic Theory*, vol. 4, pp. 103-124.

(5) Cela signifie que les agents anticipent correctement les évolutions du niveau général des prix.

(6) Kydland F. et Prescott E. (1977), « Rules rather than Discretion : the Inconsistency of Optimal Planes », *Journal of Political Economy*, vol. 85, pp. 473-491.

Pendant la controverse bullioniste, les représentants de la *Banking School*, et en particulier Thomas Tooke (1774-1858), défendent une conception endogène de la monnaie. Pour eux, la monnaie trouve sa source au cœur même du processus économique et notamment à l'occasion des crédits que les banques accordent à leurs clients. Si les banques sélectionnent des clients solvables, ceux-ci remboursent les crédits et la monnaie revient vers la banque (loi du reflux). Il ne peut donc pas y avoir trop de monnaie, puisque la monnaie créée répond aux besoins de l'économie et la question centrale n'est pas celle de la quantité de monnaie mais celle de la qualité de la monnaie émise. Dans une approche endogène, la monnaie ne peut pas être neutre, puisqu'il est impossible de séparer une sphère réelle d'une sphère monétaire. Karl Marx (1818-1883), pour qui la monnaie est un rapport social, critique aussi l'idée de neutralité de la monnaie, notamment à travers la contestation de la loi des débouchés.

Mais c'est l'œuvre de John Maynard Keynes (1883-1946), et son interprétation par le courant de la synthèse, qui va apparaître, à partir des années 1930, comme la réponse principale au quantitativisme et à la neutralité de la monnaie. En introduisant dans son analyse la préférence pour la liquidité et donc la thésaurisation, Keynes rejette la loi de Say et montre l'existence possible d'un équilibre de sous-emploi. Pour lui, le taux d'intérêt se détermine sur le marché de la monnaie et influence le comportement d'investissement des entrepreneurs. D'autre part, les agents sont victimes d'illusion monétaire et les variations des grandeurs nominales influencent donc les variables réelles (par exemple une hausse du revenu nominal conduit à une hausse de la consommation). Il n'y a donc pas dichotomie. Dans la présentation de John R. Hicks (1904-1989) et Alvin H. Hansen (1887-1975) (schéma IS/LM (7)), les pouvoirs publics peuvent mener une politique monétaire discrétionnaire et influencer (*via* le taux d'intérêt) le niveau de production d'équilibre de l'économie.

La lecture « circuitiste » de l'œuvre de Keynes conteste encore plus radicalement l'idée de la neutralité de la monnaie. Pour les circuitistes, l'économie est un ensemble de flux interdépendants et la régulation s'opère par les quantités et non par les prix. Dans la dynamique du circuit, ce sont les banques et la création de monnaie qui jouent un rôle décisif et donnent l'impulsion à l'activité économique (8). On retrouve ici l'inspiration de la *Banking School* : l'endettement et la création de monnaie sont à l'origine de la création de richesses nouvelles qui, *ex post*, permettent de rembourser la dette initiale (bouclage du circuit). Dans une telle approche, la monnaie est endogène et on ne peut séparer sphère monétaire et sphère réelle.

Un débat revisité

Cette opposition frontale entre les théories de la monnaie neutre et celles de la monnaie active, malgré ses vertus pédagogiques, ne permet cependant pas de rendre compte de toute la richesse de la réflexion économique.

Depuis fort longtemps en effet, des économistes soulignent les insuffisances de la dichotomie et cherchent à construire une approche intégrée des phénomènes réels et des phénomènes monétaires. L'École suédoise, et notamment Knut Wicksell (1851-1926), propose le concept d'équilibre monétaire caractérisé par l'égalité entre le taux d'intérêt naturel (qui correspond à la rentabilité du capital) et le taux d'intérêt monétaire (qui se forme sur le marché de la monnaie). Si un déséquilibre survient, il déclenche des effets cumulatifs qui affectent les grandeurs réelles de l'économie (surchauffe et inflation lorsque le taux d'intérêt monétaire est inférieur au taux d'intérêt naturel, récession et chômage dans le cas contraire). Cette analyse, prolongée par Gunnar Myrdal (1898-1987) conteste donc la neutralité de la monnaie et l'idée d'un rétablissement automatique de l'équilibre grâce aux mécanismes de marché.

Des économistes très favorables au libre jeu des ajustements par le marché contestent eux aussi la neutralité de la monnaie. C'est le cas notamment de l'École autrichienne. Ludwig von Mises (1881-1973) qualifie d'hérésie la théorie quantitative de la monnaie car, pour lui, il n'existe pas de niveau général des prix ; seuls importent les prix relatifs. Friedrich von Hayek développe cette approche en s'inspirant à la fois de Mises, de Wicksell et de la théorie autrichienne du capital comme détour de production. Il montre que toute variation de la quantité de monnaie a des effets réels car elle ne conduit pas à une variation proportionnelle de l'ensemble des prix mais à une modification (transitoire ou durable) de la structure des prix relatifs. Il parle à ce propos d'un « effet Cantillon ». Il souligne de plus qu'une augmentation de la quantité de monnaie conduit à une baisse du taux d'intérêt monétaire et donc à un allongement du détour de production qui n'est pas justifié par l'arbitrage des agents entre consommation et épargne. On assiste donc à un phénomène de surcapitalisation qui dure tant que l'augmentation de la quantité de monnaie se prolonge et que le niveau des prix continue à augmenter. À terme cependant, il faudra qu'une crise conduise à la destruction du capital excédentaire. Pour Hayek, la monnaie n'est donc pas neutre, elle a des effets réels durables et nocifs.

Don Patinkin (1922-1995) s'est efforcé, lui aussi, de dépasser la dichotomie en proposant une intégration de la sphère monétaire et de la sphère réelle à travers le concept d'effet d'encaisse réelle. Prolongeant certaines analyses d'Arthur C. Pigou (1877-1959), Patinkin considère en effet que les agents désirent détenir un certain montant d'encaisses monétaires exprimé en termes réels. Lorsque, par exemple, le niveau général des prix augmente, les agents voient la valeur réelle de leurs encaisses diminuer ; ils vont donc augmenter le niveau de leur encaisse nominale pour retrouver la valeur réelle qu'ils souhaitent détenir. De ce fait, ils vont réduire leur consommation afin de consacrer une part plus grande de leur revenu à l'épargne thésaurisée. L'effet

(7) Sur le schéma IS/LM, voir l'encadré de Pascal Le Merrer dans ce même numéro, p. 20 ainsi que celui d'Alain Beitone (2006) dans le n° 335 des *C. F.*, p. 13.

(8) Sur le circuit économique, voir dans ce même numéro l'article de Stéphane Tulet, p. 25.

d'encaisse réelle constitue donc une articulation entre les deux sphères et il n'y a plus vraiment de dichotomie.

Milton Friedman (1912-2006) adopte lui aussi une position qui tente d'articuler le réel et le monétaire en introduisant l'hypothèse des anticipations adaptatives. Pour lui, les agents sont victimes d'illusion monétaire à court terme mais pas à long terme. S'appuyant à la fois sur cette hypothèse théorique et sur l'étude de l'histoire monétaire des États-Unis, il soutient que les variations de la quantité de monnaie sont la cause principale des fluctuations à court terme du niveau de l'activité économique car dans un premier temps, les agents réagissent aux variations des grandeurs nominales. Mais, dans un second temps, ils adaptent leurs anticipations et déterminent à nouveau leur comportement à partir des grandeurs réelles ; de ce fait, selon la formule célèbre, « *l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire* ». Par exemple, un gouvernement peut faire baisser transitoirement le taux de chômage au-dessous du taux de chômage naturel grâce à une augmentation de la quantité de monnaie (la monnaie est donc active à court terme), mais au bout d'un certain temps, le taux de chômage va revenir à son niveau naturel, de sorte que la courbe de Phillips est verticale à long terme (la monnaie est donc neutre puisqu'elle ne peut modifier durablement la variable réelle qu'est le taux de chômage). Par contre, l'économie considérée connaîtra un taux d'inflation plus élevé.

On constate donc que des auteurs très divers éprouvent une insatisfaction à l'égard de la position dichotomiste ; pour autant, les jugements portés sur les tentatives d'intégration de la monnaie dans les analyses qui s'inspirent du modèle d'équilibre général sont très contrastés.

Consensus ou résurgence du débat ?

Sous certains aspects, on peut penser que cette longue querelle est aujourd'hui terminée. Certains économistes mettent l'accent sur un consensus assez largement partagé : la monnaie est active à court terme et neutre à moyen ou long terme. C'est ainsi que, dans un manuel célèbre, Olivier Blanchard et Daniel Cohen (2007) écrivent : « *À court terme, une politique monétaire expansionniste entraîne une hausse de la production, ainsi qu'une hausse du niveau des prix (...) À moyen terme, la hausse de la masse monétaire se répercute totalement dans une hausse proportionnelle du niveau des prix. Elle n'a aucun effet sur la production ni sur le taux d'intérêt* ». Ils précisent : « *La neutralité de la monnaie ne signifie pas que la politique monétaire ne peut pas ou ne doit pas être utilisée : une politique monétaire expansionniste peut, par exemple, aider l'économie à sortir de la récession et à rejoindre son niveau d'équilibre. Mais la neutralité de la monnaie est un avertissement qui signale que la politique monétaire ne peut pas soutenir en permanence une production supérieure au niveau naturel* ». Cette distinction entre court terme et long terme s'explique si on prend en compte l'existence à court terme de rigidités nominales. Ce sont elles qui expliquent l'efficacité de la politique monétaire. Or, les travaux des nouveaux classiques comme ceux des nouveaux keynésiens ont montré que ces rigidités nominales résultaient de comportements rationnels des agents (9). Une analyse reposant sur des agents rationnels et des mécanismes de marché est donc compatible avec la prise en compte d'une non-neutralité de la monnaie à court terme : « *L'existence de rigidités nominales à court terme n'est pas incompatible avec un fonctionnement classique à long terme : ainsi, une relance monétaire aura initialement un impact sur l'activité, mais cet effet sera progressivement annulé par l'ajustement des prix. À la limite, dans une situation d'hyperinflation, l'ajustement des prix est quasiment instantané* » (10).

Cette position, pour autant, n'a pas fait disparaître tout débat. D'une part, une discussion subsiste à propos de la nature de la monnaie : est-elle un simple instrument technique permettant de résoudre les difficultés du troc ou bien est-elle une institution reposant à la fois sur la contrainte et sur la confiance ? Dès lors que l'on admet que, dans une économie marchande, les décisions des agents ne sont pas spontanément compatibles entre elles, on peut soit considérer que ces décisions sont rendues compatibles par des mécanismes de marché et une monnaie neutre, soit considérer que la gestion de ces relations conflictuelles suppose une institution (la monnaie) qui ne peut pas être neutre (11). Cette non-neutralité se manifeste notamment lors des crises monétaires et financières, à l'occasion desquelles on constate sans peine que les dynamiques monétaires ont des effets réels incontestables sur la production, l'emploi, la répartition des revenus.

D'autre part, la controverse théorique est réapparue à la fin des années 1990 avec l'émergence de la « nouvelle synthèse néo-classique » (12). Cette approche combine des éléments keynésiens (viscosité des prix, concurrence imparfaite) et des éléments classiques (optimisation intertemporelle des agents, anticipations rationnelles). Elle conduit à mettre en évidence des effets positifs et durables de l'expansion monétaire sur les grandeurs réelles de l'économie et elle met donc en cause la thèse de l'inefficacité de la politique monétaire défendue par M. Friedman et R. Lucas.

Enfin, la conduite des politiques monétaires a évolué et suscite des débats qui renvoient à la question de la neutralité de la monnaie. Les banques centrales ont eu

(9) Les rigidités nominales reposent notamment sur l'existence d'une information imparfaite, sur l'existence de contrats entre employeurs et salariés à propos des rémunérations et sur des « coûts de catalogues » (ou « coûts de menus » qui reposent sur le fait que les changements de prix sont coûteux et qu'il est donc rationnel pour les entreprises de ne pas les changer trop fréquemment).

(10) Bénassy-Quéré *et al.* (2004), p. 233.

(11) « *La monnaie est un rapport global entre les centres de décision économique et la collectivité qu'ils forment, grâce auquel les échanges entre ces agents acquièrent une cohérence* », M. Aglietta (1986), *La fin des devises-clés*, Paris, La Découverte, coll. « Agalma », p. 17.

(12) Hairault J. O. (1999), De VroeyM. et Malgrange P. (2006).

tendance à adopter des politiques de ciblage de l'inflation. De telles politiques reposent sur une conception endogène de la monnaie (13) dans laquelle on suppose que l'offre de monnaie s'ajuste à la demande. La quantité de monnaie offerte n'est plus décisive, l'accent est mis sur l'objectif de taux d'intérêt (règle de Taylor) et sur les anticipations des agents. La banque centrale agit sur ces dernières à travers les modalités de sa politique et à travers la façon dont elle communique sur cette politique. La politique monétaire n'est donc plus conduite dans une optique monétariste centrée sur le contrôle de la quantité de monnaie banque centrale.

*
* *

Le débat monnaie neutre/monnaie active ne doit pas être caricaturé. D'une part il correspond à des clivages subtils entre économistes et on constate notamment que des économistes qualifiés de libéraux peuvent adopter à propos de ce débat des positions antagonistes. D'autre part, si le débat est récurrent, il s'est accompagné de progrès significatifs dans l'analyse économique et donc d'une certaine cumulativité dans notre compréhension des phénomènes monétaires. Par exemple, peu d'économistes raisonnent aujourd'hui dans le cadre d'hypothèses d'information parfaite, d'illusion monétaire ou de parfaite flexibilité des prix. Pour autant, ce débat conserve une indiscutable portée heuristique puisqu'il nous permet de mieux comprendre un certain nombre d'évolutions contemporaines des systèmes monétaires et financiers.

Alain Beitone,
Professeur de sciences économiques et sociales en Première supérieure BL au lycée Thiers, Marseille
Formateur à l'IUFM d'Aix-Marseille

(13) Si la conception exogène de la monnaie est compatible avec la neutralité de la monnaie (Ricardo, Fisher) ou avec une conception active de la monnaie (Hayek, Rueff), la conception endogène de la monnaie est incompatible avec la neutralité de la monnaie.

Pour en savoir plus

Aglietta M. et **Orléan A.** (2002), *La monnaie entre violence et confiance*, Paris, Odile Jacob.

Bénassy-Quéré A., Coeuré B., Jacquet P. et **Pisani-Ferry J.** (2004), *Politique économique*, Bruxelles, De Boeck.

Blanchard O. et **Cohen D.** (2007), *Macroéconomie*, Paris, Pearson Education.

Brand Th. (2006), *Ce que parler veut dire pour la banque centrale*, http://www.rce-revue.com/files/ComBC.pdf

Bradley X. et **Descamps Ch.** (2005), *Monnaie, banque, financement*, Paris, Dalloz, coll. « Hypercours ».

De Vroey M. et **Malgrange P.** (2006), *La théorie et la modélisation macroéconomiques d'hier à aujourd'hui*, PSE working papers n° 2006-33 http://www.pse.ens.fr/document/wp200633.pdf

Hairault J.-O., (1999), « Vers une nouvelle synthèse néoclassique ? », *Revue d'économie politique*, vol. 109, pp. 613-669.

Lavigne A. et **Pollin J.-P.** (1997), *Les théories de la monnaie*, Paris, La Découverte, coll. « Repères ».

Mishkin F. S. (2007), *Monnaie, banque et marchés financiers*, Paris, Pearson Education.

Ottavj Ch. (2007), *Monnaie et financement de l'économie*, Paris, Hachette.

Plihon D. (2008), *La monnaie et ses mécanismes*, Paris, La Découverte, coll. « Repères ».

Ricardo D. (1991), *Écrits monétaires* (1809-1811), édités sous la direction de Courbis B. et Servet J.-M., Association des amis du musée de l'imprimerie et de la banque.

TD 2

Quantifier la monnaie

2.1 Questions préliminaires

1. Pourquoi peut-on dire que les agrégats monétaires « s'emboîtent comme des poupées gigognes » ?
2. Pour chacune des transactions suivantes, quel est l'impact initial (augmentation ou diminution) sur M1 ? Sur M2 ?
   — Vous vendez des actions et placez l'argent obtenu sur votre livret de développement durable
   — Vous vendez des actions et placez l'argent sur votre compte courant
   — Vous transférez de l'argent de votre compte épargne sur votre compte courant
   — Vous trouvez un billet de 20€ que vous déposez sur votre compte courant
   — Vous trouvez un billet de 20€ que vous déposez sur votre compte épargne
3. Indiquez si les éléments suivants sont intégrés dans M1, dans M2 ou dans aucun de ces agrégats monétaires
   — 95€ sur votre carte de restaurant universitaire
   — 2€ dans la boîte à gants de la voiture
   — 1250€ sur votre livret de développement durable
   — 459€ sur votre compte courant
   — 100 actions d'une valeur totale de 1000€
   — Une autorisation de crédit de 2000€ permise par la carte de crédit d'un magasin
4. Dans un système monétaire à banque unique, Gérard Lambert retire 400€ de son compte courant pour les placer sous son matelas. Indiquez l'évolution des comptes en T des 2 agents.
5. Dans un système monétaire à banque unique, la banque commerciale octroie un prêt de 1000€ à Gérard Lambert
6. La Banque centrale accepte de refinancer une banque en difficulté. Elle rachète donc des titres que celle-ci possédait pour un montant de 100 millions d'€. Formalisez cette opération à l'aide des comptes en T.

2.2 Questions sur le doc 1 : « Expliquer l'évolution de la masse monétaire dans la zone euro » Alexandre Bourgeois, 2006)

1. À quelle date le texte a-t-il été publié ? Que pouvez-vous en dire vis-à-vis de la politique monétaire ?
2. Quels sont les trois principaux agrégats monétaires utilisés dans la zone euro pour mesurer la masse monétaire ? Quels sont les poids relatifs de ces trois agrégats ? Comment sont-ils calculés ? Quelle est la signification de chaque agrégat du point de vue de l'analyse économique ?
3. Quelles sont les trois contreparties de M3 ? Quelle est leur signification par rapport au processus de création monétaire ? Quelle est la principale contrepartie de M3 ?
4. Quelles sont les explications de la demande de monnaie par les ménages et les entreprises proposées par la TQM et par la théorie keynésienne ? Quelles sont les différences principales entre ces approches théoriques ? Quelles sont les principales variables explicatives proposées par ces deux approches ?
5. Pourquoi, selon l'auteur, les théories traditionnelles ne parviennent-elles pas à expliquer l'évolution de M3 dans la zone euro sur la période étudiée ? Quels facteurs explicatifs doivent être pris en compte ?
6. Quels facteurs ont le plus contribué à la progression récente de M3 dans la zone euro ?
7. Pourquoi les sorties de capitaux réduisent, toutes choses égales par ailleurs, la masse monétaire ? Raisonnez à l'aide d'un bilan simplifié de la Banque centrale.
8. Comment ont été nourries les fuites de capitaux avant 2001 ? Pourquoi le mouvement s'est-il inversé ensuite ?
9. Pourquoi M1 a-t-il connu une très forte augmentation à partir de 2002 ?
10. Que la BCE craignait-elle lorsqu'elle s'apercevait que M3 progressait rapidement ? Qu'est-ce que cela indique concernant les références théoriques qui influencent le plus cette institution ? Rétrospectivement, ces craintes étaient-elles justifiées ?

2.3 Questions sur le doc 2 (« L'évolution de la monnaie et du crédit en 2013 », Côme Roero, 2014)

1. Pourquoi la ligne « billets et pièces en circulation » en France apparaît-elle en grisé ?
2. Pourquoi des tensions sur les marchés financiers peuvent-ils pousser à la hausse l'agrégat M1 ?
3. Quel est l'argument avancé pour expliquer la moindre progression de l'encours de ensemble des livrets en 2013 ? Peut-on cependant conclure à une fuite de ces placements ? Expliquez.

4. Quel évènement a pu provoquer le retournement de tendance observé à la fin de l'année 2010 sur le graphique 6a) et 6b) ? Pourquoi le Royaume-Uni ne présente-t-il pas la même courbe ?
5. Pourquoi, s'il y a un risque de dévalorisation des titres de dettes souveraines détenues par des banques, les crédits octroyés dans l'économie seront poussés à la baisse ? Expliquez à l'aide des comptes en T d'une banque. Que peut alors faire la Banque centrale ?
6. Quelles sont les explications apportées par le texte pour expliquer la baisse du volume de l'encours des crédits à la consommation ? Pouvez-vous trouver d'autres explications ? Quelles sont les conséquences macroéconomiques de cette tendance ?

Politique monétaire

Expliquer l'évolution de la masse monétaire dans la zone euro

Alexandre Bourgeois

La lettre des études économiques

La lettre des études économiques
« L'évolution de l'agrégat M3 dans la zone euro : tout s'explique ! »
Septembre 2006
Natixis
Recherche économique et financière
Études économiques
N° 2007-01
10, quai de la Bourse 75001 Paris
economie@natixis.com
www.natixis.com
Alexandre Bourgeois est responsable de l'analyse économique chez Natixis

La Banque centrale européenne (BCE) est, depuis décembre 2005, engagée dans un processus de remontée de ses taux directeurs. Cette politique est dictée, en grande partie, par l'évolution des variables monétaires, car actuellement ni le niveau de l'inflation (il se situe très près de sa moyenne sur 10 ans), ni le faible pouvoir de négociation des salariés de la zone euro (on enregistre une stagnation des salaires réels sur un an) ne justifient une augmentation des taux. La BCE craint en effet une progression plus forte que prévue de la masse monétaire. L'auteur s'interroge sur le bien-fondé de ces craintes. Pour cela, il revient sur la place de la monnaie dans la science économique, ainsi que sur les principales théories expliquant l'évolution de la masse monétaire.

Problèmes économiques

La monnaie, un élément atypique de la science économique

Bien que d'usage quotidien, la monnaie est un bien économique plus complexe à « cerner » qu'il n'y paraît à première vue. Sa singularité par rapport aux autres objets économiques s'affirme à la fois dans sa nature et dans ses propriétés. Ainsi, si le terme « monnaie » renvoie souvent aux supports qui s'y rattachent (pièces et billets principalement), dans l'analyse économique, la notion elle-même est plus abstraite. Outre la monnaie fiduciaire, elle intègre également toutes les formes de monnaie scripturale matérialisée (chèque, écriture dans les livres de compte des banques...) et dématérialisée (carte bancaire, virement...).

La monnaie possède en outre des propriétés qui la distinguent des autres biens. Elle se définit tout d'abord comme une unité de mesure de la valeur des différents biens ou services. Grâce à elle, la valeur de chaque bien est comparable avec celle de tous les autres. La monnaie se définit également comme moyen d'échange. Dans une économie monétaire, les biens achètent la monnaie, la monnaie achète les biens, mais les biens n'achètent pas les biens (économie de troc). Pour cela, la monnaie a cours légal, c'est-à-dire qu'elle ne peut être refusée dans les paiements. Enfin, la monnaie a une fonction de réserve de valeur. Dans ce cas, l'exercice du pouvoir d'achat de la monnaie est simplement reporté dans le temps.

Dès les origines de la science économique, la question du lien entre monnaie et prix a été posée. L'argument fondateur renvoie à la discussion entre J. Bodin et M. de Malestroit sur la montée du prix des denrées en France au XVIe siècle, en relation avec l'apport de métaux précieux en provenance d'Amérique. L'intuition du premier (c'est l'afflux de métaux, donc de monnaie, qui explique la hausse des prix) servit de base à ce qui allait devenir la théorie quantitative de la monnaie.

La théorie quantitative de la monnaie

Cette théorie (TQM) qui, dès l'origine, liait évolution monétaire et inflation constitue le socle de l'économie monétaire classique. Il faudra toutefois attendre le début du XXe siècle et I. Fisher (1911) pour en énoncer une formulation rigoureuse, via l'identité comptable :

$MV = PT$

avec M : stock de monnaie disponible sur la période

V : vitesse de circulation de la monnaie (nombre de fois qu'une unité monétaire a servi à une transaction)

P : indice de prix

T : volume de transactions

soit PT = PIB en valeur + valeur des échanges intermédiaires, des biens d'occasion, des transactions financières...

De manière intuitive, l'identité de Fisher peut se comprendre de la manière suivante : « la valeur de ce qui est produit est égale à la quantité de monnaie en circulation multipliée par le nombre de fois que cette monnaie est utilisée ».

Cette relation comptable ne constitue une théorie que dans la mesure où les auteurs classiques lui ont adjoint deux hypothè-

43

2

Doc 1. Alexandre Bourgeois 2006

ses restrictives lui permettant alors d'expliquer la formation des prix. La première impose que *T* ne varie pas lorsque *M* augmente, c'est-à-dire que le stock de monnaie n'a pas d'impact sur le niveau des quantités produites et sur l'emploi. Cette hypothèse forte traduit la dichotomie entre économie réelle et économie monétaire. En un mot, pour les classiques, la monnaie n'est qu'un voile. La seconde impose que *V*, la vitesse de circulation de la monnaie, soit constante sur la période de référence.

Les défenseurs de la TQM expliquent que la valeur d'équilibre de *M* (constante sur la période) ne dépend que de *T*, c'est-à-dire que la monnaie n'a pour seule utilité que celle de réaliser des transactions. Par conséquent, à *T* constant, toute hausse de *M*, c'est-à-dire toute politique monétaire expansionniste, n'implique qu'une seule chose : une hausse de l'inflation.

Au cours du temps, la TQM a subi quelques améliorations. Ainsi, A. Marshall et A.C. Pigou, représentants de ce qu'on a appelé l'école de Cambridge, ont introduit au cours des années 1920 l'idée que la monnaie puisse être demandée pour elle-même et non pas seulement pour un motif de transaction. Pour cela, ils présentèrent une équation de demande de monnaie :

Md = *kPT*, avec *k* : inverse de *V*

Mais ces auteurs remirent en cause la constance de *k* (donc de *V*).

D'autres améliorations furent également apportées à la TQM lui permettant de corriger en partie ses carences évidentes à court terme (R.G. Hawtrey, 1920) ou l'intégrant dans l'équilibre économique, en particulier la relation épargne/investissement (Robertson, 1926). Il faut toutefois attendre la révolution keynésienne pour voir la TQM réellement remise en cause.

▶ La théorie keynésienne de la monnaie et la réponse monétariste

Dès le *Traité sur la monnaie* (1930) puis dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936), J.-M. Keynes rompt avec la TQM et l'analyse classique de l'équilibre épargne/investissement. Il reprend et prolonge pour cela l'apport de l'école de Cambridge. Il définit alors trois motifs pour justifier la détention de monnaie : le motif de transaction (classique), le motif de précaution (école de Cambridge) et le motif de spéculation (innovation keynésienne). De même, il reprend et développe l'idée de préférence pour la liquidité (arbitrage monnaie/actif financier) et conclut que la demande de monnaie dépend certes du revenu, mais aussi du taux d'intérêt et des anticipations des agents économiques.

En conséquence, Keynes conclut que la monnaie a une « existence propre ». Sa non neutralité implique en outre qu'une hausse de la masse monétaire peut, sous certaines conditions, entraîner une hausse du revenu. Il avance de même que l'évolution des prix ne dépend pas tant de la masse monétaire que de l'équilibre investissement/épargne, c'est-à-dire de différents éléments, comme les salaires, le taux d'intérêt... Les « héritiers » de Keynes (Hicks, Baumol, Tobin...) se chargeront ensuite d'enrichir cette approche.

Mais les tenants de la TQM n'ont pas pour autant dit leur dernier mot. Ainsi, les monétaristes, avec à leur tête M. Friedman, reformulent dans les années 1950 la TQM en tenant compte des apports de la théorie keynésienne. Ils relâchent par exemple l'hypothèse de constance de la vitesse de circulation de la monnaie (*V* n'est plus une constante, mais une variable stable, dépendant de peu de facteurs) et intègrent la monnaie comme un actif (au même titre que les actifs réels, financiers et humains) dans le processus de maximisation de l'utilité du consommateur sous contrainte de patrimoine.

Selon la théorie monétariste, la demande de monnaie ne dépend alors plus du revenu courant (TQM), ni du taux d'intérêt (Keynes), mais du seul revenu permanent (somme actualisée des revenus futurs anticipés). En outre, elle est stable. Dans ce contexte, si la politique monétaire peut avoir un impact sur le niveau de production et les variables réelles à court terme, par contre, à long terme, elle n'affecte que les prix. La neutralité de la monnaie sur le long terme est donc réaffirmée.

Cette approche est ensuite enrichie dans les années 1970 par les « nouveaux classiques » (Lucas, Sargent, Wallace, Barro, Gordon...) qui reviennent à l'idée originelle de la TQM selon laquelle la politique monétaire n'a pas d'influence sur les variables réelles ni à court, ni à long terme. Pour justifier cela, ils s'appuient sur des modèles ayant pour base la capacité des agents économiques à réaliser des anticipations performantes (ou rationnelles).

Comme on vient de le voir, le débat théorique concernant les déterminants de la demande de monnaie ou encore le rôle de la monnaie dans l'économie fait rage depuis déjà plusieurs décennies entre, d'un côté, les tenants de la neutralité de la monnaie et, de l'autre, leurs contradicteurs regroupés sous la bannière keynésienne. Mais qu'on soit classique (la monnaie n'a un impact que sur les prix) ou keynésien (la monnaie peut influer sur les quantités), tout le monde s'accorde à donner à la monnaie un rôle fondamental dans l'économie.

Afin de se faire une opinion plus précise sur l'une ou l'autre des deux options, il peut être utile de quantifier les évolutions de la masse monétaire et, avant cela, de définir concrètement cette dernière.

Tableau 1

COMPOSITION DE L'AGRÉGAT MONÉTAIRE M3 DANS LA ZONE EURO EN JUIN 2006

Monnaie fiduciaire	Dépots à vue	M1	Dépots à terme (< 2 ans)	Dépots remboursables avec préavis (< 3 mois)	M2	Pensions	OPCVM monétaire	Titres de créances d'une durée < 2 ans	M3	M2 - M1	M3 - M2
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

Sources : BCE, Datastream, Natexis Banques Populaires.

Les théories « traditionnelles » ne suffisent pas à expliquer les évolutions récentes de la monnaie

Il existe trois principaux types d'agrégats monétaires qu'on appelle M1, M2 et M3. Il faut noter que M1 fait partie de M2 qui, lui-même, est une part importante de M3. M1 regroupe tous les actifs qui peuvent servir directement d'instrument de paiement (pièces, billets, dépôts à vue). M2 intègre M1 ainsi que l'ensemble des comptes sur livrets qui sont relativement liquides, mais qui ne peuvent servir d'instrument de paiement. M3, enfin, regroupe M2 et les titres du marché monétaire (d'une maturité inférieure à deux ans) émis par les institutions financières.

En juin 2006, l'agrégat M3 s'élevait dans la zone euro à presque 7 400 milliards d'euros (un peu plus de 90 % du PIB). M1 et M2 représentaient respectivement 48 % et 86 % de M3.

Même si la Banque centrale européenne n'a pas un contrôle total sur M3 (à la différence de la monnaie fiduciaire), c'est néanmoins cet agrégat qui a été retenu pour orienter la politique monétaire. En effet, M3 est certainement le meilleur représentant, car le plus large, des tendances monétaires à l'œuvre en zone euro. Toutefois, depuis plusieurs années, les évolutions de M3 semblent surprenantes au regard des fondamentaux traditionnels de la demande de monnaie. Ainsi, la masse monétaire des pays de la zone euro a très fortement ralenti à partir du milieu des années 1990, avant de se redresser spectaculairement depuis 2001. À l'évidence, l'évolution du revenu et des taux d'intérêt ne suffit pas à expliquer ces variations et il semble nécessaire de rechercher un nouveau déterminant de la demande de monnaie, en l'occurrence le prix des actifs.

L'introduction de cette nouvelle variable dans la demande de monnaie correspond à la fois à une logique keynésienne qui considère la monnaie comme un bien participant à la stratégie d'investissement des agents économiques et à une intuition tardive formalisée par Milton Friedman (1988). Son impact sur la demande de monnaie reste toutefois ambigu selon la prédominance d'un effet de richesse ou d'un effet de substitution.

M3 est en effet positivement influencé par le prix des actifs via un effet de richesse. Trois canaux peuvent être identifiés. Tout d'abord, une hausse (respectivement une baisse) du prix des actifs entraîne une augmentation (diminution) de la richesse nominale, ce qui implique une hausse (baisse) de la demande de monnaie. Ensuite, une hausse (resp. une baisse) du rendement attendu des valeurs risquées entraînerait un déséquilibre du portefeuille détenu par les agents économiques au détriment (en faveur) des actifs non-risqués, nécessitant alors une réallocation via l'achat (la vente) de monnaie. Enfin, une hausse (resp. une baisse) du prix des actifs accroît (diminue) le volume de monnaie nécessaire aux transactions financières.

À l'inverse, M3 est négativement influencé par le prix des actifs via un effet de substitution : une hausse (resp. une baisse) du prix des actifs incite en effet les agents économiques à en détenir davantage (moins) au détriment (en faveur) de la monnaie, dans l'espoir d'une plus-value (la crainte d'une moins-value) (1).

À l'arrivée, plusieurs études quantitatives récentes ont montré que la demande de monnaie en zone euro dépend donc non seulement du PIB réel (élasticité unitaire) et des taux d'intérêt de court et long terme (élasticité négative nettement inférieure à l'unité), mais aussi des rendements boursiers. Le débat sur « le signe » de cette dernière variable n'est toutefois pas tranché. Ce dernier varie selon les études et surtout selon les périodes. La plupart des articles s'accordent néanmoins pour reconnaître que la variable est significative. En particulier, une étude publiée en mai 2006 par la Banque de France (2) laisse entendre que c'est cette variable qui expliquerait le plus les variations de M3 sur la période récente.

La hausse récente de la masse monétaire n'est en rien surprenante !

S'il semble acquis que la variable « prix des actifs » exerce une influence importante sur les évolutions de M3, il est alors

(1) On retrouve ici la détention de monnaie pour motif de spéculation : un ménage qui anticipe une baisse des rendements boursiers sera tenté d'investir dans les placements monétaires pour maximiser ses gains.

(2) Voir Avouyi-Dovy *et al.* (2006). À noter que les auteurs identifient plutôt un effet de substitution (c'est-à-dire un signe négatif) sur la période 1987-2004. Ils restent toutefois très prudents sur les conclusions à en tirer.

4

important de mettre en lumière les rôles respectifs des acteurs domestiques et des acteurs étrangers dans ce mécanisme.

Avant toute chose, il faut toutefois introduire la notion de contrepartie de M3. Dans le bilan consolidé des institutions financières monétaires (IFM) (3), M3 est comptabilisé (parmi d'autres) à l'actif. Au passif se trouvent des éléments que l'on appelle les contreparties de M3. Ces dernières intègrent, entre autres, les créances sur le secteur privé, sur les administrations publiques et les créances nettes sur les non-résidents.

Tableau 2
M3 ET SES CONTREPARTIES : LES DEUX FACES D'UNE MÊME PIÈCE

			Montant en milliards d'euros		Montant en milliards d'euros
		M1	[illegible]	Créances sur le secteur privé	[illegible]
		M2 - M1	[illegible]	Créances sur les administrations publiques	[illegible]
	M2		[illegible]	Créances nettes sur les non-résidents	[illegible]
	M3 - M2		[illegible]	Endettement financier à plus long terme	[illegible]
				Autres contreparties	[illegible]
M3			[illegible]	Total	[illegible]

Sources : BCE, Natexis Banques Populaires ; données juin 2006.

Le rôle de la contrepartie extérieure dans l'évolution de M3 : restrictif jusqu'à la mi-2001, expansif ensuite

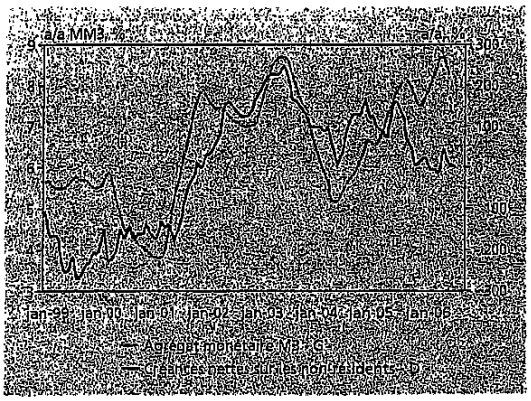
Depuis le lancement de la zone euro, les créances nettes sur les non-résidents ont eu un impact marqué sur M3. Dans un premier temps (jusqu'à l'éclatement de la « bulle Internet » et les attentats du 11-Septembre 2001), leur incidence fut restrictive. En effet, la plupart du temps, leur glissement annuel a évolué entre – 100 % et – 300 %. Les opérations extérieures réalisées sur cette période ont entraîné une destruction monétaire substantielle, destruction qui explique en grande partie la faible progression de M3 sur la période (+ 5 % l'an en moyenne entre 1999 et mi-2001, contre + 8,9 % en moyenne sur la période 1970-2006).

On peut avancer plusieurs facteurs explicatifs à ces sorties de capitaux des agents non financiers sur la période. *Primo*, la fin du siècle dernier correspond à une vague sans précédent de fusions-acquisitions d'entreprises non-résidentes par des entreprises eurolandaises. Le rachat d'Universal par Vivendi n'est qu'un exemple des énormes flux sortants d'investissements directs étrangers (IDE) enregistrés sur la période. *Secundo*, on a recensé à cette époque une accélération des investissements dans les centres *offshores* pour des raisons fiscales. *Tertio*, la mise en place de l'euro le 1er janvier 1999 a conduit à un rééquilibrage des portefeuilles financiers. En effet, la disparition des différentes monnaies européennes a entraîné une surpondération du risque associé au seul euro. Enfin, la faiblesse relative des taux eurolandais par rapport aux autres pays occidentaux à la fin des années 1990 a incité les agents économiques à financer leurs opérations extérieures en Europe.

Après avoir eu un impact restrictif sur M3 jusqu'à la mi-2001, la contrepartie extérieure inversa la tendance dans les années qui suivirent. Ainsi, d'un niveau extrêmement négatif, son glissement annuel devint fortement positif (+ 120 % en moyenne sur la période début 2002 – fin 2005). Plusieurs éléments explicatifs peuvent être avancés. D'une part, un effet de correction (rapatriement de capitaux précédemment investis à l'étranger) suite aux mouvements excessifs des années précédentes est certainement intervenu. D'autre part, on a assisté sur la période au développement des marchés obligataires européens (plus de liquidité, de profondeur...) qui a, dans un contexte international de *flight to quality*, attiré des investisseurs étrangers. Enfin, à partir du printemps 2003 puis, de manière encore plus manifeste à partir de la fin 2004, le redressement des bourses européennes a incité les investisseurs internationaux à venir se placer sur les marchés actions de la zone euro, alimentant ainsi M3.

On peut noter que cet effet expansif s'est dissipé depuis le début de 2006, la variation des créances nettes vers l'extérieur devenant insignifiante. Par contre, les contreparties domestiques ont alors repris de l'importance (les crédits au secteur privé en particulier), expliquant en bonne partie le dynamisme de M3 au cours des derniers mois.

Graphique
LES OPÉRATIONS AVEC L'EXTÉRIEUR EXPLIQUENT UNE BONNE PART DES ÉVOLUTIONS DE M3 ENTRE 1999 ET 2004



Sources : BCE, Datastream, Natexis Banques Populaires.

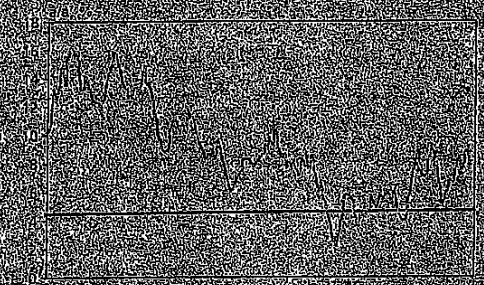
(3) Les IFM correspondent au secteur émetteur de monnaie, c'est-à-dire, en particulier, l'Eurosystème, les établissements de crédit résidents et les OPCVM monétaires.

5

La norme de 4,5 % fixée par la BCE à l'agrégat M3

L'influence restrictive des contreparties extérieures enregistrée dès le milieu des années 1990 explique certainement l'erreur commise par les membres de ce qui allait devenir la Banque centrale européenne dans la fixation de leur cible monétaire. En effet, lors de la mise en place de l'Union économique et monétaire (UEM), un objectif de 4,5 % a été défini comme norme pour l'évolution de l'agrégat M3 sur un an (en données lissées sur trois mois), sur lequel les fermes restent. À l'époque, cette croissance de la masse monétaire était compatible avec l'objectif de stabilité des prix assigné à la BCE. Toutefois, à l'épreuve des faits, il apparaît clairement que ce objectif n'avait pas lieu d'être. En effet, sur la période 1971-2006, cette « règle » n'a été respectée que trente-huit fois sur quatre cents vingt-sept mois, soit à peine 8 % du temps. D'ailleurs, ce n'est qu'au cours de la période été 1994 – été 2001 que cette condition a été par moments satisfaite. Les banquiers centraux qui ont fixé ce objectif ont certainement été abusés par l'effet restrictif des opérations extérieures sur M3 durant cette période.

LA CIBLE DE LA BCE CONCERNANT M3 N'AVAIT PAS LIEU D'ÊTRE



Source : BCE, Datastream, Natexis Banques Populaires

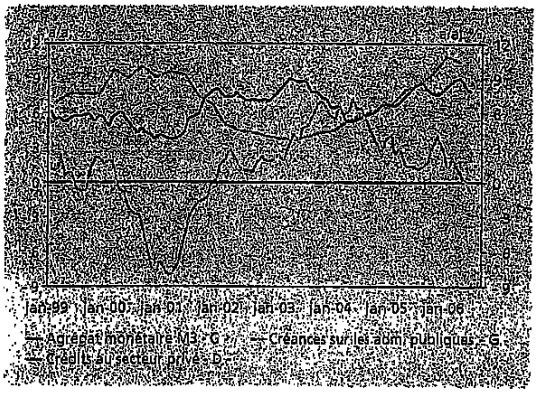
L'influence des contreparties domestiques dans l'évolution de M3 : prédominante sur la période récente

Même si c'est certainement la contrepartie extérieure qui a eu la plus forte influence sur M3 au cours des dernières années, pour autant, les facteurs domestiques n'ont pas été absents, qu'il s'agisse des ménages et entreprises eurolandaises ou des États. Dans le premier cas, la remontée de la préférence pour la liquidité affichée par les agents économiques sur la période fin 2001 – mi 2003 a clairement poussé les agrégats monétaires à la hausse. Ce changement de comportement tient principalement aux craintes géopolitiques ressenties à la suite des attentats du 11-Septembre 2001 et à la guerre en Afghanistan (4). En outre, le faible niveau des taux d'intérêt enregistré sur la période récente a plus que limité le coût d'opportunité de la détention de monnaie. En conséquence, l'arbitrage entre rendement et liquidité est devenu favorable à la seconde. Enfin, un effet de substitution typique, consécutif à l'écroulement des marchés actions, a été enregistré, favorisant également une remontée de M3. Dans le deuxième cas, la dégradation des finances publiques des principaux États de la zone euro, via une hausse des créances sur les administrations publiques, a dynamisé M3 sur la période.

À partir de la mi-2003, on a assisté à une normalisation des allocations d'actifs de la part des agents économiques. Par contre, un autre élément des contreparties domestiques de M3 s'est ensuite manifesté. En effet, dès le début de 2004, un redémarrage du crédit (qui, d'ailleurs, explique en grande partie le redressement actuel de la croissance) a été observé. Ce dernier a alors alimenté une nouvelle hausse de M3.

Graphique

SUR LA PÉRIODE RÉCENTE, CE SONT LES PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ QUI EXPLIQUENT LE MIEUX LA HAUSSE DE M3



Sources : BCE, Datastream, Natexis Banques Populaires.

Cette distribution massive de crédits à l'économie s'explique bien entendu par une forte demande de la part des ménages afin de réaliser leurs projets immobiliers (entre autres), mais également

(4) On retrouve ici la détention de monnaie pour motif de précaution.

par un contexte particulier du côté de l'offre de fonds prêtables. D'une part, les taux d'intérêt ont atteint sur la période des niveaux particulièrement bas (environ 3 % pour les taux à dix ans au début de l'automne 2005). D'autre part, les banques ont adopté un comportement beaucoup moins frileux (prudent ?) en termes de crédits, allongeant la durée des prêts ou limitant les niveaux d'apport nécessaire à la réalisation des opérations.

Sur la période récente, ce sont les éléments les plus liquides de M3 qui ont le plus progressé

Deux événements exceptionnels doivent également être notés pour prendre en compte l'intégralité des facteurs ayant poussé M3 à la hausse. D'une part, l'introduction de l'euro fiduciaire le 1er janvier 2002 a décuplé la demande pour la devise européenne. En provenance de l'étranger tout d'abord. En effet, victime de son succès, l'euro a enregistré une forte demande de la part des pays non-membres (pays d'Europe de l'Est en particulier). Ainsi, la BCE estime que 10 % à 20 % des coupures en euros en circulation actuellement se trouvent en dehors de la zone euro. Pour schématiser, on peut dire qu'il existe « une fuite dans le circuit ». Au sein de l'Euroland ensuite. Un effet « grosses coupures (5) » semble ainsi se faire ressentir, augmentant sensiblement la thésaurisation des ménages. À l'arrivée, alors que l'agrégat M3 a progressé de 36 % depuis le lancement de l'euro fiduciaire en janvier 2002, le stock de pièces et billets a crû de 120 % !

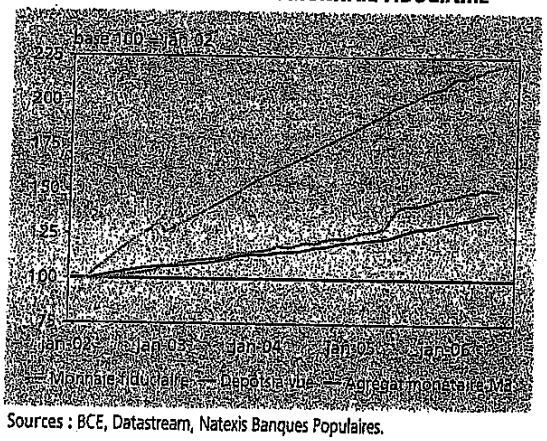
Le dynamisme des dépôts à vue (+ 50 % depuis janvier 2002), outre la faiblesse des taux qui limite le coût d'opportunité de la détention de la monnaie, s'explique également par les innovations financières enregistrées ces dernières années. Ainsi, des comptes sur Internet et autres dépôts rémunérés sont désormais considérés comme des dépôts à vue pour des raisons de liquidité.

Au total, c'est donc l'agrégat monétaire M1 qui a connu les évolutions les plus marquées au cours des dernières années. Depuis trois ans, il a ainsi progressé de plus de 10 % l'an en moyenne. Sur les derniers mois, il a en outre contribué à plus de 55 % de la hausse de M3.

Cette analyse détaillée de l'agrégat monétaire M3, bien loin de valider les craintes récurrentes de la BCE, confirme plutôt le caractère tout à fait « rationnel » et logique de son évolution au cours des dernières années. D'ailleurs, un article récent publié par la Banque de la France (6) montre que l'introduction d'un effet de substitution dans la demande de monnaie eurolandaise fait ressortir un excès de liquidité certes persistant, mais plutôt modéré. Certes, l'Institution francfortoise a pu être surprise par ses évolutions, étant donné le niveau de sa cible monétaire (sans fondements, on l'a vu). Toutefois, l'évolution de la situation géopolitique, la mise en place de l'euro, le développement des interconnexions avec les autres zones monétaires et la forte amplitude des variations boursières justifient tout à fait le dynamisme de M3 depuis cinq ans. D'ailleurs, les éléments qui expliquent la hausse de M3 ne semblent pas remettre en cause l'équilibre sur le marché des biens, donc la perspective d'une inflation mesurée.

Graphique

LE LANCEMENT DE L'EURO A COÏNCIDÉ AVEC UNE EXPLOSION DE LA MONNAIE FIDUCIAIRE



Sources : BCE, Datastream, Natexis Banques Populaires.

Bibliographie

Avouvy-Dovi S., Brun M., Dreyfus A., Drumetz F., Oung V., Sahuc J.-G. (2006), « la fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », *NER* 142, Banque de France.

Banque de France (1999), « l'impact des opérations avec l'extérieur sur la création monétaire dans la zone euro », *Bulletin mensuel* n° 69.

Diatkine S. (1995), *Théories et politiques monétaires.* Armand Colin.

Diatkine S. (1996), *Institutions et mécanismes monétaires,* Armand Colin.

Echaudemaison C.D. (1993), *Dictionnaire d'économie et de sciences sociales.*

Banque centrale européenne (2001), *The Monetary Policy of the ECB,* BCE.

Banque centrale européenne (2006), « Sectoral Money Holding : Determinants and Recent Developments », *Monthly Bulletin,* août, p. 59 à 72.

Issing O. (2003), *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy,* BCE.

(5) Dans peu de pays, il existait des coupures d'une valeur semblable aux 500 euros actuels...

(6) Avouyi-Dovy *et al.*, 2006.

L'évolution de la monnaie et du crédit en 2013

Côme ROERO
Direction des Statistiques monétaires et financières
Service des Statistiques européennes

Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro revient à + 1,0 % en 2013, après + 3,5 % en 2012. La composante française de M3 ralentit également, passant de + 2,4 % en 2012 à + 0,9 % en 2013.

Les choix de portefeuille des agents économiques se traduisent par des modifications significatives de la composition des agrégats monétaires. En France, comme dans la zone euro, les avoirs les plus liquides, notamment les dépôts à vue, sont ceux qui croissent le plus en 2013, ce qui explique le dynamisme de l'agrégat M1 de la zone euro. En France, les livrets ralentissent (+ 2,2 % en 2013, après + 9,4 % en 2012). L'encours des instruments négociables (constitué principalement des titres d'organismes de placements collectifs en valeurs mobilières monétaires et des titres de créance négociables de durée ne dépassant pas 2 ans) se contracte nettement, dans la zone euro (– 16,2 % sur un an) comme en France (– 14,7 %).

Principale contrepartie de l'agrégat monétaire M3, les crédits au secteur privé ont une évolution moins dynamique que l'année précédente. Les crédits aux sociétés non financières ralentissent en France (+ 0,2 % en 2013, après + 1,0 % en 2012) et reculent dans la zone euro (– 2,9 %, après – 1,3 % en 2012). S'agissant des crédits aux ménages, leur progression reste plus soutenue en France (+ 2,5 % en 2013, après + 2,3 % en 2012) que dans la zone euro prise globalement (+ 0,3 % en 2013, après + 0,6 % en 2012).

Mots clés : monnaie, crédits à l'habitat, crédits aux entreprises

Codes JEL : D14, D21, E51

Doc 2. Côme Roero, L'évolution de la monnaie et du crédit en 2013

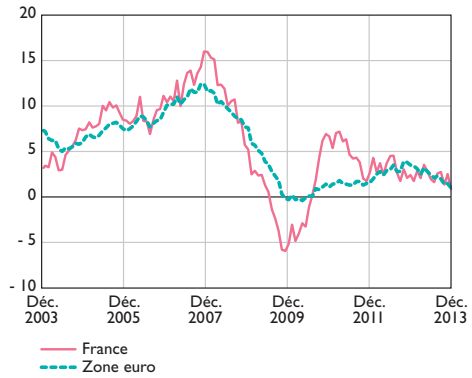
1| Ralentissement de la progression des actifs monétaires dans la zone euro

Passé de + 1,6 % en 2011 à + 3,5 % en 2012, le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro tombe graduellement à + 1,0 % en 2013 (cf. tableau et graphique 1). La composante française de l'agrégat européen M3 [1] croît de + 0,9 % en 2013, soit nettement moins qu'en 2011 (+ 2,7 %) ou 2012 (+ 2,4 %).

Différentes composantes de l'agrégat M3 de la zone euro contribuent à son ralentissement : la progression des dépôts à vue se modère (+ 5,8 % en 2013, après + 7,3% en 2012), les autres dépôts monétaires inclus dans M2-M1 se replient (– 1,7 % en décembre 2013, après + 2,1 % fin 2012) et la contraction des instruments négociables inclus dans M3-M2 s'accentue (– 16,2 % en décembre 2013, après – 6,5 % fin 2012).

Graphique 1 M3 : agrégat zone euro et composante française

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

Évolution des agrégats monétaires zone euro et France 2011-2012-2013

(encours en milliards d'euros, taux de croissance en %)

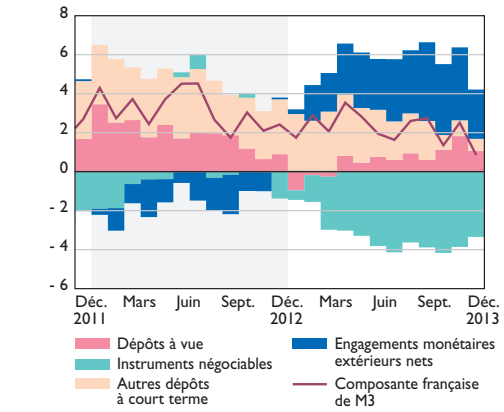
	Zone euro [a]				France [c]			
	Décembre 2013	Taux de croissance annuel brut [b]			Décembre 2013	Taux de croissance annuel brut [b]		
		Décembre 2011	Décembre 2012	Décembre 2013		Décembre 2011	Décembre 2012	Décembre 2013
Agrégats monétaires (en données cvs) ou **Principaux actifs monétaires** [c]								
Billets et pièces en circulation	910	6,1	2,4	5,3				
+ Dépôts à vue	4 481	1,1	7,3	5,8	604	5,5	2,8	3,4
= M1	**5 390**	**1,9**	**6,4**	**5,7**				
+ Autres dépôts monétaires	3 812	1,9	2,1	- 1,7	779	8,0	7,1	1,5
Dont : dépôts à préavis ≤ 3 mois	2 122	1,8	5,8	2,1	625	7,3	9,4	2,2
dépôts à terme ≤ 2 ans	1 690	2,0	- 2,0	- 6,1	154	10,7	- 1,1	- 1,1
= M2	**9 202**	**1,9**	**4,5**	**2,5**				
+ Instruments négociables	625	- 0,9	- 6,5	- 16,2	344	- 7,2	- 5,6	- 14,7
Dont : titres d'OPCVM monétaires	418	- 5,1	- 3,9	- 10,4	261	- 9,1	0,0	- 13,2
titres de créance ≤ 2 ans [d]	88	29,2	- 9,6	- 37,5	53	- 4,6	- 16,8	- 24,3
= M3	**9 827**	**1,6**	**3,5**	**1,0**				
+ Engagements monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro					169	- 15,5	17,6	18,7
– Avoirs monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro					49	- 31,1	36,5	- 23,5
Contribution française à M3 [e]					**1 847**	**2,7**	**2,4**	**0,9**

a) Opérations des institutions financières et monétaires (IFM) de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro.
b) Évolutions corrigées de l'incidence des reclassements et des effets de valorisation.
c) Opérations des IFM résidentes avec les autres résidents français.
d) Titres émis par des IFM résidentes.
e) Engagements à moins de deux ans des IFM résidant en France, hors pièces et billets en circulation, vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie de la zone euro (résidents de la zone euro, hors IFM, administrations centrales et CCP), ainsi que, par assimilation, les dépôts de ce secteur auprès des administrations centrales.
Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

1 *La composante française de M3 correspond à la partie de l'agrégat M3 gérée par les institutions financières et monétaires françaises.*

Graphique 2 Contributions au taux de croissance de la composante française de M3

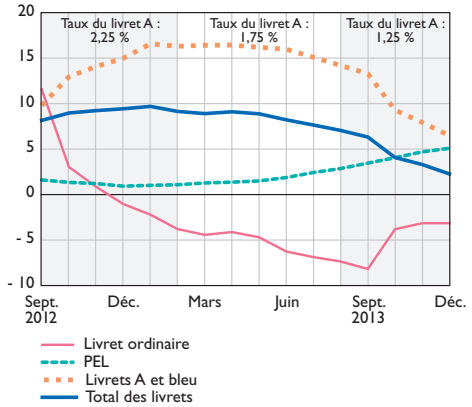
(contributions à l'évolution de M3, en %)



Source : Banque de France.

Graphique 4 Encours des livrets en France

(glissements annuels en %)



Source : Banque de France.

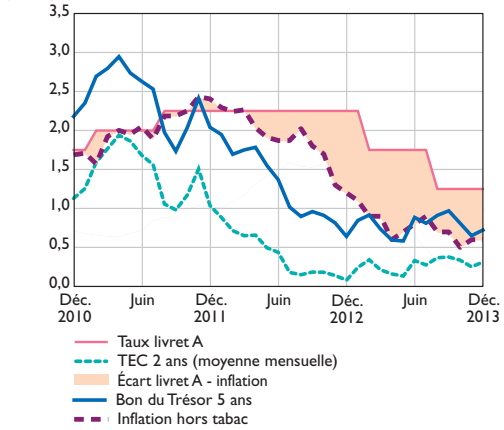
La décélération de la composante française de M3 est imputable au ralentissement des comptes sur livrets [2] (+ 2,2 % en 2013, après + 9,4 % en 2012) et au recul plus marqué des instruments négociables inclus dans M3-M2 (– 14,7 % en 2013, après – 5,6 % en 2012 ; cf. graphique 2). En revanche, la forte progression des engagements monétaires extérieurs nets (+ 64,7 % en 2013) contribue positivement à l'évolution de la composante française de M3.

La moindre progression de l'encours de l'ensemble des livrets intervient dans le contexte de la baisse de la rémunération du livret A, passée de 2,25 % en 2012, à 1,75 % en février 2013, puis à 1,25 % en août 2013 (cf. graphique 3). Si le taux de croissance des livrets A – livrets bleus diminue (+ 6,4 % en 2013, après + 15,0 % en 2012, cf. graphique 4), il reste cependant relativement élevé. Ces livrets défiscalisés bénéficient en effet des deux relèvements de plafonds intervenus en octobre 2012, de 15 300 euros à 19 125 euros, puis en janvier 2013, à 22 950 euros.

En outre, le taux de rémunération du livret A reste largement supérieur à celui d'actifs monétaires de liquidité comparable, comme les parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) à court terme (cf. graphique 5).

Graphique 3 Rémunération du livret A

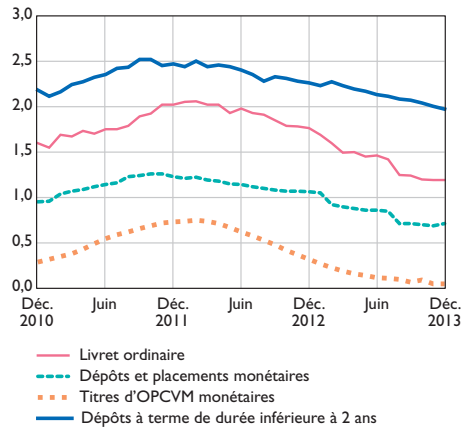
(en %)



Source : Banque de France.

Graphique 5 Rémunération d'actifs

(en %)



Source : Banque de France.

2 *Dans les statistiques européennes, les comptes sur livrets français sont repris dans la rubrique des « dépôts avec préavis inférieur à 3 mois ».*

ENCADRÉ 1

Rappel concernant la modification du calcul de l'agrégat monétaire M3 en 2012

Depuis 2007, les opérations effectuées par les banques via des chambres de compensation se sont fortement développées, en raison de la crise, qui a incité les banques et les entreprises à rechercher une plus grande sécurité de leurs transactions, et de l'évolution de la réglementation prudentielle, qui favorise les opérations transitant par les chambres de compensation en leur conférant une pondération plus avantageuse dans le calcul du ratio de solvabilité des banques. Ces opérations prennent la forme de pensions livrées – repurchase agreements (repos) et reverse repos – consistant en une vente de titres assortie d'une promesse de rachat au terme de l'opération. La chambre de compensation sert d'intermédiaire dans ces opérations, calculant les montants nets à régler et exécutant les paiements pour le compte des banques parties prenantes. Surtout, la chambre assure la bonne fin de la transaction, grâce à ses fonds propres et aux fonds de garantie mutuels qui lui sont apportés par les contreparties qui ont recours à ses services. En France, LCH CLEARNET SA est doté du statut d'établissement de crédit, soumis à l'ensemble de la réglementation prudentielle ainsi qu'au contrôle de la Banque de France. De même, EUREX Clearing AG, la principale chambre de compensation allemande, a opté pour un statut d'établissement de crédit en août 2013. En conséquence, des opérations dont la nature économique n'avait pas changé, réalisées entre établissements de crédit, n'ont plus eu d'impact sur les agrégats monétaires alors que c'était le cas auparavant. Afin d'éviter de telles perturbations dans l'avenir, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé le 5 juillet 2012 de modifier le mode de calcul de l'agrégat M3 afin d'en exclure ces opérations effectuées via les chambres de compensation. Cette décision a pris effet à compter de l'échéance de septembre 2012 dans les publications officielles de la BCE (communiqué de presse, Bulletin mensuel).

Concurrents directs du livret A, les livrets ordinaires voient leur recul s'accentuer, passant de – 1,1 % en 2012 à – 3,3 % en 2013, tandis que l'encours des plans d'épargne logement (PEL), favorisés comme le livret A par une rémunération relativement élevée, accélère à + 5,0 % en 2013, après + 0,8% en 2012.

Parmi les instruments négociables, le repli des titres d'OPCVM monétaires, interrompu en 2012, reprend en 2013 (– 13,2 %), et celui des titres de créance de durée inférieure ou égale à 2 ans émis par les institutions monétaires et financières (IFM) s'intensifie (– 24,3 % en 2013, après – 16,8 % en 2012).

L'augmentation des engagements monétaires extérieurs nets est nettement plus importante en 2013 (+ 64,7 %) qu'en 2012 (+ 3,7 %). Ces engagements monétaires extérieurs nets retracent notamment les opérations monétaires des IFM françaises vis-à-vis de la clientèle de la zone euro hors France (c'est-à-dire les opérations à moins de deux ans vis-à-vis des ménages, sociétés non financières, sociétés d'assurance et fonds de pension, autres intermédiaires financiers et administrations publiques hors administrations centrales).

2| Les crédits aux sociétés non financières ralentissent en France et reculent dans la zone euro

En France, le taux de croissance annuel des crédits aux sociétés non financières (SNF) s'établit à + 0,2 % en 2013, après + 1,0 % en 2012. Les crédits à l'investissement ralentissent (+ 2,0 % en 2013, après + 3,0 % en 2012) tandis que le repli des crédits de trésorerie se poursuit (– 4,9 % en 2013, après – 4,2 % en 2012) (cf. graphique 6a).

Le crédit aux SNF apparaît plus dynamique en France que dans le reste de la zone euro où les encours reculent (– 2,9 % en 2013, après – 1,3 % en 2012). L'érosion des encours atteint l'Allemagne (– 1,3 % en 2013, après + 1,1% en décembre 2012), s'accentue en Italie (– 5,2 % en 2013, après – 2,0 % en 2012) et en Espagne (– 10,0 % en 2013, après – 7,4 % en 2012). En revanche, au Royaume-Uni où l'activité économique a été en 2013 plus dynamique que dans la zone euro (le PIB [3] croît de + 1,9 % au Royaume-Uni et diminue en zone euro, – 0,4 %), le repli des crédits aux SNF s'atténue : – 2,0 %

3 *Source : Eurostat, PIB en volume corrigé des variations saisonnières et des jours ouvrés.*

ENCADRÉ 2

Le Funding for Lending Scheme mis en place par la Banque d'Angleterre

Afin de favoriser le financement de l'économie, la Banque d'Angleterre et le Trésor britannique ont mis en place en juillet 2012 un système de soutien dénommé Funding for Lending Scheme *(FLS) incitant les banques britanniques à faire évoluer positivement leur encours de crédits à l'économie pour pouvoir bénéficier d'un refinancement à moindre coût. Le mécanisme général est le suivant : la Banque d'Angleterre prête aux établissements de crédit des bons du Trésor britannique en fonction du niveau de leur encours de crédits et de son évolution. Les banques peuvent ensuite convertir ces bons du Trésor en liquidités, soit en les substituant à une partie de leurs réserves de liquidités, soit en réalisant une opération de cession temporaire de titres.*

Le 24 avril 2013, le programme a été rallongé d'un an jusqu'à fin janvier 2015, assorti d'incitations en faveur des crédits aux petites et moyennes entreprises (PME) et élargi aux crédits accordés à l'économie réelle par des entités non bancaires.

Compte tenu des évolutions du marché du crédit depuis le début du programme, la Banque d'Angleterre a annoncé des modifications du FLS le 28 novembre 2013, qui s'appliquent de février 2014 à fin janvier 2015 (période d'extension du programme) : les prêts aux particuliers ne sont plus éligibles au FLS dont l'action est recentrée sur l'aide aux entreprises, plus particulièrement le financement des PME.

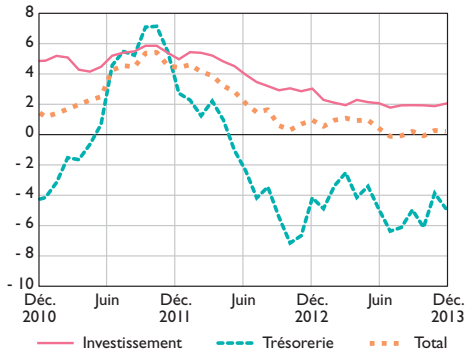
en 2013, après – 4,1 % en 2012 (cf. graphique 6b). En avril 2013, la Banque d'Angleterre et le Trésor britannique ont toutefois étendu pour un an le système de soutien au crédit dit *Funding for Lending Scheme* mis en place en juillet 2012 (cf. encadré 2).

Depuis 2011, en France, les grandes entreprises, et parfois les entreprises de taille intermédiaire qui peuvent accéder aux marchés de capitaux, se financent essentiellement par l'émission de titres : elles substituent des titres de créance (billets de trésorerie, bons à moyen terme négociables et obligations) à leurs emprunts bancaires, surtout à long terme. Après avoir atteint un point haut en octobre 2012 (+ 14,7 %), le rythme annuel de croissance de l'encours total de titres émis par les SNF a diminué, pour s'établir à + 4,8 % à fin 2013 (cf. graphique 7). En cumulant le recours par les SNF au crédit bancaire et à l'émission de titres, leur endettement total augmente de + 1,8 % en 2013, après + 4,9 % en 2012.

Graphiques 6 Crédits aux SNF y compris encours titrisés

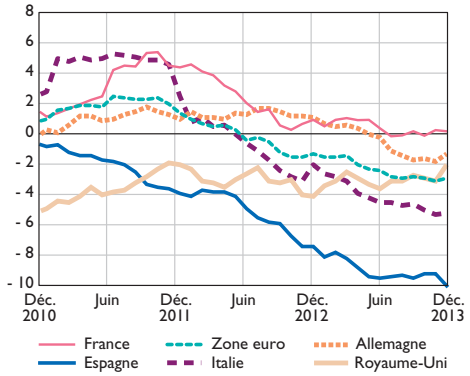
a) En France

(taux de croissance annuel en %)



b) Dans la zone euro et au Royaume-Uni

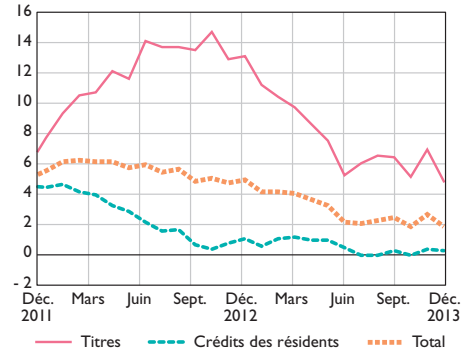
(taux de croissance annuel en %, données cvs)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne et Bank of England.

Graphique 7 Endettement des SNF en France, par instrument

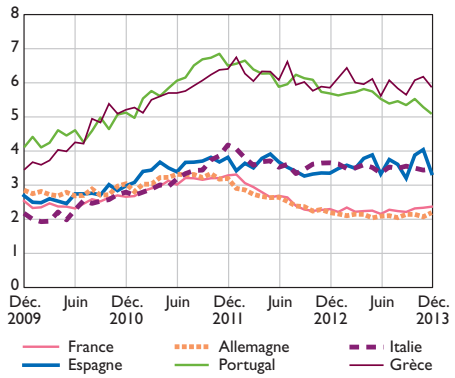
(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France.

Graphique 8 Taux d'intérêt moyen des crédits nouveaux aux SNF dans plusieurs pays de la zone euro

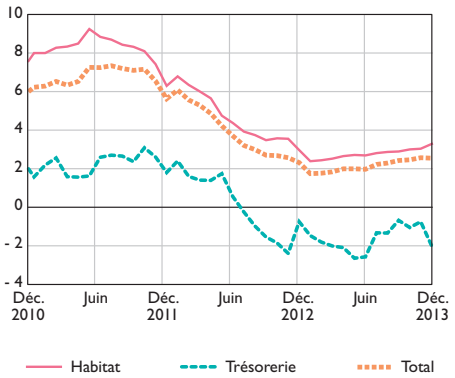
(en %)



Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

Graphique 9 Crédits aux ménages y compris encours titrisés en France

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France.

Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits consentis aux sociétés non financières par les banques françaises s'établit à 2,37 % en décembre 2013, après 2,30 % en décembre 2012 (cf. graphique 8), soit un niveau proche de celui observé en Allemagne. Ailleurs en zone euro, en Italie et en Espagne, les baisses du taux directeur de l'Eurosystème intervenues en novembre et décembre 2011 puis en juillet 2012 semblent n'avoir été que partiellement répercutées sur les conditions des emprunts consentis aux SNF. Cela correspond à une hausse de la prime de risque relative des sociétés non financières italiennes et espagnoles, à rapprocher de la situation en matière de dettes souveraines. Pour des raisons similaires, au Portugal et en Grèce, les taux débiteurs des crédits ressortent respectivement à 5,08 % et 4,89 % en décembre 2013.

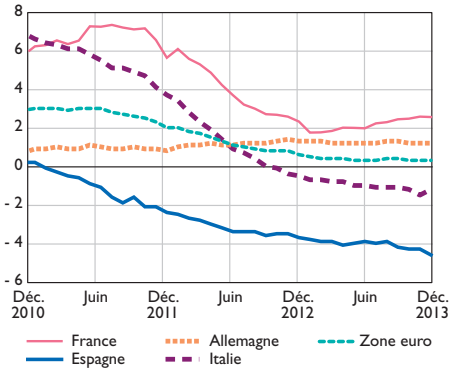
3| La progression du crédit aux ménages demeure plus soutenue en France que dans la zone euro

En France, le taux de croissance annuel des crédits aux ménages a progressivement diminué entre juillet 2011 (+ 7,3%) et janvier 2013 (+ 1,7%). Il est ensuite légèrement remonté jusqu'à + 2,5 % à fin décembre 2013 (cf. graphique 9).

Le crédit aux ménages reste plus dynamique en France que dans les autres grands pays de la zone euro (cf. graphique 10). Ainsi, en Allemagne, le taux de croissance du crédit oscille aux alentours de + 1% depuis plusieurs années. En Italie, les encours des crédits aux ménages se contractent de – 1,2 % en 2013 (après – 0,5 % en 2012), tandis qu'en Espagne le repli des encours s'accentue de nouveau, atteignant – 4,6 % en 2013 (après – 3,7 % en 2012 et – 2,4 % en 2011). Au total, pour l'ensemble de la zone euro, l'encours des crédits aux ménages augmente de + 0,3 % en 2013 (après + 0,6 % en 2012).

Graphique 10 Crédits aux ménages dans la zone euro

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

3|1 Le crédit à l'habitat reste relativement dynamique en France

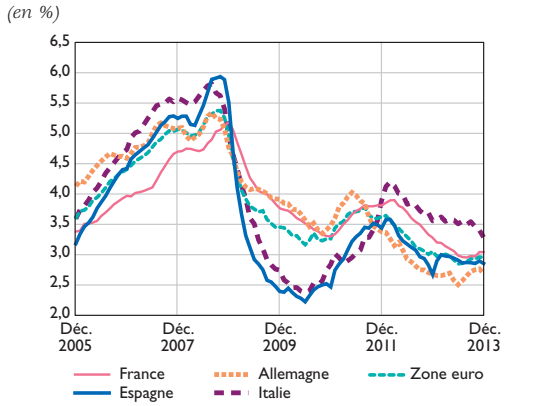
En France, la progression des crédits à l'habitat ressort à + 3,3 % en 2013, légèrement plus rapide qu'en 2012 (+ 3,0 %) (cf. graphique 9).

Cette phase de reprise modérée succède au ralentissement intervenu entre mai 2011 et janvier 2013, dans un contexte de réductions successives des incitations fiscales aux investissements immobiliers et de prix immobiliers élevés dans certaines zones.

Les crédits à l'habitat des ménages bénéficient également de la légère baisse de leur taux d'intérêt moyen qui s'établit en décembre 2013 à 3,18 %, après 3,42 % en décembre 2012. Le taux moyen des crédits à l'habitat des ménages de la zone euro baisse lui aussi mais plus légèrement en 2013, s'établissant à 3,09 % en fin d'année, après 3,19 % en décembre 2012 (cf. graphique 11).

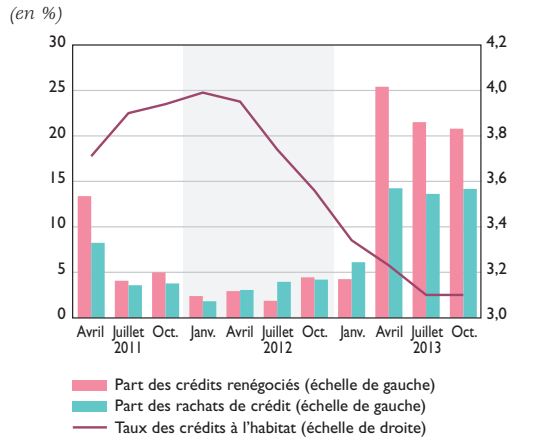
Le niveau du taux moyen légèrement plus élevé en France que la moyenne de la zone euro reflète l'importance de la part des crédits à taux fixes [4], en général plus coûteux à l'origine que les crédits à taux variable : ces derniers représentent seulement 7 % des crédits nouveaux à l'habitat consentis en France en décembre 2013, alors que cette proportion atteint par exemple, 69 % en Espagne et 77 % en Italie.

Graphique 11 Taux d'intérêt des crédits nouveaux à l'habitat dans la zone euro



Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

Graphique 12 Part des rachats et renégociations de prêts dans la production de crédits à l'habitat en France



Source : Banque de France.

Le bas niveau atteint par les taux d'intérêt a incité nombre de ménages à entreprendre de renégocier leurs crédits existants. Ce mouvement s'est accentué en 2013 : alors qu'en janvier 2013, 4 % des crédits nouveaux correspondaient à des renégociations de contrats et 6 % à des rachats de prêts [5], ces proportions se sont respectivement élevées à 25 % et 14 % en avril 2013, et à 21 % et 14 % en octobre 2013 (cf. graphique 12).

3|2 Les crédits à la consommation se contractent

En France, la contraction de l'encours des crédits à la consommation des ménages s'accentue passant de – 0,8 % en 2012 à – 2,0 % en 2013 (cf. graphique 10). Le retournement intervenu en 2012 s'inscrit dans le contexte de la mise en œuvre de la loi Lagarde du 1er juillet 2010, entrée en application en mai 2011. Ce texte encadre plus strictement les crédits renouvelables : une durée maximale a été instaurée,

4 *En France comme dans les autres pays de la zone euro, les crédits à taux fixe sont approchés par les crédits dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à un an ; ceux pour lesquels la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an sont considérés comme des crédits à taux variable.*

5 *Informations disponibles pour chaque premier mois d'un trimestre.*

de 36 mois pour ceux d'un montant inférieur à 3 000 euros et de 60 mois pour ceux d'un montant supérieur. En outre, pour tout crédit supérieur à 1 000 euros, la loi oblige les banques à proposer à leurs clients un crédit amortissable.

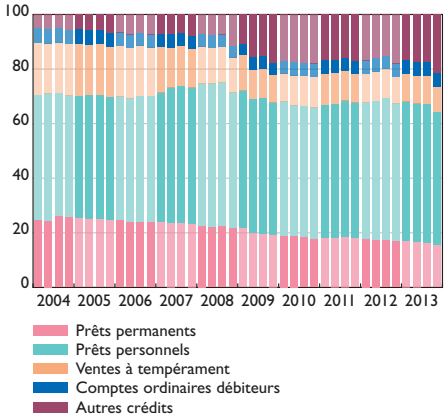
Ces dispositions entraînent une substitution progressive des prêts personnels aux prêts renouvelables ou permanents : la part de ces derniers dans le total des crédits de trésorerie passe de 18,3 % au deuxième trimestre de 2011 à 15,7 % au quatrième trimestre de 2013 (cf. graphique 13). Conformément à ses objectifs affichés, la loi Lagarde a donc bien favorisé le développement des prêts remboursables, moins susceptibles de conduire au surendettement que les crédits renouvelables.

Les modalités de fixation du seuil de l'usure ont également été réformées. Les catégories « prêts personnels » et « crédits permanents » ont été supprimées en avril 2013, au terme d'une période de transition de deux ans, au profit de nouvelles catégories définies en fonction du montant du prêt (inférieur à 3 000 euros, compris entre 3 000 et 6 000 euros ou supérieur à 6 000 euros).

Le taux d'intérêt moyen des crédits nouveaux à la consommation baisse d'environ 25 points de base en France entre fin 2012 (6,08 %) et fin 2013 (5,82 %). Dans la zone euro, il augmente en revanche d'environ 10 points de base (6,45 % en décembre 2013, après 6,33 % en décembre 2012). Cette évolution d'ensemble recouvre toutefois des situations très différentes selon les pays : à fin 2013, le coût moyen des crédits à la consommation est quasiment identique en Allemagne et en France ; il est beaucoup plus élevé en Espagne et dans une mesure un peu moindre en Italie (cf. graphique 14) [6].

Graphique 13 Part des différentes catégories de prêts dans les crédits de trésorerie aux ménages en France

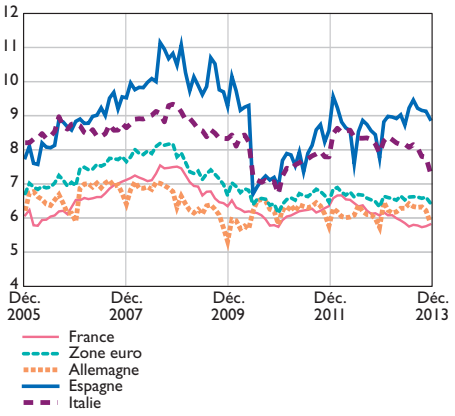
(en %)



Source : Banque de France.

Graphique 14 Taux d'intérêt moyen des crédits nouveaux à la consommation dans la zone euro

(en %)



Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

6 *Le lecteur trouvera des informations plus détaillées sur le crédit à la consommation et les effets de la loi du 1er juillet 2010 dans le* Rapport du Comité de suivi de la réforme de l'usure, *qui figure sur le site internet de la Banque de France :* https://www.banque-france.fr/publications/publications/rapport-de-lusure.html

Glossaire

Accord de pensions

Convention par laquelle une valeur est cédée à un prix donné tandis que le débiteur obtient simultanément le droit et l'obligation de la racheter à un prix déterminé et à un terme fixé à l'avance [7].

Administrations publiques (APU)

Ensemble des producteurs non marchands d'un pays, regroupant les administrations publiques centrales, les administrations publiques locales et les administrations de sécurité sociale. Elles tirent la majeure partie de leurs ressources de contributions obligatoires. Du point de vue de l'analyse monétaire, les administrations publiques centrales sont considérées comme un secteur neutre, alors que les administrations publiques locales et les administrations de sécurité sociale font partie des secteurs détenteurs de monnaie.

Agrégats monétaires

M1 : pièces et billets en circulation et dépôts à vue.
M2 : M1 + dépôts avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans.
M3 : M2 + pensions + titres d'OPCVM monétaires + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par des IFM.
Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des institutions financières et monétaires (IFM, voir ci-après) ni des institutions relevant de l'administration centrale sont incluses dans les agrégats M1, M2 et M3. Sont qualifiés de monétaires tous les actifs entrant dans la composition de l'agrégat M3.

Autres intermédiaires financiers

Ensemble des institutions financières qui ne sont pas classées dans les IFM, à l'exception des sociétés d'assurance. Il s'agit principalement des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement.

Dépôts à terme

Dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou dont la conversion en espèces avant ce terme implique une réfaction totale ou partielle de la rémunération convenue.

Dépôts avec un préavis inférieur ou égal à trois mois

Dépôts d'épargne liquide qui présentent une liquidité moins immédiate que les dépôts à vue. Il s'agit en France des livrets A et bleus, des livrets de développement durable, des comptes d'épargne-logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Institutions financières et monétaires (IFM)

Ensemble comprenant pour l'essentiel les banques centrales, les établissements de crédit et les OPCVM monétaires.

Ménages

Secteur institutionnel constitué des particuliers, des entrepreneurs individuels auquel on agrège ici les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).

7 *Cf. BCE (février 2004) «* Documentation générale sur les instruments et procédure de politique monétaire de l'Eurosystème » – *Glossaire (page 83).*

Organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM)

Fonds d'investissement qui prennent la forme soit de sociétés d'investissement à capital variable dites « SICAV », soit de fonds communs de placement (FCP). Les OPCVM ont pour objet la gestion d'un portefeuille d'instruments de valeurs mobilières (actions, obligations…). On distingue les OPCVM monétaires, compris dans les IFM, des OPCVM non monétaires, inclus dans les autres institutions financières.

Résidents

Personnes physiques ou personnes morales établies dans le territoire considéré (France ou zone euro).

Secteur institutionnel

Ensemble d'unités institutionnelles ayant des comportements économiques similaires caractérisés par leur fonction principale et la nature de leur activité.

Secteur détenteur de monnaie

Autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension ainsi qu'agents non financiers, c'est-à-dire administrations publiques locales et de sécurité sociale, sociétés non financières et ménages.

Secteur émetteur de monnaie

En France, les constituants de ce secteur sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations et les OPCVM monétaires. Les établissements de paiement ne font pas partie de ce secteur.

Secteur neutre

Administration centrale. Les administrations centrales sont considérées comme n'étant ni détentrices ni émettrices de monnaie. Toutefois, la partie la plus liquide de leur passif sous forme de dépôts est incluse dans les agrégats de monnaie.

Sociétés non financières (SNF)

Unités dotées de la personnalité juridique qui sont des producteurs marchands dont l'activité principale consiste à produire des biens et services non financiers. Les sociétés non financières peuvent être à capitaux privés ou publics.

Titres de créance

Ensemble de titres constitué des obligations — titres représentatifs d'un droit de créance durable, à plus de trois ans — et des instruments du marché monétaire — titres représentatifs d'un droit de créance pour une durée déterminée et négociables sur un marché réglementé ou de gré à gré. Les titres de créance à court terme sont composés des bons du Trésor, des billets de trésorerie, des certificats de dépôt et des autres titres de créance à court terme négociables. Les titres de créance à long terme comprennent les obligations et valeurs assimilés et les bons à moyen terme négociables (BMTN) et leurs équivalents étrangers.

TD 3

Le rôle des banques dans l'économie

3.1 Questions sur le doc 1 : Le processus de création monétaire, extrait de « La monnaie et ses mécanismes », D. Plihon, La Découverte, 2004

1. Expliquer le mécanisme selon lequel « les crédits font les dépôts » dans les banques. Si les banques sont les seules à créer de la monnaie scripturale, sont-elles néanmoins à l'origine du processus de création monétaire ?
2. A côté des banques commerciales (ou banques de second rang), quel acteur crée de la monnaie ? De quelle monnaie s'agit-il ? En quoi le processus de création monétaire est-il modifié par le passage d'un système bancaire à monnaie unique à un système bancaire diversifié ?

3.2 Questions sur le doc 2 : Les banques : quel rôle, quel risque, quel avenir ?, article de M. Gabel, « Les Cahiers Français », n°301, 2001.

1. En quoi consistent les activités traditionnelles des banques ? Comment ces activités permettent-elles aux banques de dégager des profits ?
2. Qu'entend-on par la notion d'intermédiation bancaire ? Comment explique-t-on l'existence de l'intermédiation bancaire ? En quoi est-ce une spécificité des banques ? Que signifie la notion de finance directe ?
3. Quels sont les principaux risques individuels auxquels sont confrontées les banques ? Définissez la notion de risque systémique.
4. Pourquoi est-il nécessaire de réguler l'activité bancaire ? Quelles sont les principales formes de régulation des banques aujourd'hui ?

3.3 Bilan de la Banque de France en novembre 2015

1. Quels sont les principaux postes aux bilans (actif et passif) des banques (ou des institutions financières) et de la banque centrale ?
2. À partir du bilan de ces acteurs qui constituent le système bancaire, comment obtient-on la masse monétaire, et les principales sources (internes et externes) de la masse monétaire ?

Document 1 : Le processus de création monétaire
Extrait de « La monnaie et ses mécanismes », D. Plihon, Repères, La Découverte, 2004.

3. Le processus de création monétaire

La monnaie contemporaine est principalement scripturale et émise par les banques, comme on vient de le voir. Il est donc important de préciser par quels mécanismes les banques créent de la monnaie et participent à la croissance de la masse monétaire.

La monnaie scripturale correspond aux dépôts à vue (DAV), inscrits au passif des banques et détenus par les agents non bancaires. La monnaie scripturale circule par l'intermédiaire des différents instruments qui en permettent la circulation (chèques, cartes bancaires). Le dépôt est la provision d'un compte, celui-ci pouvant être alimenté soit par une remise de billets, soit par un virement d'un autre compte, soit grâce à un crédit accordé par la banque. Ce dernier procédé est celui qui provoque l'augmentation de la masse de monnaie en circulation.

Dans un système de banque unique

Supposons, pour simplifier, que le système bancaire soit composé d'une seule banque, et qu'il n'existe donc pas de problèmes de conversion d'une monnaie dans une autre. Cette hypothèse sera levée au paragraphe suivant. Prenons le cas d'une entreprise qui emprunte auprès de sa banque. Le mécanisme de la création monétaire se réalise par un accroissement simultané de l'actif et du passif de l'établissement bancaire concerné, illustré par le schéma ci-après :

(actif) Banque	(passif)
Crédit + 100	DAV + 100

(actif) Entreprise	(passif)
Avoir à la banque + 100	Dette + 100

La monnaie créée se concrétise par une inscription au compte (DAV, pour dépôts à vue) du client emprunteur qui figure au passif du bilan bancaire ; la contrepartie est inscrite à l'actif à un poste créance sur le client. Le remboursement du crédit aboutira, de façon symétrique, à une destruction de monnaie en diminuant à la fois l'actif et le passif du bilan bancaire. La masse monétaire — constituée essentiellement par la monnaie scripturale — s'accroît lorsque les flux de remboursements sont inférieurs aux flux des crédits nouveaux, de la même manière que le niveau d'une piscine s'élève lorsque le flux d'écoulement est inférieur au flux de remplissage.

Tous les crédits ne donnent pas nécessairement lieu à de la création monétaire : c'est le cas d'un crédit « interentreprises », pour lequel le financement s'opère par prélèvement sur ressources existantes. De même en est-il de certains établissements qui ouvrent des comptes à leurs clients — les services financiers de La Poste par exemple — mais ne peuvent financer ceux-ci qu'en drainant une épargne préexistante. Les banques commerciales collectent également de l'épargne ; la part des crédits financés sur épargne ne participe pas, par définition, à la création de monnaie.

La création monétaire ne résulte pas uniquement des opérations de crédit. Par exemple, lorsqu'un exportateur apporte à sa banque des devises étrangères et demande des euros en échange, le compte du client est crédité, selon les écritures ci-après :

Banque	
Devises + 100	DAV + 100

Exportateurs	
Avoirs en devises − 100 Avoirs en euros + 100	

La banque a réalisé une opération de création monétaire ; la masse monétaire en euros augmente. Dans ce cas, l'accroissement de la masse monétaire a pour contrepartie une augmentation des créances du système bancaire sur l'extérieur, ce qui sera analysé plus loin au chapitre III (p. 45).

Dans un système bancaire diversifié

Dans la réalité, le système bancaire est composé d'une multiplicité d'établissements et de plusieurs formes de monnaies. Cette diversité tient, en premier lieu, à la coexistence de monnaie scripturale et de monnaie fiduciaire. L'émission de billets est le monopole de la banque centrale, souvent qualifiée pour cette raison d'« institut d'émission ». Les banques, de leur côté, ont le monopole de la création de monnaie scripturale. Ce privilège n'est accordé qu'aux établissements qui ont reçu un « agrément » des autorités monétaires pour la mise à disposition de la clientèle des moyens de paiement.

Ce pouvoir de création monétaire des banques n'est pas illimité ; il est contraint par les « fuites » de liquidité subies par les banques lorsqu'elles doivent assurer la conversion de leur monnaie dans une autre forme de monnaie. Ainsi, les banques doivent répondre aux demandes de retrait de billets et assurer la conversion de monnaie scripturale en billets.

Supposons qu'une banque crée de la monnaie scripturale à hauteur de 100 euros à la suite d'un crédit accordé à un particulier (1). Ce dernier décide ensuite (2) de convertir ses avoirs en billets pour un montant de 30 euros. La banque subit une « fuite » de 30 euros correspondant aux billets qu'elle doit se procurer auprès de la banque centrale. Son compte à la banque centrale est débité d'autant, selon les écritures ci-dessous :

Banque	
1. Crédit + 100	DAV + 100
2. Compte à la banque centrale – 30	DAV – 30

Particulier	
1. Avoir à la banque + 100	Dette + 100
2. Avoir à la banque – 30 Billets + 30	

Banque centrale	
	Billets + 30 Compte de la banque – 30

À la suite de ces opérations, la création de monnaie scripturale, inscrite au passif de la banque, est limitée à 70 euros.

Toutefois, la masse monétaire dans son ensemble (billets et dépôts à vue) a augmenté de 100 euros.

La diversité des systèmes bancaires modernes provient également de la multiplicité des banques. Chaque banque émet sa propre monnaie (la monnaie « Crédit lyonnais », la monnaie « Crédit agricole »...) et toute banque est tenue d'assurer la conversion de « sa » monnaie dans celle des autres. Cette conversion entre les monnaies émises par les différentes banques constitue une autre forme de « fuite » pour chaque banque qui vient limiter son pouvoir de création monétaire.

Supposons que le Crédit lyonnais crée 100 euros à la suite d'un crédit accordé à l'entreprise Renault (1) et que cette dernière utilise ce crédit à hauteur de 50 euros pour payer son fournisseur Michelin (2). Michelin est client du Crédit agricole qui reçoit ces 50 euros en dépôt. Le Crédit lyonnais subit une « fuite » de 50 euros qu'il finance par un emprunt « interbancaire » auprès du Crédit agricole selon les écritures suivantes :

Crédit lyonnais	
1. Crédit + 100	DAV + 100
2.	DAV – 50
	Dette envers CA + 50

Crédit agricole	
2. Crédit au CL + 50	DAV de Michelin + 50

Renault	
1. Avoir au CL + 100	Dette + 100
2. Avoir au CL – 50	

Michelin	
2. Avoir au CA + 50	

Au total, la création de monnaie « Crédit lyonnais » a été limitée à 50 euros par suite de la conversion de cette monnaie dans celle du Crédit agricole. Mais la création monétaire globale, au niveau de l'ensemble du système bancaire, s'est élevée à 100 euros. Celle-ci est répartie entre les deux réseaux bancaires.

Circuits de la monnaie scripturale et systèmes de paiement

Le pouvoir de création monétaire d'une banque dépend de l'importance du *circuit monétaire* géré par celle-ci [Béziade, 1989]. Un circuit monétaire est constitué par l'aire de circulation d'une monnaie dans laquelle ne se pose pas de problème de conversion ou de transfert. Ainsi en est-il lorsque la monnaie scripturale circule dans les comptes d'une même banque ; en ce cas, il s'agit d'une simple question de passation d'écritures : la banque débite le compte du « tireur » et crédite celui du bénéficiaire, comme dans le cas d'un système de banque unique analysé précédemment. En revanche, lorsque les règlements concernent des établissements différents, ceux-ci doivent être en mesure d'assurer la conversion en monnaies d'autres circuits. Les transferts d'un réseau à l'autre constituent des « fuites » qui posent aux émetteurs de monnaie un problème de liquidité, qu'ils pourront satisfaire en empruntant soit auprès de la banque centrale, soit auprès d'autres établissements de crédit (sur le marché interbancaire), comme dans l'exemple précédent.

La masse considérable de règlements qui transitent entre les banques repose sur une organisation de plus en plus complexe — appelée *système de paiement* — afin de satisfaire les exigences d'efficacité et de sécurité. Les innovations technologiques récentes dans le domaine du traitement et de la circulation de l'information ont permis d'importants progrès. La question de la gestion des systèmes de paiement est devenue un enjeu central pour le fonctionnement des systèmes bancaires et financiers modernes.

Le système de paiement français s'articule autour de deux circuits empruntés par les moyens de paiement pour apurer les opérations de règlement : d'une part, le *circuit des opérations de masse* de petits montants (chèques, cartes bancaires, virements-prélèvements...) et, d'autre part, le *circuit des gros montants* (virements de trésorerie, règlements contre livraison de titres, marché monétaire et de change...).

Ces deux circuits ont des caractéristiques très différentes : au milieu des années quatre-vingt-dix, le circuit des opérations de masse traite près de 9 milliards d'opérations par an pour un montant global de 400 milliards de francs par jour, tandis que le circuit des gros montants traite 9 millions d'opérations pour un montant de 1 200 milliards par jour.

L'une des fonctions majeures des systèmes de paiement est d'assurer les opérations de compensation, c'est-à-dire de solder les créances et les dettes entre établissements. Une part croissante de la compensation est automatisée. Pour les opérations de masse, on a créé en 1994 le système interbancaire de télécompensation (SIT). Les opérations de gros montants sont traitées par plusieurs systèmes, dont le système net protégé (SNP), mis en place en 1997, et le système RELIT (règlement-livraison titres) à grande vitesse, opérationnel depuis 1998 pour la compensation des opérations sur titres.

La monnaie « centrale » et le rôle de la banque centrale

La banque centrale émet deux types de monnaies : les billets pour lesquels elle a un monopole, et de la monnaie scripturale qui circule essentiellement entre les intermédiaires financiers. Tous les établissements de crédit, ainsi que le Trésor public dont la banque centrale gère les disponibilités, ont obligation de détenir un compte courant à la banque centrale qui leur permet de régler entre eux leurs dettes. C'est par l'intermédiaire de ce compte que s'effectuent les opérations de « compensation » entre banques présentées plus haut.

De plus, la banque centrale gère les réserves de change du pays : les banques s'adressent à elle pour acheter ou vendre des devises étrangères lorsqu'elles ne peuvent équilibrer ces opérations entre elles sur le marché des changes. Ce rôle de « banque des banques » donne à sa monnaie — la *monnaie centrale* — une importance capitale dans la réalisation de l'unité du système monétaire. La banque centrale a une fonction de « bouclage » de la liquidité du système monétaire : elle alimente ce dernier en liquidité et utilise cette fonction pour influencer le processus de création monétaire d'après ses objectifs de politique monétaire (voir p. 91). En cas de difficultés, lorsqu'il y a un risque grave d'insuffisance de liquidité dans le système de paiement — par exemple, à la suite de la défaillance d'un établissement —, la banque centrale peut intervenir pour éviter une crise : on qualifie cette fonction de *prêteur en dernier ressort*.

Au total, les comptes courants banque centrale par lesquels circule la monnaie centrale permettent :
— le règlement des opérations de compensation des banques ;
— la conversion de la monnaie scripturale bancaire en billets ;
— enfin, la communication avec l'ensemble des monnaies étrangères grâce aux comptes que les institutions internationales ou étrangères détiennent à la banque centrale.

La *monnaie centrale* a ainsi une suprématie sur les autres formes de monnaies auxquelles elle est hiérarchiquement supérieure, ce qui en fait un instrument de la politique monétaire. En effet, comme on le verra au chapitre VI, c'est en agissant sur la quantité de monnaie centrale en circulation, principalement par le canal des interventions sur le marché monétaire, que les banques centrales cherchent à réguler la création monétaire et les taux d'intérêt.

Acteurs, instruments, stratégies
Les banques : quel rôle, quel risque, quel avenir ?

La banque apparaît aujourd'hui dans une situation contradictoire : d'un côté elle témoigne du pouvoir de la finance, comme le montrent les méga-fusions des dernières années, de l'autre, son activité est devenue de plus en plus « contestable » (au sens de la théorie des marchés contestables de W. Baumol). La déréglementation et la désintermédiation, ainsi que l'apparition de la concurrence en ligne modifient profondément le métier de la banque. Malgré cette mutation, la banque préserve une place privilégiée dans l'allocation des capitaux et dans les systèmes de compensation. Compte tenu de son importance, mais aussi des risques qu'elle peut entraîner, la banque fait l'objet d'un système de surveillance et de régulation particulièrement élaboré. Markus Gabel propose ici un tour d'horizon de cet acteur pas comme les autres et des principales interrogations qui lui sont liées.

C. F.

La spécificité de la firme bancaire

L'activité bancaire traditionnelle est de recueillir de la trésorerie de la part des épargnants à la recherche d'un rendement stable et de prêter ces liquidités à des entreprises ou à des consommateurs. En échange, la banque perçoit des intérêts de la part de ces derniers. Ces mêmes opérations ont lieu sur le marché interbancaire. Le profit est déterminé par la différence entre les intérêts payés et reçus – le *spread* ou le *margin*. Ce *spread* est en baisse depuis de nombreuses années. La déréglementation et l'ouverture des marchés ont non seulement permis une meilleure circulation de l'information, suscitant ainsi le développement d'opérations d'arbitrage et de produits financiers de plus en plus sophistiqués, mais elles ont également accentué le processus de désintermédiation : dans la recherche de fonds, les entreprises se reportent de plus en plus souvent directement sur les marchés.

Pourquoi l'intermédiation financière ?

L'activité d'intermédiation de la banque est loin d'être exclusive car prêteurs et emprunteurs peuvent aussi se rencontrer directement sur le marché. Cette finance directe est plus au moins répandue selon le cadre économique et socioculturel existant (1). Lors de telles opérations bilatérales, les emprunteurs placent des titres primaires directement auprès des prêteurs ultimes. Il n'y a alors pas de place pour une intermédiation financière. Afin d'expliquer l'existence des banques et des intermédiaires financiers en général, on invoque les imperfections des marchés. Ces imperfections tiennent d'abord au fait que les préférences des deux parties ne sont pas les mêmes. Les prêteurs recherchent en général une rémunération rapide et régulière, tandis que les emprunteurs cherchent à s'assurer une détention à long terme des capitaux empruntés et sont rarement en mesure de garantir très rapidement une rémunération. En achetant alors des titres primaires et en les plaçant auprès des prêteurs ultimes, la banque fournit un service que le marché ne peut pas à lui seul assurer : c'est le cumul des titres qui permet de lisser les maturités et de payer des rendements réguliers aux prêteurs.
Cette interprétation renvoie directement à la dichotomie classique entre la firme et le marché, telle qu'elle est analysée depuis les travaux de Coase (1937) et Williamson (1975). L'imperfection des marchés tient ici au coût d'utilisation du système des prix. Dans le cas de la finance, il s'agit des coûts de recherche (rencontre entre prêteur et emprunteur, information sur la qualité de chacun, etc.) et des coûts liés à l'incertitude (asymétrie d'information entre prêteur et emprunteur). La firme bancaire permet d'internaliser ces coûts de transaction, permettant ainsi d'expliquer l'existence des intermédiaires financiers en général. Par contre, elle ne répond pas véritablement à la question de la spécificité des banques elles-mêmes comme un intermédiaire particulier.

(1) Voir l'article de Nathalie Payelle « Typologies des systèmes financiers », p. 15.

Doc 2. Markus Gabel. Les banques, quel rôle, quel risque, quel avenir ? Cahiers français 2001

La spécificité des banques comme intermédiaire financier

L'explication de la spécificité bancaire dépend du cadre théorique adopté. Comme souvent en économie, on peut distinguer deux options : soit il s'agit d'un monde d'information parfaite (c'est l'efficience des marchés qui prévaut), soit on part de l'hypothèse d'asymétrie d'information (les marchés sont alors inefficients).

Le principal inconvénient de la perspective basée sur l'information parfaite est qu'elle ne permet pas de préciser véritablement la production bancaire : la banque ne reste qu'un voile, parce que l'économie demeure finalement a-monétaire (voir encadré « L'existence difficile des banques dans un univers d'efficience de marché »). Afin de cerner la spécificité bancaire, il faut alors renoncer aux commodités théoriques de la théorie du choix de portefeuille qui fait de la monnaie un actif parmi d'autres (2). En adoptant un cadre d'incertitude et d'asymétrie d'information, on se trouve dans un univers où coexistent la monnaie et d'autres titres financiers. Ici, l'existence de la monnaie se justifie par l'incertitude qui pèse sur la valeur des titres. Dans ce cadre, l'intermédiation bancaire peut être justifiée par le lien qu'elle crée entre les sphères réelle, monétaire et financière. Elle se base ainsi non seulement sur les coûts de transaction sur les marchés, mais également sur l'aversion des agents vis-à-vis du risque. La spécificité bancaire prend ici deux formes. La première concerne l'assurance de liquidité. La banque est mieux placée que les prêteurs pour sélectionner et surveiller les emprunteurs. Mais au-delà de cette économie de coûts d'information, la banque partage et transforme les risques, ce qui permet à la fois de pérenniser l'investissement et de satisfaire aux exigences de rendement des prêteurs.

L'existence difficile des banques dans un univers d'efficience de marché

Dans le cas d'information parfaite, la neutralité financière telle qu'elle découle du théorème de Modigliani-Miller peut être étendue aux banques grâce à l'hypothèse d'efficience des marchés financiers (Black 1975 et Fama 1980). Cette efficience fait que les banques sont finalement indifférentes à l'origine des fonds qu'elles prêtent ; elles n'ont pas non plus besoin d'ajuster les maturités entre prêteurs et emprunteurs (la parité de la structure des taux est assurée par le marché). La fonction de la banque est alors réduite à la gestion des paiements et, puisque les transactions impliquent aussi d'autres actifs financiers, à celle de gestion de portefeuille. La banque serait ainsi réduite à un rôle de courtier. Dans ce cadre, elle ne peut se distinguer d'autres intermédiaires que par une réglementation particulière (comme le livret A ou d'autres comptes réglementés).

Markus Gabel

Cependant, la banque n'est pas la seule institution à fournir des services de liquidité des actifs. Il existe de nombreux autres acteurs qui – à des degrés divers, mais généralement moindres – assurent le même service (les courtiers, les agences de *rating*, les marchés primaires et secondaires, les ECN, ou ATS) (3). La spécificité de la banque ne surgit que dans une économie monétaire. Compte tenu de l'asymétrie informationnelle, outre l'existence d'un moyen de paiement incontesté, il faut également assurer que le paiement est définitif et fait taire toute contestation (4). Dans ce contexte, une deuxième valeur ajoutée de la banque consiste dans les services de compensation qu'elle fournit. Le développement de la monnaie scripturale a fait que les banques jouent aujourd'hui un rôle central dans les systèmes de compensation entre entreprises. L'assurance des échanges complète ainsi l'assurance de liquidité. La spécificité de l'intermédiation bancaire réside donc dans une production (structurellement) jointe (Farat 1992) qui relève de la combinaison des fonctions d'information, de fourniture de fonds et de compensation.

Risque et régulation bancaire

Les risques bancaires

L'institution bancaire est confrontée à deux types de risques : le risque individuel et le risque systémique (5). Le risque individuel concerne le risque de crédit, le risque lié aux dépositaires et le risque de taux. Le risque de crédit paraît être celui auquel la banque est le plus communément exposée. C'est le risque que les emprunteurs perdent leur capacité de rendre leur emprunt. Ce risque varie en fonction du cycle économique. Il est certes plus élevé en période de récession, mais en fait il prend sa source en période de croissance quand les banques commencent à relâcher leurs critères de crédit. Le Japon de la fin des années 80 illustre ce phénomène. Sur l'archipel nippon, les crédits non-performants représentent un problème sérieux qui perdure maintenant depuis dix ans, malgré plusieurs plans de recapitalisation par l'État d'un montant d'environ 100 milliards d'euros (6).

(2) La théorie du choix de portefeuille considère notamment la valeur des actifs comme une variable aléatoire dont on connaît la loi de probabilité. Sur la théorie du portefeuille, voir Markowitz (1959), Merton (1971).
(3) Concernant les *Electronic communication networks* (ECN) ou *Alternative trading systems* (ATS), on peut se reporter à l'article de Frédéric Lelièvre dans ce numéro, p.54.
(4) Dans le contexte de l'incertitude des échanges, Aglietta parle de l'« ambivalence de l'argent » (Aglietta 1988, cité par Farat 1992).
(5) Sur les notions du risque bancaire, voir BRI (2000).
(6) Dans de nombreux bilans bancaires figurent toujours des garanties immobilières, qui ont été évaluées à des prix lors de la bulle financière des années 80. Le secteur est de plus en plus malmené par les agences de notation internationales.

Les banques françaises depuis 1945 : des mutations importantes

Nationalisation versus privatisation

L'histoire bancaire française depuis 1945 a longtemps été dominée par le débat nationalisation *versus* privatisation. L'Assemblée nationale vota le 2 décembre 1945 la nationalisation des quatre principales banques de dépôt (le Crédit lyonnais, la Société Générale, le Comptoir national d'escompte de Paris, CNEP et la Banque nationale pour le commerce et l'industrie, BNCI). Outre par des raisons idéologiques, ces nationalisations ont été justifiées par la nécessaire reconstruction économique. L'Etat se dotait ainsi de moyens d'action directs de nature à permettre un développement économique plus rapide. Ce fut la première fois qu'un grand pays industrialisé décida un tel transfert massif de propriété (les quatre banques représentaient à l'époque environ 55 % des dépots bancaires). La loi de 1945 établit aussi la base d'une nouvelle organisation du système bancaire français. Elle instituait la distinction entre banque de dépôt et banque d'affaire (longtemps maintenue), elle nationalisait la Banque de France et instaurait le Conseil national du crédit, organisme chargé de la politique du crédit. Si l'impact réel des banques nationalisées dans la reconstruction n'est pas facile à mesurer, il est clair, en revanche, que les nationalisations ont contribué à une très forte stabilité des structures, mais aussi au faible dynamisme et au faible degré de concurrence des banques françaises. Elles ont aussi certainement accentué l'opposition entre la finance directe et indirecte, la France restant un pays qui s'appuie davantage sur un financement bancaire que sur un financement de marché. Ce qui la distingue nettement des économies anglo-saxonnes, malgré le développement des marchés financiers à partir des années 80. Aujourd'hui, et malgré une seconde vague de nationalisations en 1981-1982 durant laquelle trente-neuf établissements supplémentaires sont devenus propriété de l'Etat, les nationalisations ne sont plus à l'ordre du jour. Depuis le milieu des années 80, l'Etat français a non seulement déréglementé le système financier (jusque-là la Banque de France contrôlait la rémunération de l'épargne, le prix du crédit, etc.), mais il a surtout massivement privatisé. Ce programme de privatisation s'achève en 2001 avec celle de la Banque Hervet.

Fusions, regroupements et compétitivité

Le secteur bancaire français poursuit depuis plusieurs années un processus de restructuration, d'internationalisation de son actionnariat, de décloisonnement des marchés et de despécialisation des intermédiaires. La récente législation bancaire a accentué ce processus (voir notamment la loi 99-532 du 25 juin 1999). Mis à part le renforcement des compétences des autorités de surveillance, ainsi que la création d'un fonds général de garantie bancaire, la loi prévoit notamment de réformer graduellement la structure et le statut des caisses d'épargne. D'ici 2003, les banques de ce type doivent ouvrir leurs capitaux et seront désormais assimilées à des banques coope-

Banques

	Rentabilité des fonds propres (en %)		Bénéfice par action (1)		*Price-earning ratio* (PER) (2)		Capitalisation boursière (3)
	2000	2001 (4)	2000	2001 (4)	2000	2001 (4)	
Les françaises							
BNP-Paribas	19,5	17,7	9,22	9,52	9,5	9,2	44,9
Crédit Lyonnais	12,7	14,0	2,76	3,32	13,9	11,9	14,8
Société Générale	20,3	18,5	6,50	6,62	9,5	9,4	30,8
Dexia	16,5	17,2	11,22	13,03	14,7	12,6	n.d.
Les européennes							
Deutsche Bank (All.)	18,0	12,1	6,85	6,05	10,0	13,3	56,5
HSBC (GB)	16,2	16,2	0,84	0,90	15,5	14,3	137,1
UBS (Suisse)	20,7	19,8	12,24	12,51	12,3	12,1	73
BBV Argentaria (Esp)	18,0	20,8	0,74	0,90	19,7	16,0	51,2

(1) en euros ; (2) multiple de capitalisation (s'obtient en divisant le cours de l'action par le gain net de l'action) ; (3) en milliards d'euros au 30 avril 2001 ; (4) prévisions.

Sources : Jacques Chahine Finance (cité par *La Tribune*, 30 mars 2001), *La Tribune* du 2 mai 2001, *Business Week*, 23 avril 2001.

ratives. L'avantage comparatif concernant le livret A sera néanmoins maintenu. Cette loi s'intègre dans la stratégie globale de protection du système bancaire français d'OPA étrangères hostiles. Cette stratégie consiste à élargir le système des banques et assurances coopératives et à favoriser la fusion des grandes banques sur le plan national comme le montre la fusion entre la Banque nationale de Paris et la banque Paribas. Par ailleurs, le Crédit Lyonnais s'est réorganisé, le CIC est lié au Crédit Mutuel et le Crédit Foncier s'est adossé aux Caisses d'Épargne. En même temps, les banques étrangères profitent de cette restructuration pour acquérir des parts dans le tissu bancaire français (1).
En 1987, la France comptait 2 152 établissements de crédit. Ce nombre est passé en-dessous des 1 100 à la fin de l'année 2000. Ce processus d'amaigrissement a été le plus remarquable dans le secteur des Caisses d'Épargne qui sont passées de 468 en 1984 à 34 en moins de dix ans. Malgré ce processus, le nombre de guichet est resté quasiment stable autour de 25 500 (pour de nombreux experts, la France reste ainsi sur-équipée), ce qui n'empêche néanmoins pas les banques françaises de rester compétitives (voir tableau). Cependant, la faible valorisation boursière des banques françaises fait que certaines représentent des proies recherchées pour une OPA. Dès lors la valse des fusions et acquisitions dans le secteur n'est certainement pas terminée.

Markus Gabel

(1) La plus remarquable opération dans ce contexte a été, en 2000, la vente du Crédit Commercial de France (CCF) au groupe britannique HSBC.

L'activité bancaire vit de l'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs. Les entrées et les sorties de liquidités représentent un flux continu. Dans ce cadre, la banque doit espérer qu'il n'arrive pas une situation où les prêteurs rappellent leur argent au même moment. En cas de sérieux doutes sur la qualité des prêts bancaires, une telle ruée aux guichets peut néanmoins avoir lieu. Afin de satisfaire cette demande, la banque doit alors rappeler ces crédits. Bien que certains des prêts puissent être rappelés relativement vite, ceux ayant des maturités plus longues le sont d'autant plus difficilement. Dans la cadre d'une panique bancaire, la transformation des maturités et des risques que la banque a effectués peut ainsi très vite l'amener à la faillite.
Le troisième risque auquel la banque fait face est le risque de taux. Il s'agit du risque qui conduirait la banque à payer plus d'intérêts sur les dépôts qu'elle n'en percevrait auprès des emprunteurs. Ce risque apparaît notamment en phases de hausse du taux d'intérêt et tient au fait que les prêts sont majoritairement accordés sur la base de taux fixes, tandis que les dépôts profitent de taux variables. Le risque de crédit a été une des causes de la crise des caisses d'épargne (*savings-and-loan*) américaines quand les taux d'intérêts ont fortement augmenté durant l'année 1979. Afin de réduire ce risque, les banques multiplient aujourd'hui les offres de prêts à taux variables. Le succès de telles offres est néanmoins limité, car l'aversion au risque des emprunteurs les incite à préférer des charges prévisibles (7).
Ces risques individuels peuvent mener au risque systémique car la faillite d'une banque a un effet boule de neige. Les difficultés de paiement d'une banque peuvent ainsi très vite causer des difficultés chez d'autres intermédiaires financiers. La crise bancaire des années 30 ou les faillites de la Banco Ambrosiano ou de la Herstattbank sont des exemples célèbres. Actuellement, la crise bancaire japonaise prend déjà partiellement la forme d'une telle crise systémique avec les faillites en cascade que connaît l'économie japonaise depuis 1998. A l'inverse, le risque qui plane sur des intermédiaires autres que des banques peut aussi menacer les banques elles-mêmes comme ce fut le cas à l'automne 1998 quand le fonds spéculatif LTCM (*hedge fund*), dans lequel de nombreuses banques avaient investi de fortes sommes, s'approchait dangereusement de la faillite.

Réguler les banques

L'activité bancaire – compte tenu de ses fonctions bénéfiques, mais aussi des risques auxquels elle fait face – est l'objet d'une régulation spécifique. Le degré de cette régulation est variable ; elle peut être minimale (c'est donc l'inspiration libérale) ou réguler plus profondément les activités bancaires. La régulation bancaire vise en principe à protéger les banques contre elles-mêmes. La forme institutionnelle de cette régulation est très variable et elle associe de nombreux acteurs : Banques centrales, ministères des Finances, administrations spécifiques et représentants de la profession (comme par exemple l'Association française de banques, AFB, ou le *Bundesverband deutscher Banken*, BdB, en Allemagne). La forme institutionnelle et le degré de participation des différents acteurs à la supervision bancaire (au niveau micro-prudentiel) sont très variables (voir tableau ci-contre) (8). Néanmoins, on distingue toujours un niveau micro-prudentiel (qui concerne une banque prise isolément) et un niveau macro-prudentiel (qui concerne notamment la prévention du risque de système, cette tâche revenant toujours à la Banque centrale).

(7) En réponse à ce problème, les banques ont développé des marchés de *swap* de taux d'intérêt permettant aux banques et aux emprunteurs d'échanger des taux fixes contre des taux variables.
(8) Malgré l'internationalisation financière, cette apparente diversité perdure. Néanmoins, on peut noter une tendance à l'accroissement des compétences des autorités spécialisées de régulation au détriment des Banques centrales et des ministères des Finances. L'actuel projet d'une super-autorité de surveillance en Allemagne et en Irlande illustre cette tendance. Le projet de loi sur la réforme des autorités financières (RAF) en France (actuellement reporté) va dans la même direction. Voir aussi l'article de Michel Ruimy, p.3.

Quelques formes organisationnelles de la supervision bancaire

Organisation de la régulation (microprudentielle)	Accords informels entre la Banque centrale, le ministère des Finances (MDF) et les banques	Standards globaux fixés par une administration autonome, contrôle sur place par la Banque centrale	Standards fixés par le ministère des Finances	Surveillance par la Banque centrale	Surveillance par une autorité autonome
Exemple	Grande-Bretagne	Allemagne	Japon	France	Luxembourg
Acteurs centraux	Banque d'Angleterre, MDF et les représentants de la City de Londres (1)	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred), Bundesbank (2)	Ministère des Finances du Japon (3)	Commission bancaire, CRBF, CECEI, CNCT (4)	Commission de surveillance du secteur financier

(1) A noter aussi l'existence de la *Financal Services Authority* (FSA) qui, compte tenu de l'interdépendance croissante des différents métiers de la finance, intervient de plus en plus dans la surveillance bancaire. (2) Compte tenu de ce contrôle sur place, certains observateurs parlent même d'un rôle central de la Bundesbank dans la surveillance bancaire. L'actuel projet de réforme du ministère des Finances de Berlin prévoit cependant une centralisation de la supervision bancaire à l'intérieur d'une super-autorité de contrôle regroupant le contrôle des banques, des assurances et des marchés financiers. Le rôle de la Bundesbank dans ce schéma n'a pas encore été clarifié définitivement. (3) Le ministère des Finances japonais doit opérer avec des standards informels qui n'ont pas de base juridique. (4) A côté de la commission bancaire, la loi du 2 juillet 1996 qui a transposé en droit français la directive européenne du 10 mai 1993 nomme les acteurs suivants : le Comité de la réglementation bancaire et financière (CRBF), le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) et le Conseil national du crédit et du titre (CNCT).

La surveillance microprudentielle concerne notamment des règles de conduite et de fonds propres. Dans tous les pays, l'ouverture des banques nécessite l'autorisation de l'autorité de contrôle, laquelle analyse ensuite régulièrement une série de données financières – bilans et autres documents de surveillance (contrôle sur place) – afin de veiller au respect de règles concernant les fonds propres et la liquidité des établissements. Dans ce contexte, les banques doivent garder des minimums de réserve : chaque banque doit déposer un pourcentage de ses dépôts auprès de la Banque centrale. Ces dépôts ne sont pas (ou faiblement) rémunérés. Par ailleurs, la Banque centrale prélève des intérêts pour les prêts qu'elle accorde aux banques (qui payent ainsi pour leur propre régulation). L'autre moyen pour veiller à la liquidité des banques est de les obliger à respecter une certaine relation entre leurs fonds propres et leurs crédits (ou actifs risqués). En 1988, le Comité de Bâle, chargé de la supervision bancaire auprès de la Banque des règlements internationaux (BRI), a fixé ce rapport à 8 %. Cette réglementation est actuellement en train d'être

La réforme du ratio Cook

Depuis 1988, les marchés financiers, les activités bancaires et les pratiques prudentielles ont connu d'importantes mutations. Le métier de la banque est devenu plus complexe, les différents pans de la finance sont aujourd'hui de plus en plus intégrés (voir les activités de la bancassurance et de la banque d'investissement). En 1999, le Comité de Bâle a publié une série de propositions destinées à remplacer l'accord actuel par un dispositif plus différencié en fonction du risque. Après une première série de commentaires des professionnels et des autorités de contrôle, une version plus concrète a été présentée en janvier 2001. Elle concerne le risque de crédit, le risque opérationnel et le risque de taux. Afin d'évaluer le risque de crédit, les régulateurs proposent un système souple en accordant une place importante aux systèmes internes d'évaluation (ce qui représente la principale nouveauté de la réforme). La réforme porte non seulement sur la totalité des portefeuilles bancaires, elle vise également à intégrer les spécificités au sein du secteur en faisant varier les pondérations en fonction du type de portefeuilles, respectivement des clients. La proposition relative au risque opérationnel vise à le rattacher à une exigence en capital qui sera composée de deux parties : l'une fixe (calculée par les banques), l'autre variable (indexée par exemple sur les actifs ou les commissions). Finalement, concernant le risque de taux, les régulateurs de Bâle prévoient de laisser aux instances nationales le soin d'apprécier la charge en capital nécessaire. Au total, le nouvel accord, certes plus diversifié, ne devrait pas excéder – pour la plupart des banques – le niveau actuel d'exigence, fixé à 8 %.

Calendrier de la mise en œuvre de la réforme

Juillet 1988 : publication de l'accord actuellement en vigueur.

Fin 1992 : date limite pour sa mise en œuvre.

Juin 1999 : première phase de consultation sur le nouvel accord.

Janvier 2001 : deuxième phase de consultation.

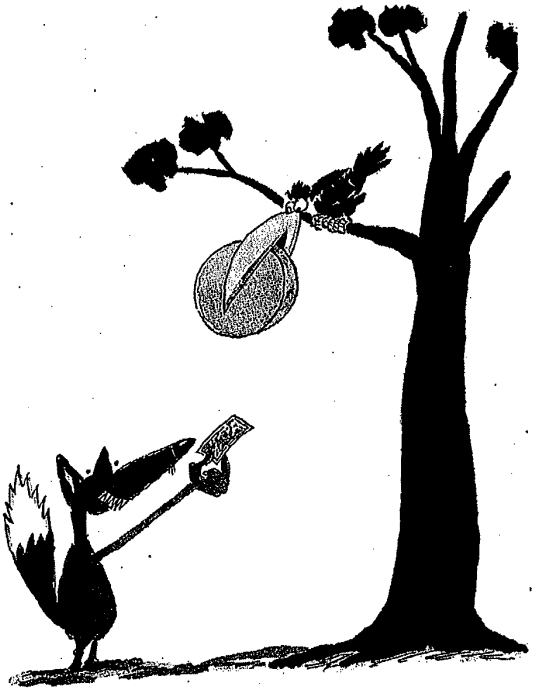
Fin mai 2001 : date limite de réception des commentaires.

Fin 2001 : publication du nouvel accord, nommé ratio McDonough.

2004 : application du nouvel accord.

Markus Gabel

réformée (voir encadré « La réforme du ratio Cook »). La surveillance macroprudentielle concerne notamment la fonction des Banques centrales comme prêteurs en dernier ressort. Ainsi, en cas de graves problèmes de solvabilité, la Banque centrale fournit de nouvelles liquidités à la banque. C'était le cas de la *Federal Reserve* en 1987 ou de la Banque du Japon à la fin des années 90. Un autre moyen de garantir la solvabilité et de veiller sur les dépôts des épargnants est d'établir un fonds de garantie bancaire. L'inconvénient de toutes ces mesures est l'aléa moral qu'elles entraînent. Elles peuvent en fait inciter les banques à être moins prudentes, voire à se montrer indifférentes quant au niveau des risques encourus. Les banques peuvent aussi, par exemple, poursuivre la stratégie du « *too big to fall* » (trop grand pour faire défaut). Les fusions bancaires, dont la taille n'a cessé de croître ces dernières années, autorisent une telle interprétation.
Le risque systémique reste alors un risque difficilement gérable. Dans le futur, ce risque peut même s'alourdir compte tenu du développement de la banque d'investissement, du concept de la bancassurance, des marchés à produits dérivés (comme par exemple celui des *hedge funds*) et de la banque *on line*.



Demain, les banques ?

L'activité bancaire se trouve aujourd'hui face à un paradoxe : d'un côté, on reproche aux banques leur pouvoir et leur position dans l'économie – les méga-fusions de ces dernières années ne font que renforcer cette impression –, de l'autre, le métier de la banque semble de plus en plus « contestable » : de nouveaux concurrents entrent sur le marché bancaire, les marges baissent, la désintermédiation se développe. Se réalise alors l'appréciation de Bill Gates « *Banking is necessary, banks are not* » (9) ?

Une activité de plus en plus contestable

La tendance à la densification de la concurrence n'est pas nouvelle. Elle a commencé il y a une vingtaine d'années avec la diversification de l'offre de crédit. Les grands constructeurs d'automobiles ont été parmi les premiers à doubler les banques dans leurs offres de prêts à la consommation. Aujourd'hui, les offres de prêts de la part des grands magasins et des supermarchés font partie du quotidien. Les entreprises de cartes de crédits, fortes d'une manne d'informations et d'un réseau électronique, ont complété cette tendance qui semble aujourd'hui s'achever avec l'ouverture de réseaux bancaires (souvent *on line*) par les grands assureurs.
Les possibilités des nouvelles technologies de l'information (NTIC) ajoutent encore à cet accroissement de la concurrence. Mais elles introduisent aussi un changement qualitatif. L'information financière se prête particulièrement aux NTIC. L'ouverture d'une banque en ligne est désormais à la portée de nombreux acteurs, notamment ceux qui disposent soit d'une quantité importante de fichiers clients, soit d'un réseau informatique développé (sans parler de ceux qui réunissent les deux). Il n'est ainsi pas étonnant que les offres de banques de la part des assureurs et des entreprises de télécommunications et d'informatiques se soient multipliées ces derniers temps. La banque en ligne offre des avantages considérables. Elle est surtout moins chère et peut ainsi offrir les produits bancaires à un moindre prix que ses concurrents « *brick and mortar* » (banques à guichets) qui risquent de rester sur les activités bancaires les moins profitables.
Tout cela se passe sur fond d'une tendance lente, mais apparemment irrésistible, à la désintermédiation bancaire. A l'instar du développement des marchés financiers en général, les entreprises ont de plus en plus substitué le financement par dette bancaire par des formes de financement par le marché – soit sous forme d'obligations d'entreprises qu'elles placent directement sur le marché, soit sous forme de capitaux propres par l'émission d'actions. Néanmoins, développement technologique et déréglementations financières ne sont pas les seul

(9) Cité par Buch et Golder (2000).

facteurs expliquant cette tendance. Celle-ci participe aussi d'un processus endogène. Par le développement de la banque d'investissement, les banques ont encore accentué cette évolution. Le traditionnel rôle de bailleur de fonds se réduit ainsi à celui de conseiller et gérant des opérations. Tous les pays sont aujourd'hui concernés. Néanmoins, non seulement le degré de désintermédiation varie d'un pays à l'autre (par exemple, en Allemagne avec son système de la Hausbank (10), mais aussi au Japon, le phénomène a été moins fort qu'en Grande-Bretagne), mais il est aussi très sensible au développement conjoncturel. Ainsi, les phases de récession et de faible croissance du début des années 80 au milieu des années 90 ont d'abord nettement accentué le processus. Mais, en même temps, la baisse des besoins de financement s'est accompagnée d'un désendettement et a élargi la marge pour l'autofinancement des entreprises. Avec le retour de la croissance, cette tendance semble néanmoins se terminer. Enfin, en Europe, l'euro et la création d'un marché financier intégré sont susceptibles d'accélérer de nouveau le processus de désintermédiation, puisque les entreprises pourraient y trouver des financements meilleur marché.

Diversification de l'activité bancaire

Bien que le processus de désintermédiation semble inévitable, la banque – grâce à sa spécificité (l'assurance de liquidité et l'assurance des échanges, voir *supra*) – gardera toujours un rôle dans l'intermédiation financière. Poussées aussi par la baisse des *spreads* (qui traditionnellement assurent la principale partie du bénéfice bancaire), les banques ont néanmoins commencé à s'ouvrir à d'autres sources de profit. On observe ainsi une tendance qui vise à augmenter les recettes relatives aux opérations payantes tant en ce qui concerne les particuliers (comme les chèques payants ou les frais concernant l'achat de parts de SICAV ou de fonds mutuels) que les entreprises et investisseurs institutionnels pour leurs opérations de marché.

Plus généralement, ce développement a amorcé pour les banques une tendance à l'élargissement de leurs activités. Cela concerne notamment les activités de la bancassurance et celles de la banque de marché. Le développement de la bancassurance (Allfinanz en Allemagne) est la plus ancienne de ces stratégies. Elle s'est notamment développée en Europe où toutes les grandes banques sont aujourd'hui – à des degrés divers – des établissements qui combinent banque et assurance (soit par des fusions ou des créations de département d'assurance au sein des banques, soit par des accords de distribution plus au moins profonds). Ce qu'illustre parfaitement la récente OPA de l'assureur allemand Allianz sur la Dresdner Bank (11). L'avantage du concept de la bancassurance est qu'il permet d'offrir toute la gamme de produits financiers au sein d'un même groupe. Néanmoins, ce concept ne fait pas l'unanimité. Les adversaires restent convaincus que la spécialisation sur leurs métiers initiaux permet non seulement une meilleure gestion et contrôle du risque opérationnel, mais également une rentabilité plus élevée. L'autre diversification concerne l'activité de la banque de marché. De tradition anglo-saxonne, elle s'est développée en Europe avec un certain retard (12). Cette activité à base de provisions aide les entreprises à se financer sur les marchés de capitaux et à réaliser leurs opérations financières diverses telles que les OPA, OPE, fusions, etc. (13). En Europe, le développement du marché financier unique représente un catalyseur considérable pour ce type d'opérations.

Les banques et l'internet en France

	2000	2001 (1)	2002 (1)	2003 (1)	2004 (1)
Les sites web (en nombre)	180	190	260	330	400
Les clients en ligne (en millions)	1	1,7	2,6	3,5	4,7

(1) Estimations.

Sources : IDC, AFB.

Le développement de la banque en ligne en Europe
(en millions de comptes en ligne)

	2000	2001 (1)	2002 (1)	2003 (1)
France	2,0	5,0	7,0	9,5
Allemagne	7,0	10,0	14,0	15,0
Italie	1,2	3,5	5,0	7,0
Pays-Bas	1,0	1,4	2,1	3,0
Espagne	1,7	2,6	3,7	4,5
Suède	1,8	2,4	2,8	3,5
Suisse	1,0	1,5	1,8	2,0
Royaume-Uni	4,5	7,0	9,0	10,0
Total	20,2	33,4	45,4	54,5

(1) Estimations.

Sources : IDC, Datamonitor, Jupiter, JP Morgan.

(10) Banque maison. Notion qui renvoie à la relation étroite, exclusive et de long terme de la banque avec ses clients industriels (pour plus de détails sur le concept de la *Hausbank* et son évolution, voir Gabel 2000).
(11) Le 2 avril 2001, l'assureur Allianz a officiellement confirmé son OPA amicale sur la Dresdner Bank, créant ainsi une capitalisation boursière de plus de 100 milliards d'euros.
(12) L'avance anglo-saxonne peut s'expliquer par la traditionnelle séparation institutionnelle entre les activités de dépôt et de crédit et celles concernant les titres, instaurée aux États-Unis par le *Glass Steagall Act* de 1933 et seulement récemment assouplie.
(13) Cette activité de fusions et acquisitions est particulièrement prisée par les banques, puisqu'elle permet aux banques de réaliser des profits considérables. Pour de nombreuses banques, cette source de revenu représente déjà la première source de bénéfice.

Aujourd'hui, les stratégies de la bancassurance et de la banque d'investissement ont déjà été doublées par le développement de la banque en ligne. Contrairement aux deux autres stratégies, celle-ci ne permet pas d'ouvrir de nouvelles sources de revenus. Au contraire, l'offre de banque en ligne suit un pur argument de coût. Face à des concurrents qui non seulement fournissent les mêmes services à des tarifs moins élevés, mais qui réussissent également à fidéliser rapidement un nombre de clients considérable, les banques traditionnelles n'ont pas le choix : elles multiplient à leur tour les offres en ligne. De plus en plus de banques « anciennes » offrent alors en même temps des services *on line* et des services (*off line*) sur place dans leurs traditionnels guichets. Cette séparation semble avantageuse, car elle permet une spécialisation des services : des offres électroniques pour des opérations standardisées et pour une clientèle familière avec les NTIC, des offres sur place pour des opérations de conseil dans un environnement personnalisé. En terme d'organisation, se réalise ainsi le passage d'un système de banque du type « *brick and mortar* » vers un système du type « *click and mortar* ». ■

Markus Gabel,
Docteur en sciences économiques

Pour en savoir plus

BRI, Comité de Bâle sur la supervision bancaire, *Principles of management of credit risk*, septembre 2000.

Black F. , « Bank funds management in an efficient market », *Journal of Financial Economics*, n° 2, 1975.

Buch Claudia et **Stefan Golder**, « Finanzdienstleister in der Neuen Ekonomie : eine neue Rolle der Banken ? », *Die Weltwirtschaft*, n°4, 2000, pp. 410-429.

Chevallier-Farat Thérèse, « Pourquoi les banques ? », *Revue d'économie politique*, vol. 102, n°5, septembre-octobre, 1992, pp. 633-685.

Coase Ronald, « The nature of the firm », *Economica*, novembre, 1937, pp. 386-405.

Comité pour l'histoire économique et financière de la France, *Les banques en Europe de l'Ouest de 1920 à nos jours*, actes du colloque à Bercy des 7 et 8 octobre, Paris, 1993.

Debernarbi Charles, « Fusions et regroupements dans les industries financières françaises », *Payans*, n°258, volume 44, novembre-décembre 1999, pp. 50-57, reproduit dans *Problèmes économiques*, Paris, La Documentation française, n°2.667 du 31 mai 2000, pp. 4-6.

Fama Eugen, « Banking in the theory of finance », *Journal of Monetary Economics*, n°6, 1980.

Gabel Markus, « De la banquindustrie aux industries bancaires - les mutations du système bancaire allemand », *Regards sur l'économie allemande*, Cirac, n°45, mars 2000, pp. 5-22.

Markowitz H. M., *Portfolio selection*, Yale University Press, New Haven, vol 7, n°1, mars 1959.

Merton R. C., « Optimum consumption and portfolio rules in a continuous time model », *Journal of economic theory*, vol. 3, 1971, pp. 357-369.

Von Hagen Jürgen, von Stein Johann Heinrich (éd.), *Geld-, Bank- und Börsenwesen, Handbuch des Finanzsystems*, Édition Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2000.

Williamson Oliver, *Markets and hierarchies : analysis and antritrust implications*, The Free Press, New York, 1975.

TABLEAUX & GRAPHIQUES

Situation mensuelle de la Banque de France Novembre 2015 (a)

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

Le 22 décembre 2015

(encours fin de mois en milliards d'euros)

	Déc. 11	Déc. 12	Déc. 13	Nov. 14	Déc. 14	Nov. 15
Actif						
Territoire national	**295,9**	**326,4**	**199,7**	**171,2**	**213,6**	**313,5**
Crédits	218,4	234,2	127,1	98,4	137,8	142,0
IFM (b)	*218,2*	*234,0*	*127,0*	*98,2*	*137,6*	*141,8*
Administrations publiques	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Autres secteurs	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*
Titres de créances détenus	77,0	92,1	72,5	72,6	75,7	171,4
IFM	*34,1*	*32,2*	*25,2*	*31,4*	*33,5*	*49,4*
Administrations publiques	*42,9*	*59,9*	*47,3*	*41,2*	*42,2*	*122,0*
Autres secteurs	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Actions et autres participations	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres États de la zone euro (b)	**106,8**	**87,6**	**91,4**	**86,9**	**86,7**	**100,9**
Reste du monde (b)	**110,5**	**114,9**	**88,3**	**88,2**	**90,9**	**92,5**
Avoirs en or	**95,3**	**98,8**	**68,2**	**74,3**	**77,3**	**78,6**
Non ventilé par zone géographique (c)	**105,1**	**109,6**	**107,6**	**110,5**	**114,1**	**115,0**
Total	**713,6**	**737,3**	**555,2**	**530,9**	**582,6**	**700,5**
Passif						
Dépôts – Territoire national	**185,6**	**200,3**	**116,0**	**72,6**	**116,1**	**172,9**
IFM	176,2	194,8	112,2	70,7	112,7	145,1
Administrations publiques	8,9	4,9	3,3	0,6	2,4	26,5
Autres secteurs	0,5	0,6	0,6	1,3	1,0	1,3
Dépôts – Autres États de la zone euro	**79,6**	**73,9**	**34,1**	**35,2**	**30,9**	**73,6**
Dépôts – Reste du monde	**143,4**	**146,0**	**112,6**	**116,7**	**117,4**	**118,9**
Non ventilé par zone géographique	**305,0**	**317,1**	**292,5**	**306,5**	**318,2**	**335,1**
Billets et pièces en circulation (d)	169,0	173,5	181,7	185,9	192,6	199,4
dont pièces (e)	*2,8*	*2,9*	*3,0*	*3,1*	*3,1*	*3,2*
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital, réserves et comptes de réévaluation	118,0	125,1	92,7	102,0	106,6	111,4
Autres	18,0	18,5	18,0	18,6	19,0	24,3
Total (f)	**713,6**	**737,3**	**555,2**	**530,9**	**582,6**	**700,5**

(a) Ces statistiques sont transmises à la Banque centrale européenne, le 15e jour ouvré suivant le mois sous revue, dans le cadre de l'élaboration du bilan des institutions financières monétaires (règlement BCE/2013/33).

(b) Ce montant intègre notamment les encours des opérations de marché.

(c) Y compris l'ajustement lié au mode de comptabilisation des billets en euro au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002.

(d) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont émis légalement à hauteur de 8 % par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.

(e) Bien que les pièces en circulation ne constituent pas un élément du passif des IFM de l'Union monétaire, mais un élément du passif des administrations publiques, leur montant est inclus dans les agrégats monétaires et, par convention, doit figurer dans le poste "billets et pièces en circulation". La contrepartie de cet élément du passif est incluse dans les "autres actifs". (Règlement BCE/2013/33.)

(f) Le total du bilan comptable à fin 2014 rendu public en mars 2015 (577,7 mds) peut être obtenu en déduisant du total de la situation mensuelle à fin décembre 2014 (582,6 mds) : les pièces (3,1 mds) ainsi que les éléments liés au décalage comptable entre la situation établie dans les premiers jours de janvier 2015 et le bilan comptable, qui intègre les écritures d'arrêté (1,8 md).

Source : Banque de France

Réalisé le 16 décembre 2015

Pour en savoir plus : DSMF Contact Stat Info

Doc 3. Bilan de la Banque de France novembre 2015

TD 4

Multiplicateur et diviseur de crédit

4.1 Exercice numérique

On suppose que le système monétaire d'un pays est composé de banques commerciales et d'une Banque Centrale dont les bilans initiaux sont les suivants :

Bilan agrégé des banques commerciales

Réserves	170	Refinancement	170
Crédits	850	Dépôts à vue	850

Bilan de la Banque Centrale

Devises	50	Réserves	170
Créances sur le Trésor	100	Billets	150
Refinancement	170		

Le taux de réserves obligatoires (h) est de 20% et le coefficient de préférence pour les billets (b) est de 15%.

1. Les banques commerciales décident d'accorder des crédits supplémentaires pour un montant de 265,6. La Banque Centrale valide cette décision. Ecrire les nouveaux bilans bancaires après que les crédits accordés ont été entièrement utilisés. Commenter en termes de diviseur de crédit.
2. On repart de la situation initiale. La Banque Centrale décide d'abaisser le coefficient de réserves obligatoire à 10%, et on suppose que les banques commerciales prêtent sous forme de crédits nouveaux jusqu'à extinction de leurs réserves excédentaires. Ecrire les nouveaux bilans bancaires après que les crédits accordés ont été entièrement utilisés.
3. Comparer les résultats obtenus aux questions 1) et 2). Dans quel cas l'analyse par le diviseur de crédit est-elle préférable à celle par le multiplicateur et vice-versa ?

4.2 Questions sur le texte : « Le multiplicateur et le diviseur », extrait pp. 145-149 du manuel Monnaie, banques, finance (2ème édition), J. Couppey-Soubéran, PUF, collection Licence (2012)

1. Comment peut-on comprendre et expliquer le fait que les banques cherchent à augmenter leurs réserves déposées auprès de la Banque Centrale lors de certaines périodes de crise, comme par exemple ce fut le cas en 1929 ?
2. Quelles conséquences cela entraînera-t-il sur le volume de crédits octroyés dans l'économie ? Peut-on dans ce cas parler de dichotomie entre la sphère réelle et la sphère monétaire ? Pourquoi toute Banque Centrale redoute-t-elle que la masse monétaire se réduise ? Quelles peuvent en être les origines (raisonnez avec les contreparties de la masse monétaire) ?
3. La Banque Centrale parvient-elle toujours à contrôler le volume de monnaie en circulation ? Expliquez. Quel élément à prendre en compte dans l'égalité amenant au multiplicateur a-t-il le plus varié en 2008-2009 ?
4. Qu'est-ce que le refinancement ? Pourquoi l'auteur explique-t-elle que l'attitude des Banques Centrales suite à la crise de 2008-2009 (en ouvrant largement les portes du refinancement) fut la bonne ?
5. Expliquez pourquoi l'approche en termes de diviseur de crédit apparaît comme plus réaliste.
6. Si vous vous sentez plus proche de l'approche en termes de diviseur de crédit, cela signifie-t-il que vous pensez que la Banque Centrale ne contrôle rien ? Si ce n'est pas le cas, expliquez comment celle-ci peut intervenir pour faciliter ou limiter le volume de crédits distribués à l'économie par les banques.

auprès de la banque centrale (refinancement) ou auprès du marché (marché des titres de créances négociables, marché des obligations, marché des actions) en s'assurant de disposer d'un montant suffisant de ressources pérennes. La réglementation qui encadre leur activité leur impose d'ailleurs d'avoir un montant de fonds propres au moins égal à 8 % de leurs actifs risqués (voir chapitre VII). Au final, une banque individuellement ne pourra guère créer plus de dépôts qu'elle n'a de réserves auprès de la banque centrale. En revanche, la quantité de monnaie (au sens strict, billets et dépôts) mise en circulation par l'ensemble du secteur bancaire est un multiple de la base monétaire (billets + dépôts des banques en monnaie centrale) créée par la banque centrale. C'est ce que met en lumière le *modèle du multiplicateur*.

b – Le multiplicateur

Considérons un secteur bancaire constitué de *n* banques, où la banque centrale impose un taux de réserves obligatoires de 20 %. La première banque détient auprès de la banque centrale 1 000 de réserves. Il lui faudra maintenir en permanence sur son compte en monnaie centrale 200 de réserves obligatoires et pourra donc accorder avec le reste 800 de crédits, créant ainsi 800 de dépôts. Les 800 de dépôts ne tarderont pas à circuler. Ils serviront à régler un achat dont le bénéficiaire possède un compte dans la deuxième banque. Cette dernière enregistre alors 800 de dépôts supplémentaires et devra constituer 160 de réserves obligatoires auprès de la banque centrale. Ainsi disposera-t-elle de 640 de liquidités disponibles pour octroyer un crédit. Une fois ce crédit accordé, 640 de monnaie supplémentaire auront été créés. Ces 640 vont circuler jusqu'au compte du client d'une troisième banque. La troisième banque enregistrera une augmentation de 640 du compte de dépôt de son client, constituera 128 de réserves obligatoires et pourra octroyer 512 de crédits, et ainsi de suite. Au total, il sera créé dans cet exemple cinq fois plus (multiplicateur) de monnaie qu'il n'y avait de réserves au départ. Le montant total de monnaie créée (ici, 5 000) à partir de la réserve initiale de 1 000 euros est le résultat d'une

Doc 1 J. Couppey-Soubéran « Le multiplicateur et le diviseur », Monnaie, banques, finance 2012

suite mathématique (dans laquelle on notera *r* le taux de réserves obligatoires, *t* le nombre de périodes) :

$$1\,000 + 1\,000\,(1 - r) + 1\,000\,(1 - r)\,(1 - r) + 1\,000\,(1 - r)\,(1 - r)\,(1 - r) + \ldots = 1\,000\,\Sigma_{t=0}\,(1 - r)^t = 1\,000/(1 - r)\,\Sigma_{t=1}\,(1 - r)^t$$

Or,

$\Sigma_{t=1}\,(1 - r)^t = (1 - r)[1 - (1 - r)^t] / r = (1 - r) / r$ quand t tend vers l'infini.

D'où

$$[1\,000 / (1 - r)] \times (1 - r) / r = 1\,000 / r = 5\,000$$

Le multiplicateur monétaire a pour valeur : 1/*r*.

On peut aussi exprimer ce multiplicateur à partir du premier crédit accordé :

$$1\,000\,(1 - r) + 1\,000\,(1 - r)\,(1 - r) + 1\,000\,(1 - r)\,(1 - r)\,(1 - r) + \ldots = 1\,000\,\Sigma_{t=1}\,(1 - r)^t$$

Soit en utilisant les éléments de résolution notés ci-dessus :

$$1\,000(1 - r)/r = 4\,000$$

Le multiplicateur (de crédit) a alors pour valeur : $(1 - r) / r$

Notre exemple a réduit au maximum les « fuites » de liquidité qui limitent la création monétaire des banques. Aux fuites dites institutionnelles (réserves obligatoires), il faut ajouter celles dites « autonomes » (retraits de billets et paiements interbancaires). Sous l'hypothèse que ces fuites soient simples à prévoir (la préférence pour les billets représente une fraction connue et stable des dépôts, de même que les réserves excédentaires pour régler les paiements interbancaires), on peut exprimer le jeu du multiplicateur entre la masse monétaire et la monnaie centrale :

Soit M la masse monétaire égale à la somme des billets (B) et des dépôts (D).

Soit H la base monétaire égale à la somme des billets (B) et des réserves (R).

Avec des ratios constants de préférence pour les billets (b), de réserves obligatoires (r), et de réserves excédentaires (e), on obtient :

$$H = B + R = bD + (r + e)D = (b + r + e)D$$

$$M = B + D = bD + D = (b + 1)D$$

D'où $M/H = (1 + b) / (r + b + e) = k$ ou encore $M = k.H$ avec $k > 1$ (puisque $r+e < 1$)

La masse monétaire (au sens strict) est un multiple de la base monétaire, d'autant plus grand que les fuites contraignant les banques à restaurer leur liquidité sont faibles. Il y a dans cette perspective l'idée qu'en agissant sur les facteurs institutionnels de la liquidité et en contrôlant la base monétaire, la Banque centrale peut parfaitement contrôler la masse monétaire dans son ensemble.

La théorie simplifie bien entendu les choses puisqu'à certaines périodes, les comportements monétaires des déposants ainsi que celui des banques elles-mêmes sont soumis à des chocs. Milton Friedman et Anna Schwartz avaient par exemple parfaitement bien illustré dans leur ouvrage consacré à l'histoire monétaire des États-Unis qu'à la suite de la crise de 1929, entre 1931 et 1933, la perte de confiance des ménages américains dans le secteur bancaire s'était traduite par une forte augmentation des retraits de billets. Les banques avaient elles aussi perdu confiance les unes envers les autres et avaient significativement augmenté la part de leurs réserves auprès de la banque centrale. Cela s'était traduit par une forte chute du multiplicateur de monnaie. L'augmentation de la base monétaire (c'est-à-dire de la monnaie banque centrale), trop tardive (puisqu'elle n'intervînt de manière significative qu'à partir de 1933), n'était pas parvenue à compenser cette évolution menant à la déflation. Depuis lors, les banques centrales ont appris à intervenir promptement en cas de crise pour rétablir la liquidité des banques et des marchés. Fortes du succès de leurs interventions de dernier ressort lors du krach de 1987 et du krach Internet de 2000, elles pensaient même être désormais toujours capables de nettoyer après coup les dégâts de l'instabilité financière (voir chapitre VII). C'était sans compter sur la crise financière amorcée en 2007. Cinq ans après les tout premiers signes de la crise, les grandes banques centrales en étaient toujours à injecter des liquidités pour assurer la survie du système financier. Et pourtant, si elles ne l'avaient pas fait, la quantité de monnaie en circulation dans l'économie se serait effondrée. Le multiplicateur de monnaie s'est en effet effondré en 2008-2009 aux États-Unis et a également chuté dans une moindre ampleur dans la zone euro. La très forte augmentation des réserves constituées par les banques sur leur compte auprès de la banque

centrale pendant la crise explique pour une large part la forte chute du multiplicateur de monnaie. Sans l'augmentation de la base monétaire, la masse monétaire (c'est-à-dire la base monétaire multipliée par le multiplicateur monétaire) aurait donc dramatiquement chuté. Cela revient également à dire que tant que l'augmentation de la base monétaire ne fait que compenser la baisse du multiplicateur de monnaie, il n'y a pas à craindre que la masse monétaire augmente au point de provoquer de l'inflation. Ceux qui craignent que les injections de liquidités d'urgence des banques centrales (quand elles assouplissent le refinancement des banques, voire achètent des titres sur les marchés) ne soient inflationnistes sont en fait (souvent sans le savoir) très optimistes quant à la capacité des banques de réduire leurs réserves de précaution auprès de la banque centrale et de reprendre leur rythme normal d'activité.

c – Le diviseur

Le mécanisme du multiplicateur fait de la masse monétaire une quantité déterminée par des réserves préalables détenues par les banques auprès de la banque centrale, autrement dit, une quantité que la banque centrale peut fixer. Dans ce schéma, la monnaie est donc une quantité exogène fixée par la banque centrale. La création monétaire s'inscrit dans ce cas dans un schéma de « monnaie exogène » [1].

Un tel schéma apparaît toutefois peu réaliste. Le mécanisme du multiplicateur de monnaie ignore la possibilité qu'ont les banques d'emprunter la monnaie centrale dont elles ont besoin. Ainsi, les banques n'ont pas besoin de détenir au préalable un excédent de monnaie centrale pour prêter. Elles prêtent puis se refinancent. Dans ce cas, les banques créent la quantité de monnaie qu'elles souhaitent en répondant à la demande de crédit de leurs clients, et la base monétaire s'ajuste en conséquence.

1. Certains auteurs désignent aussi par « système ricardien » un système de monnaie exogène où la base monétaire est déterminée du côté de l'offre, par opposition à un système « wicksellien » où la base monétaire est déterminée du côté de la demande. Voir Axel LEIJONHUFVUD, « Monetary and Financial Stability », *CEPR Policy Insight*, 2007, n° 14.

Après avoir créé une quantité supplémentaire ΔM de monnaie en accordant des crédits (par exemple), les banques devront se procurer une fraction ΔH de monnaie centrale (billets et dépôts auprès de la banque centrale) pour se refinancer. La base monétaire devient une division de la quantité de monnaie mise en circulation par les banques : $\Delta H = \Delta M / k$, où k désigne le « diviseur de crédit ». C'est le mécanisme du diviseur de crédit. Dans ce schéma, la monnaie est « endogène » car elle résulte

> [...] d'une demande propre au système économique [celle exprimée par les particuliers qui demandent des crédits auprès des banques ou émettent des titres que celles-ci achètent] et non pas de la volonté d'une institution extérieure [telle que la Banque centrale] [1].

Dans un système de monnaie endogène, la capacité de la banque centrale à contrôler la monnaie et donc à pouvoir conduire une politique monétaire est remise en question. Pour autant, la maîtrise qu'elle conserve de la quantité et des modalités du refinancement lui préserve une influence, certes indirecte sur la création monétaire, mais déterminante pour le fonctionnement du secteur bancaire. Les périodes de crises permettent de s'en convaincre.

Influence de la monnaie sur l'économie réelle

Cette dernière section, qui récapitule un certain nombre d'éléments vus dans ce chapitre, s'attache à faire ressortir les ingrédients conceptuels des deux grandes thèses opposées, à propos de l'influence de la monnaie sur l'économie réelle : celles selon lesquelles la monnaie est neutre et celles qui font au contraire de la monnaie un objet d'influence.

1. Voir Virginie Monvoisin, « Les définitions post-keynésiennes de la monnaie endogène : des divergences à la complémentarité », 2006, vol. 59, n° 4.

TD 5

Système bancaire, système financier, leur stabilité

5.1 Question sur le doc 1 « Panorama du système financier », Delaplace, 2006

1. Quelles sont les grandes étapes de l'évolution du système financier français depuis 1945 ? quel rôle y a joué l'Etat ? Dans votre réponse, utilisez les termes définis en cours comme finance directe / finance indirecte, économie d'endettement ou désintermédiation.

5.2 Questions sur le doc le doc 2 « Le paysage bancaire et ses mutations », Scialom, 2006, et le doc 3 : « Les banques, acteurs de la globalisation financière », Plihon, Couppey-Soubeyran et Saïdane, 2006

1. Caractérisez le système bancaire français actuel.
2. Définissez l'intermédiation bancaire. Quels sont les fondements théoriques de l'intermédiation bancaire ? En quoi peut-on considérer que les modalités récentes de l'intermédiation bancaire se sont diversifiées depuis les années 1990 ?
3. Quelles sont les principales causes de la transformation des systèmes bancaires ? Analyser les mutations qui ont affecté les banques, leur organisation, leur activité. Qu'est-ce que la banque dite universelle ?

5.3 Questions sur le doc 4 « Faut-il séparer les banques ? », Débat entre Couppey-Soubeyran et Scialom, 2013

1. Expliquez le concept de « garantie publique implicite ». Reliez ce concept à celui théorique d'aléa moral.
2. Couppey-Soubeyran conteste le bien-fondé de la séparation des activités bancaires. Rappelez quelles sont ces deux activités. Puis expliquez pourquoi une séparation de ces activités ne résoudrait pas le problème du risque systémique (défini comme le risque que l'effondrement d'un acteur ou d'une valeur entraîne celui de l'ensemble du système financier et bancaire). Quelle proposition effectue Couppey-Soubeyran ?
3. Pourquoi Couppey-Soubeyran ne pense pas que la BCE puisse être l'autorité adéquate de régulation des banques ? Serait-ce différent si les activités des banques étaient clairement séparées ?
4. En quoi la construction de l'euro apparaît-elle comme inachevée selon les deux chercheuses interviewées ?

5.4 Questions sur le doc 5 « Quelles réformes pour assurer la stabilité, la rentabilité et l'efficacité du système bancaire français ? », Nijdam, 2013

1. Expliquez « les instruments financiers visent à transférer de la richesse dans le temps »
2. (a) Expliquez à l'aide d'un bilan d'une banque pourquoi la comptabilisation en « mark-to-market » des actifs d'une banque peut avoir des conséquences sur l'économie réelle si on observe une chute de la valeur des titres détenus par une banque.
   (b) Expliquez le principe du « too big too fail » (p. 16)
3. La séparation bancaire, ici réclamée, signifie-t-elle que les activités spéculatives seront interdites ?
4. Qu'évoque l'auteur sous le terme « capture du régulateur » ?
5. Pourquoi l'activité bancaire est-elle un bien public ? Son organisation actuelle vous parait-elle conforme à cette notion ?

Texte 1

Panorama du système financier
L'évolution du système de financement de l'économie en France depuis 1945

Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, sous l'impulsion conjointe des pouvoirs publics et des mutations de la conjoncture économique, le système financier français s'est considérablement transformé. Trois phases décisives ont marqué cette évolution : l'après-guerre, caractérisé par la nécessité de la reconstruction, les deux décennies de forte croissance qui lui succèdent, puis la période ouverte depuis les années 80, marquée par l'atonie de la croissance et l'internationalisation renforcée des économies.
Marie Delaplace s'interroge sur le bilan de ces cinquante années de transformation : la France est-elle passée d'une économie d'endettement à une économie de marchés de capitaux ? La déréglementation financière s'est-elle effectuée au détriment de la stabilité du système ?

C. F.

Depuis 1945, le financement de l'économie française s'est profondément modifié à la suite de décisions politiques initiées par les pouvoirs publics. Trois phases peuvent être distinguées. La première, qui débute après la Seconde Guerre mondiale, est caractérisée par un système où prédominent les financements administrés par l'État et les institutions financières non bancaires (IFNB) (1) qu'il contrôle le plus souvent. La deuxième, qui commence au milieu des années 60, résulte de la volonté de l'État de se désengager du financement de l'économie en raison de déficits budgétaires importants jugés néfastes. L'État va alors inciter les banques à participer davantage à ce financement. Cette participation accrue conduit à la mise en place d'une économie d'endettement, c'est-à-dire une économie dans laquelle le financement est assuré par crédit auprès des institutions financières. Enfin, la troisième phase, qui s'ouvre au milieu des années 80 et qui se poursuit aujourd'hui, correspond à une volonté des pouvoirs publics de libéraliser davantage le système de financement dans le cadre de la construction européenne. Cette libéralisation, qui vise à créer un marché des financements sur lequel les demandeurs peuvent arbitrer librement en fonction des propositions des différents offreurs, et ce à toutes échéances, se traduit par une concurrence accrue entre marchés et intermédiaires financiers.

3 phases

Le rôle majeur de l'État dans le financement de la reconstruction

Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, des financements sont nécessaires pour faire redémarrer l'économie française, notamment les secteurs industriels qui sont à l'époque porteurs de croissance (sidérurgie, énergie, transports), et pour moderniser l'agriculture française. Mais les marchés de capitaux sont étroits. Le marché financier (2) qui était très développé à la fin du XIXe siècle et au début du XXe est peu actif. L'émission de valeurs mobilières ne représente que 2,7 % du PIB en 1961 contre 8,5 % en 1913 et 5 % en 1938. De même, le rapport entre les émissions nettes de valeurs mobilières et la formation brute de capital fixe (FBCF), qui permet de mesurer la part des investissements financés sur le marché, est passé de 40 % en 1913 à 24 % en 1938, et n'est plus que de 12,5 % en 1961. C'est donc l'État qui va prendre en charge le financement de l'économie et orienter les financements vers les secteurs économiques jugés prioritaires. Pour ce faire, il utilise différents moyens.
Premièrement, la loi du 2 décembre 1945 nationalisant la Banque de France et les quatre plus grandes banques de dépôts lui assure un contrôle sur ces banques. Deuxièmement, il finance ses opérations par l'intermédiaire des ressources collectées par le Trésor Public. Il joue ainsi directement le rôle de banquier des entreprises publiques par l'intermédiaire du Fonds de modernisation et d'équipement. Troisièmement, avec les IFNB et notamment les institutions financières spécialisées (Crédit National, Sociétés de développement régional...), il finance également les entreprises privées. Le Trésor et les IFNB distribuent de 40 à 50 % des crédits

(1) Ce sont des institutions financières qui, contrairement aux banques, ne créent pas de monnaie, *cf. infra*.
(2) Le seul ouvert aux agents non financiers, à l'époque, *cf. infra*.

dans les années 50 et près de 80 % des crédits destinés à financer les investissements. Le Trésor Public en finance à lui seul 40 %. L'État emprunte également sur les marchés de capitaux. En 1963, l'État, les grandes entreprises nationalisées et les institutions financières non bancaires réalisent ainsi 60 % des émissions d'obligations.

Mais à partir du début des années 50, les pouvoirs publics sont confrontés à des déséquilibres budgétaires importants. En pourcentage du PIB, le déficit atteint 4,9 % en 1952 et 5,1 % en 1956. L'État décide alors de mettre en œuvre une politique visant à restaurer l'équilibre budgétaire, et ce sans augmentation de la pression fiscale. Pour ce faire, d'une part, la croissance des dépenses publiques ne doit pas dépasser celle des richesses créées dans une année dans le pays ; d'autre part, des opérations de débudgétisation (3) sont réalisées dans de nombreux domaines (social, logement, urbanisme, infrastructures de transport). Les dépenses en capital, notamment civiles, sont réduites. L'État se désengage enfin du financement de l'économie au profit des banques.

Mais l'ouverture de l'économie française dans le cadre du marché commun et la forte croissance économique (5,5 % en volume par an sur la période 1949-1976), associée à des investissements conséquents (4), engendre toujours des besoins de financement importants. En théorie, ces besoins de financement peuvent être assurés de plusieurs façons.

Le financement est interne (autofinancement) quand il est couvert par l'épargne de l'agent. Lorsque cette épargne est insuffisante, il doit se procurer un financement externe, qui peut être obtenu auprès des agents financiers (financement intermédié), ou sur les marchés de capitaux (financement direct). Cette dernière distinction est à l'origine de la distinction entre deux systèmes de financement : une économie d'endettement *versus* une économie de marchés de capitaux. Dans une économie d'endettement, le financement est ainsi assuré essentiellement par l'emprunt tandis que dans une économie de marchés de capitaux, il l'est par l'émission de titres.

Au milieu des années 60, l'épargne est importante (le taux d'épargne se situant autour de 15 %), mais insuffisante pour couvrir l'ensemble des besoins de financement. Pour les seules entreprises, le taux d'autofinancement qui mesure le rapport entre leur épargne brute et leur formation brute de capital fixe (FBCF), est limité (65 % en 1970). Dès lors, d'importants besoins de financement externe doivent être satisfaits.

La mise en place d'une économie d'endettement à partir de la fin des années 60

En théorie, les financements externes peuvent donc être obtenus sur les marchés ou auprès des agents financiers. Toutefois, durant les années 60 et au début des années 70, les réformes engagées sur le marché financier visant à inciter les agents à y placer leurs capacités de financement (5) ne suffisent pas à générer un réel développement du marché. Les agents orientent leur épargne vers les institutions financières et, lorsqu'ils achètent des titres, ont une préférence marquée pour les titres publics ou bancaires qui apparaissent moins risqués. L'émission de valeurs mobilières ne représente ainsi que 2,1 % du PIB en 1970.

Dans un tel contexte, les pouvoirs publics incitent les banques à jouer un rôle de plus en plus important dans le financement de l'économie. Les décrets de 1966-1967 remettent en question la spécialisation des banques, c'est-à-dire l'existence de banques spécialisées dans certaines opérations (banques d'affaires, banques de dépôts et banques de crédits à moyen et à long terme). Le système bancaire français se dirige alors vers un type de banque qualifié de banque universelle, dans la mesure où elle assume l'ensemble des fonctions des banques (collecte de dépôts à court, moyen et long terme, prêts à toutes échéances, prise de participation dans les entreprises...). Cette déspécialisation des banques stimule la concentration bancaire : le nombre de banques d'affaires passe de 43 à 17 de 1946 à 1975, celui des petites banques de province de 245 à 63.

Suite à cette impulsion des pouvoirs publics, les banques remplacent alors progressivement l'État dans le financement de l'économie. Les crédits distribués par les banques augmentent de façon considérable, passant de 88 milliards de francs en 1962 à 258 milliards en 1969 et 451 milliards en 1973 (*cf.* tableau 1). En pourcentage, ils passent de 49,44 % en 1962 à 63,38 % en 1979. En revanche, les crédits distribués par le Trésor stagnent en valeur absolue et diminuent fortement en pourcentage (25,84 % en 1962 et 2,33 % en 1979).

En France, l'intermédiation financière, caractéristique d'une économie d'endettement, se développe donc. Au milieu des années 70, en termes d'encours, le taux d'intermédiation au sens étroit, qui mesure la part des crédits accordés par les institutions financières dans le total des financements externes, oscille entre 70 et 80 %. Son importance s'explique par la faiblesse de l'autofinancement compte tenu de l'importance de l'investissement et par l'étroitesse des marchés de capitaux.

(3) On entend par débudgétisation, le financement hors budget de l'État de certaines dépenses qui auraient pu y figurer, comme par exemple la construction d'habitations à loyer modéré ou le financement d'infrastructures de transport.

(4) Le taux d'investissement qui mesure le rapport entre la formation brute de capital fixe (FBCF), c'est-à-dire l'investissement matériel, et le PIB qui était de 17,7 % en 1949, oscille entre 20 et 27 % dans les années 60 (en moyenne 23 % entre 1961 et 1973).

(5) Instauration d'avantages fiscaux, création de la Commission des opérations de Bourse (COB), décloisonnement du marché obligataire permettant aux investisseurs institutionnels d'intervenir sur le marché d'émission des titres...

L'impulsion étatique au développement des marchés et de la concurrence

Le développement de la concurrence

Le remaniement du système financier se traduit tout d'abord par une série de mesures visant à homogénéiser le paysage bancaire français et augmenter le degré de concurrence entre les intermédiaires financiers.
La loi bancaire du 24 janvier 1984 unifie le cadre juridique régissant l'activité des institutions financières. Elle crée la catégorie d'établissements de crédit, qui sont des établissements qui effectuent des opérations de banque telles que « la réception de fonds du public, les opérations de crédit, ainsi que la mise à la disposition de la clientèle ou la gestion de moyens de paiement » (7). Cette loi bancaire reconnaît cependant la diversité des établissements de crédit et distingue (8) :

- les banques de droit commun ou commerciales, ou les banques mutualistes ou coopératives qui peuvent exercer toutes les opérations de banques et qui disposent d'un pouvoir de création monétaire ;

- les sociétés financières, telles que les sociétés de crédit-bail ;

- les institutions financières spécialisées (telles que les sociétés de développement régional ou encore le Crédit Foncier) qui sont soumises au contrôle de l'État.

À l'inverse des banques, les sociétés financières et institutions financières spécialisées n'ont pas le pouvoir de créer de la monnaie (9).
Ensuite, la loi du 2 juillet 1986 complétée par celle du 6 août 1986 lance un programme de privatisation des banques qui avaient été nationalisées en 1945 puis en 1982.
Autre étape décisive, la loi du 2 juillet 1996 de Modernisation des activités financières transpose en droit français la directive européenne qui définit le cadre régissant le marché unifié des services financiers en Europe et crée la catégorie juridique d'entreprises d'investissement (par exemple les sociétés de bourse).
La volonté d'intégration monétaire modifie ainsi progressivement les règles de la concurrence bancaire en Europe (10) qui est renforcée par le Plan d'action pour les services financiers (PASF). En homogénéisant l'espace monétaire européen, la monnaie unique favorise une plus grande transparence en matière de prix et de fait une concurrence accrue (en termes de placements d'épargne, en termes de services bancaires...).

La libéralisation des marchés de capitaux

La libéralisation et le décloisonnement des marchés de capitaux constituent le deuxième volet de ce remaniement du système financier français. En 1986, le marché monétaire est ouvert aux agents non financiers (ménages et entreprises) (11) avec pour objectif de faire de la place de Paris une place financière susceptible de concurrencer les autres places, de façon à ce que les capitaux étrangers participent au financement de l'économie française. Cette ouverture vise également à créer un marché unifié des capitaux à toutes échéances en permettant aux agents non financiers d'arbitrer entre acquisition de titres à court et moyen termes sur le marché monétaire et acquisition de titres à long terme sur le marché financier. Ce faisant, elle doit atténuer l'intermédiation financière en limitant les financements monétaires du déficit budgétaire jugés inflationnistes et en permettant aux entreprises de se procurer des capitaux à court et moyen terme sur un marché, et non plus seulement auprès des établissements de crédit.
Durant les années 80, le marché financier est également réformé (12). L'objectif est, là aussi, de favoriser le développement et l'internationalisation du marché. En outre, ce marché est caractérisé par de nombreuses innovations financières (13) dont l'objectif est d'attirer les investisseurs. Par ailleurs, au travers d'une politique d'incitation fiscale amorcée à la fin des années 70, l'État incite les agents à détenir des valeurs mobilières.
Enfin, de 1986 à 1990, le contrôle des changes qui restreint les opérations des résidents à l'étranger et celles des non-résidents en France est progressivement supprimé. En juillet 1990, la première phase du processus d'intégration monétaire en Europe consacre la libéralisation des marchés de capitaux.

L'autonomisation de la politique monétaire

Cette réforme du système financier s'accompagne d'une autonomisation progressive de la politique monétaire du reste de la politique économique, dès le milieu des années 80. Conformément aux préceptes monétaristes, et dans un contexte inflationniste, la politique monétaire n'a plus d'autre objectif que la stabilité des prix. Par ailleurs, abandonnant le contrôle quantitatif du crédit, elle s'oriente vers l'utilisation d'instruments de marché. Cette autonomisation de la politique monétaire devient totale avec l'indépendance de la Banque de France en 1994 puis

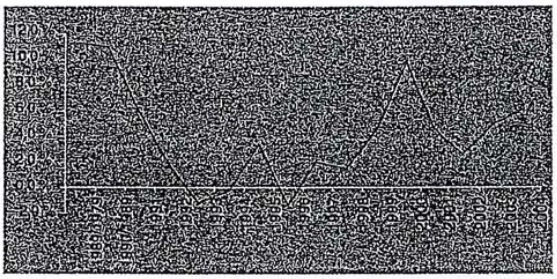
(7) Définition conservée par le Code monétaire et financier qui consigne l'ensemble des lois régissant l'activité des établissements de crédit.
(8) Cette distinction fonde toujours la classification actuelle des établissements de crédit.
(9) En 1984, la loi distinguait également les Caisses d'Épargne et de Prévoyance qui sont devenues des banques coopératives en 1999.
(10) Même si de nombreux facteurs de différenciation persistent en matière de réglementation, de protection du consommateur, de fiscalité, de langues et de cultures différentes.
(11) Alors qu'il n'était jusqu'alors qu'un marché du refinancement ouvert aux seules institutions financières.
(12) Dématérialisation des valeurs mobilières qui sont dorénavant inscrites en comptes, abandon de la pratique du *fixing*, cotation en continu...
(13) Création de nouveaux titres tels que les Obligations assimilables du Trésor (OAT), les Actions à bon de souscription d'actions (ABSA), les certificats d'investissement, les titres participatifs..., mais également de nouveaux marchés (second marché en 1983, MATIF en 1986 et MONEP en 1987), développement des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)...

financer les besoins de financement de l'État à court et moyen termes, représentent en effet près de 45 % du total des financements obtenus sur ce marché. Les certificats de dépôts émis par les seules institutions financières représentent quant à eux un peu moins de 40 % du total.
Dans ce contexte d'atonie de la croissance, de besoins de financement externe limités des sociétés non financières et de développement des marchés, l'activité traditionnelle des banques et notamment leur octroi de crédit se ralentit.

La diminution de l'activité des institutions financières

Alors que le taux de croissance annuel moyen des crédits à l'économie était de l'ordre de 11 % dans les années 80, le taux de croissance annuel diminue de façon importante au cours des années 90 (*cf.* graphique 6).

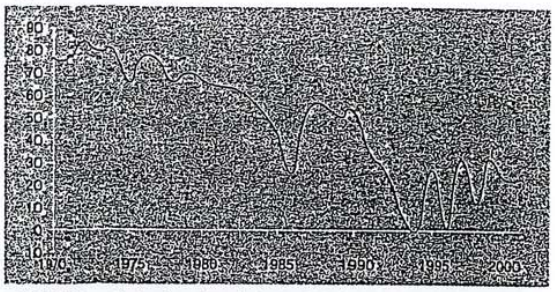
6. Taux de croissance des crédits à l'économie de 1979 à 2004



Réalisé à partir des données de la Banque de France, www.banque-france.fr

La croissance des crédits accordés aux ménages se ralentit ainsi depuis 1987. En effet, d'une part, les institutions financières ont été plus sélectives dans leur octroi de crédit dans la mesure où les risques de défaillance des ménages (non-remboursement de crédit) augmentent en période de crise. D'autre part, cette même crise ainsi que l'incertitude quant à l'avenir qui lui est associée ont rendu certains ménages plus méfiants vis-à-vis de l'endettement.
Les crédits destinés à financer l'investissement des sociétés connaissent même une forte décroissance puisque ceux-ci passent de 198 milliards d'euros en 1992 à 139 milliards en 1997 pour revenir en 2002 au niveau de 1992.
La diminution des crédits et le développement des marchés de capitaux se traduisent par une forte baisse du taux d'intermédiation financière au sens étroit.
En termes d'encours, il passe de 71 % en 1978 à 55,4 % en 1994 et à 40,4 % en 2004 (17).
En termes de flux, il diminue aussi considérablement puisqu'il passe de 79 % en 1974 à 53 % en 1984 et 25 % en 1986 (*cf.* graphique 7).
En 1987 et jusqu'en 1988, il remonte en raison de la crise financière d'octobre 1987 qui a limité les

7. Évolution du taux d'intermédiation financière de 1970 à 2001
(en flux et en %)



Réalisé à partir des données du Conseil National du Crédit.

recours au marché. Il redescend ensuite à des niveaux très bas durant les années 90 (0,2 % en 1996). Sur la fin de la période, il varie en fonction des possibilités d'émission de titres sans toutefois revenir au niveau du début des années 80.
La croissance de l'autofinancement des entreprises, le ralentissement de l'endettement des ménages ainsi que le développement des marchés de capitaux voulu par les pouvoirs publics sont ainsi susceptibles de rendre compte de la baisse du taux d'intermédiation. Cette diminution de l'activité traditionnelle des intermédiaires financiers, et notamment des banques s'est traduite par une réduction de leurs marges bénéficiaires et les a contraintes à réorienter leurs activités.
La rentabilité des banques, mesurée par le résultat net d'exploitation, et plus généralement celle des établissements de crédit, a ainsi diminué de façon importante de la fin des années 80 au milieu des années 90 pour se redresser cependant sur la fin des années 90. Afin de ralentir cette baisse de leur rentabilité, les banques développent de nouvelles activités et notamment la bancassurance. Cependant, si les banques investissent le domaine de l'assurance, elles sont concurrencées depuis quelques années dans leur propre domaine par les assureurs mais également par la grande distribution.
Pour compenser la diminution de leurs activités traditionnelles (octroi de crédits et collecte de dépôts à vue ou sur livrets), elle interviennent également de façon croissante sur les marchés de capitaux. Elles achètent ainsi des titres émis par les entreprises et émettent elles-mêmes de plus en plus de titres. Ce phénomène de mobiliérisation des bilans bancaires s'accompagne par ailleurs d'une marchéisation croissante, c'est-à-dire par des conditions débitrices (les taux auxquels elles accordent des crédits) ou créditrices (les taux auxquels elles rémunèrent les ressources collectées) qui dépendent des taux pratiqués sur les marchés.
On remarque d'ailleurs que le taux d'intermédiation au sens large, qui mesure la part de tous les financements intermédiés dans le total des financements externes, reste relativement stable

(17) Pour plus de détails sur les différents taux d'intermédiation, *cf. Bulletin de la Banque de France*, février 2006.

7

Texte 2

Panorama du système financier **Le paysage bancaire et ses mutations**

Au cours de ces dernières décennies, le paysage bancaire français s'est profondément modifié. Ces mutations qui, avec des intensités différentes, concernent aussi les autres pays industrialisés, sont à replacer dans un cadre économique et politique plus large : celui de la globalisation financière, de l'approfondissement de la construction européenne, et du durcissement de la concurrence. Laurence Scialom présente ici les principales transformations du paysage bancaire français sous l'effet de ces trois facteurs.

C. F.

Depuis les années 80, l'industrie bancaire a connu des mutations considérables. Celles-ci s'inscrivent dans un processus plus général de transformations des systèmes financiers qui se sont libéralisés et internationalisés. Une telle évolution touche à des degrés divers tous les pays industrialisés et les grandes tendances que nous allons mettre en évidence dans le cas français y sont souvent également observables. Ainsi, la concentration du secteur bancaire, le mouvement vers la banque universelle, la diversification des activités avec un fort accroissement des opérations de marché et des activités de conseil, ainsi que l'ouverture à l'international constituent des réponses du secteur bancaire à l'accroissement de la concurrence (1).

Les grandes inflexions du cadre réglementaire

L'homogénéisation du paysage bancaire

En France, c'est la loi bancaire du 24 janvier 1984 qui structure le secteur bancaire. Elle s'inscrit dans un processus d'évolution du cadre réglementaire vers plus d'homogénéité. Les premières inflexions réglementaires favorisant la déspécialisation de l'industrie bancaire et accroissant le cadre concurrentiel datent des réformes Debré de 1966-1967. Celles-ci ont allégé les contraintes de spécialisation pesant sur les banques en supprimant la distinction entre banque de dépôts et banques d'affaires, et créé un cadre plus concurrentiel en instaurant notamment la liberté d'ouverture de guichets.

Conformément au principe d'universalité, la loi de 1984 stipule que tous les établissements de crédit, quel que soit leur statut (les banques commerciales mais également les banques mutualistes et coopératives, les caisses d'épargne et les institutions financières spécialisées) sont désormais soumis à un cadre juridique commun dès lors qu'ils exercent des activités bancaires. L'universalité ne signifie donc pas une homogénéisation des statuts mais plutôt une unification des pouvoirs de contrôle, de réglementation et de tutelle sur le secteur bancaire.

La loi de 1984 a ensuite été complétée et modernisée par l'adoption de deux autres textes majeurs :

- la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières transpose en droit français la directive européenne du 10 mai 1993 sur les services d'investissement. Cette loi traduit bien l'influence croissante de la construction européenne sur le secteur bancaire français et elle complète la loi de 1984, laquelle concernait essentiellement les activités traditionnelles d'intermédiation bancaire, alors que la nouvelle loi spécifie le cadre des activités sur titres. Elle encadre donc les nouvelles formes d'intermédiation de marché mises en œuvre par les banques mais également par des prestataires nouveaux, les « entreprises d'investissement » ;
- la loi du 25 juin 1999 sur l'épargne et la sécurité financière a instauré un système d'assurance dépôt unique pour l'ensemble des établissements de crédit et a entériné la transformation du statut des caisses d'épargne en établissements mutualistes. Par cette loi, le paysage bancaire français s'est encore homogénéisé. La création de la Banque postale au 1er janvier 2006 s'inscrit dans le même processus.

Un mouvement parallèle d'homogénéisation s'observe au niveau institutionnel :

(1) Sur tous ces points, on se réfèrera utilement à Laurence Scialom (2004), *Économie bancaire*, Paris, La Découverte, coll. « Repères ».

Le financement de l'économie
Cahiers français n° 331

Panorama du système financier

11

9

Doc 2 « Le paysage bancaire et ses mutations », Scialom, 2006

de manière privilégiée sur les sociétés d'assurance pour constituer des groupes d'actionnaires stables. La troisième série de privatisations en 1998-1999 concerne des établissements plus fragiles et favorise les adossements aux réseaux coopératifs. Le panorama est alors radicalement distinct de celui du début des années 80 : le secteur public s'est considérablement atrophié, la Caisse des dépôts et consignations restant son principal fleuron ; le secteur mutualiste s'est au contraire fortement étoffé, grâce notamment à l'intégration du groupe Caisse d'épargne et de prévoyance. Ce faisant, en 2000, les banques mutualistes gèrent 60 % des dépôts et 36 % des crédits et les banques privées contrôlent 40 % des dépôts et des crédits. Les établissements publics ne collectent donc plus de dépôts et n'octroient qu'une très faible proportion des crédits. Fin 2003, seules quatre banques appartenaient encore au secteur public (y compris indirectement à travers des groupes financiers ou industriels) : la Banque de développement des PME, CDC finance-CDC Ixis, Vega finance rattaché au groupe financier public Eulia, et la banque Petrofigaz filiale du groupe Gaz de France.

La concentration du secteur bancaire (4)

La réduction du nombre d'établissements bancaires est une tendance lourde depuis la fin des années 80. Après le pic atteint en 1997 avec 2 152 établissements de crédit, la baisse a été continue (1 573 en 1994, 925 en 2003 et 880 en 2004). Cette baisse résulte soit de la cessation d'activité de banques qui, face à une concurrence exacerbée, n'avaient plus de perspective de développement suffisant, soit de regroupements d'établissements dictés par la recherche d'économies d'échelle. La diminution du nombre d'établissements a particulièrement concerné les banques mutualistes et coopératives ainsi que les caisses d'épargne : les établissements affiliés à ces réseaux sont passés de 663 en 1984 à 126 en 2004. Ainsi, alors que leur organisation avait peu évolué de 1945 à 1984, les réseaux mutualistes coopératifs et de caisses d'épargne, en réponse à l'accroissement de la concurrence, se sont fortement rationalisés depuis le milieu des années 80. Jusqu'en 1995, les opérations de restructuration se sont surtout produites au sein d'un même groupe (ex : fusions de banques populaires ou de caisses d'épargne) ou par la prise de contrôle de petites banques par de grands groupes. Depuis cette date, le mouvement de concentration est beaucoup plus marqué et concerne des banques de plus grande taille. À titre illustratif, le Crédit Agricole prend en 1996 le contrôle d'Indosuez, la Société Générale en 1997 celui du Crédit du Nord, 1999 voit la naissance du groupe BNP-Paribas, plus récemment le Crédit Agricole S.A. a acquis le Crédit Lyonnais (5). En 2000, le groupe britannique HSBC a pris la direction du Crédit Commercial de France. Cette dernière opération constitue un tournant en raison de sa dimension internationale, et elle préfigure certainement des opérations à venir. En effet, jusqu'alors, les rapprochements bancaires, en France comme en Europe, avaient été essentiellement domestiques. Les grandes banques semblaient avoir eu pour stratégie de se renforcer sur leur territoire national en constituant de gros groupes, des « champions nationaux » plus à même de supporter la concurrence internationale. Mais un mouvement de concentrations transfrontières semble avoir déjà commencé.

Le système bancaire français est donc de plus en plus concentré, en particulier dans la banque de détail, c'est-à-dire celle qui traite toutes les opérations de la clientèle de particuliers (ménages et PME). Depuis l'opération d'adossement du Crédit Lyonnais auprès de Crédit Agricole S.A. fin 2002, le nombre de groupes offrant une gamme complète de services sur l'ensemble du territoire de la métropole (6) n'est plus que de six. Ces derniers concentrent plus de 80 % des crédits et 90 % des dépôts, et le groupe Crédit Agricole dépasse 25 % de parts de marché tant pour les dépôts que pour les crédits. Pareil mouvement de concentration est général. Ainsi, à l'exception notable de l'Allemagne et des États-Unis dont les systèmes bancaires restent assez dispersés, dans quasiment tous les pays industrialisés l'actif des cinq plus grandes banques représente plus de la moitié de l'actif total des banques. Cette restructuration du secteur bancaire s'est faite avec une relative stabilité des moyens mis en œuvre par les établissements : le nombre global de guichets est resté voisin de 26 000 et les effectifs totaux employés dans la banque n'ont que très peu diminué, passant de 422 300 en 1984 à 420 300 en 2004. En revanche, les guichets et distributeurs automatiques (DAB-GAB) se sont considérablement développés : on en comptait environ 9 000 en 1985, 20 500 en 1994 et 43 700 fin 2004. Cette évolution traduit une recherche de gain de productivité et une mutation technologique accélérée dans les canaux de distribution bancaire. Le développement de la banque électronique utilisant internet comme canal de distribution va dans le même sens.

Diversification des activités bancaires

La France – comme la plupart des autres pays du G10 – converge vers un modèle de banque universelle. La banque universelle désigne un intermédiaire financier bancaire capable d'offrir l'intégralité de l'éventail des

(4) Les données chiffrées de cette partie ont été pour la plupart tirées du Rapport annuel du CECEI, exercice 2004.
(5) La liste des opérations de concentration ici présentée n'est évidemment pas exhaustive, nous avons simplement signalé les opérations qui nous semblent les plus significatives du mouvement à l'œuvre.
(6) Hors la Poste.

11

crédit ont créé des filiales d'assurance orientées notamment sur l'assurance-vie, développé des filiales spécialisées dans la négociation et la compensation de contrats sur les marchés, en particulier sur les marchés dérivés, acquis des participations dans des sociétés d'investissements ou pris leur contrôle, et elles ont fondé des sociétés de conseil en investissements financiers et de gestion de portefeuille.

Justifications théoriques de la diversification des activités bancaires

Cette diversification qui accompagne le mouvement de concentration de l'industrie bancaire trouve une justification dans la théorie de l'organisation industrielle par la recherche d'économies d'envergure. Celles-ci sont issues des synergies de production propres aux firmes multi-produits.
Les synergies peuvent provenir de deux sources : la production de services financiers ou leur consommation. Les économies d'envergure de production sont d'autant plus fortes que les coûts fixes susceptibles d'être partagés entre les produits sont eux-mêmes importants. Dans le cas de l'industrie bancaire ces coûts fixes concernent :

- la gestion des relations de clientèle, ce qui inclut les ressources humaines, les services d'information, les capacités d'expertise centrales et les investissements liés à l'établissement et à la perpétuation d'une réputation ;

- les infrastructures de distribution et réseaux de guichets créés pour commercialiser un type de produit financier et qui peuvent être exploités pour distribuer d'autres produits à un coût marginal faible ;

- enfin, l'information nécessaire pour produire un type de service financier peut être mobilisée pour en produire d'autres à un coût additionnel faible.

Des synergies peuvent également apparaître dans la consommation de services financiers différenciés. Ces économies d'envergure de consommation résultent de la réduction des coûts de recherche, d'information et de contrôle dont bénéficie le client en pouvant disposer de l'ensemble des services financiers en un seul point de vente (« *one stop-shopping* »). En d'autres termes, les consommateurs accordent une valeur supérieure à un ensemble de produits financiers provenant d'une même institution financière par rapport au même éventail de produits vendus par des firmes différentes.

L'internationalisation des banques

En se diversifiant, les activités des banques se sont internationalisées (7). En effet, dans le contexte de globalisation financière et d'intégration monétaire et financière européenne, les grands groupes bancaires multispécialisés n'ont pas seulement pratiqué la diversification d'activité sur le territoire national, ils ont également cherché à être présents sur les grandes places financières internationales.

Implantation des établissements français à l'étranger

D'après une étude effectuée fin 2003, 55 établissements de crédit français étaient implantés à l'étranger dans 83 pays différents. Ces implantations incluaient 699 filiales (322 dans l'Espace économique européen et 377 dans des pays hors Union européenne) et 214 succursales (112 dans l'Espace économique européen et 102 dans des pays tiers).
Dans l'Espace économique européen, c'est au Royaume-Uni (123 implantations), en Allemagne (56) et en Italie (52) que les établissements de crédit français étaient les plus présents. La répartition des implantations dans les pays tiers soulignait un fort ancrage français dans la zone Asie pacifique (131 implantations), aux États-Unis (130) et en Europe non communautaire (89). Les trois principaux groupes bancaires présents à l'étranger – tant en Europe que dans le reste du monde – étaient : la Société Générale, la BNP Paribas et le groupe Crédit Agricole-Crédit Lyonnais.
Le poids des filiales étrangères représentait pour la Société générale et la BNP-Paribas, les deux groupes bancaires les plus enracinés à l'étranger, plus de 25 % du total de bilan.
La part des opérations en devises dans l'activité métropolitaine constitue un autre critère de mesure de la place de l'activité internationale. Fin 2004, les opérations en devises effectuées sur le territoire métropolitain totalisaient 13,5 % de l'actif et 15 % du passif, les opérations interbancaires y étant majoritaires du côté du passif.

Implantation des établissements étrangers en France

Parallèlement à ce développement des groupes bancaires français à l'étranger, les banques étrangères ont accru leur présence en France. L'installation des premières banques étrangères est très ancienne puisque la Morgan Guaranty Trust of New York (aujourd'hui JPMorgan Chase Bank) et le Banco de Bilbao (actuellement nommé BBVA) se sont installés en France respectivement dès 1868 et 1902. D'après l'Union syndicale des banquiers, 38 banques étrangères étaient implantées en France avant la Seconde Guerre mondiale, leur nombre s'est réduit après guerre pour recommencer à croître doucement dans les années 60. Le principe de liberté

(7) Pour une vision assez exhaustive des différents aspects de l'internationalisation du système bancaire français, on se réfèrera utilement au Rapport annuel de la Commission bancaire.

Texte 3 : extrait de « Les banques, acteurs de la globalisation financière », D. Plihon, J. Couppey-Soubeyran, D. Saïdane, La Documentation Française, 2006

Radioscopie du système bancaire français

En 2005, le secteur bancaire français est dominé par sept groupes, dont quatre mutualistes : Crédit agricole-Crédit lyonnais, BNP Paribas, Société générale, les Caisses d'épargne, Banques populaires-Natexis, Crédit mutuel-CIC, HSBC (CCF). À ces sept groupes, il convient d'ajouter La Banque postale, créée en janvier 2006 à partir des services financiers de La Poste spécialisés dans la banque de détail. Les groupes étrangers jouent également un rôle important en France : en 2003, sur les 168 groupes opérant en France, seuls quarante-huit étaient français.

Cette organisation du système bancaire du début des années 2000 résulte d'un mouvement de restructuration profond et rapide qui a eu trois principales dimensions. Premièrement, l'État a abandonné son rôle d'actionnaire : tous les grands groupes publics ont été privatisés. En deuxième lieu, les groupes mutualistes ont joué un rôle majeur dans les opérations de restructuration et de consolidation domestiques. Ils se sont renforcés par l'acquisition de réseaux bancaires – prise de contrôle d'Indosuez (1996), Sofinco (1998) et Finaref (2002) par le Crédit agricole, de Natexis en 1998 (résultant de la fusion de la BFCE et du Crédit national) et des réseaux Crédit maritime et Crédit coopératif en 2003 par les Banques populaires, du Crédit foncier (1999), Entenial, CDC Ixis, Banque Sanpaolo (2004) par les Caisses d'épargne, du Crédit lyonnais par le Crédit agricole (2004).

Les groupes mutualistes dominent le marché de la banque de détail (particuliers, PME et exploitations agricoles) du fait de leur enracinement local et de leur fonction de banque de proximité, liée à leur statut. Toutefois, les différences entre banques capitalistes et mutualistes tendent à s'estomper. Ces dernières affichent désormais des objectifs ambitieux de rentabilité. Par ailleurs, le groupe Crédit agricole a décidé de vendre en Bourse une partie de son capital. Certains observateurs voient dans cette évolution le début d'un processus de « démutualisation » qui s'est déjà produit à l'étranger (États-Unis et Grande-Bretagne).

Tableau 14. - Les banques à capitaux français (par nature d'actionnariat) (1995-2003)

	1995	2001	2002	2003
Grands groupes bancaires publics	34	0	0	0
Grands groupes bancaires privés (BNPP et SG)	66	34	34	32
Groupes bancaires publics hors grands groupes	7	2	1	1
Groupes mutualistes	17	57	58	63
Filiales d'IFS	10	2	1	1
Assurances	12	9	7	7
Industrie, commerce, services, BTP (dont public)	29	25	22	18
Groupes financiers diversifiés (dont public)	14	2	2	2
Banques à actionnariat partagé (EC, investisseurs institutionnels)	14	5	5	5
Actionnariat personnes physiques	16	8	8	8
Total	219	144	138	137

Source : Cecel.

Faut-il séparer les banques ?

Débat entre Jézabel Couppey-Soubeyran,
responsable du master « Contrôle des risques bancaires, sécurité financière, conformité » à l'université Paris I Panthéon-Sorbonne, conseillère scientifique au Conseil d'analyse économique,
et Laurence Scialom,
professeure à l'université Paris Ouest Nanterre-La Défense, coresponsable du master 2 « Banque, monnaie, marchés », EconomiX (université Paris Ouest).

L'Economie politique : Que propose le projet de loi de réforme bancaire présenté en décembre 2012 en matière de séparation des activités bancaires et qu'en pensez-vous ?

Laurence Scialom : Le thème concerne très peu de pages du projet de loi, traduisant ainsi une séparation *a minima*. Il est prévu que les banques conserveront l'ensemble de leurs activités sous un même toit ; une partie minime d'entre elles, liée à leurs interventions sur les marchés, sera regroupée dans une filiale spécialisée supportant des contraintes réglementaires supplémentaires dont le niveau reste à préciser. Il est prévu par ailleurs d'interdire très peu d'activités. Au final, on peut estimer que pour la plus grosse de nos banques, BNP Paribas, dont le total du bilan représente environ le produit intérieur brut (PIB) français, seulement 2 % du produit net bancaire (PNB) [1] des activités de la banque de financement et d'investissement (BFI),

[1] L'équivalent du chiffre d'affaires pour les banques [NDLR].

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h11. © Altern. économiques

soit 0,5 % du PNB total, devront être cantonnés dans la filiale spécialisée.

C'est très loin d'être suffisant pour remettre en cause le fait que la banque de marché bénéficie d'une garantie publique implicite, liée au fait que les investisseurs savent que les Etats ne laisseront jamais tomber une grande banque : ils le prennent en compte lorsqu'ils prêtent de l'argent aux filiales de marché, qui peuvent ainsi emprunter à bon compte pour développer des activités peu utiles au financement de l'économie française. En conservant des mastodontes bancaires avec une séparation *a minima,* cette garantie continue à jouer. Cela ne protège donc pas les déposants de pertes massives qui résulteraient des activités de marché. Cela n'empêche pas les conflits d'intérêts au sein des banques, une filiale distribuant un crédit et l'autre pariant sur son défaut, etc.

Jézabel Couppey-Soubeyran : Le projet de loi français introduit une notion intéressante, celle d'« activités utiles au financement de l'économie ». Sans préjuger de savoir si ce sont des activités de détail ou des activités de marché, la loi souhaite préserver ces activités utiles. C'est essentiel, car cela permet de souligner qu'un achat de titre (une action, une obligation, etc.) par une banque contribue autant à financer l'économie que si elle octroie un crédit, qui peut d'ailleurs s'avérer lui-même très risqué. Bref, cela permet de remettre en cause l'idée selon laquelle toute activité de marché serait risquée et inutile tandis que tout ce que fait la banque de détail serait utile et sans risque, ce qui ne correspond pas à la réalité.

Ce que veut faire le projet de loi, c'est fixer les conditions dans lesquelles les activités sont utiles au financement de l'économie. Et il y a de grandes chances pour que les banques arrivent à remplir ces conditions d'une façon telle que peu de leurs activités seront cantonnées dans la filiale à risque. Cela pose-t-il un problème ? Oui, si l'on voit la séparation comme la principale solution à l'instabilité financière. Or, je n'y crois pas.

Si je reviens sur l'ensemble des points développés par Laurence, je partage absolument ses diagnostics. La conclusion que j'en tire est qu'il faut faire de la stabilité financière un objectif politique, au même titre que la stabilité monétaire. Et la façon la plus efficace d'y arriver est de renforcer ou de mettre en place des politiques prudentielles : microprudentielles, c'est-à-dire de contrôle des risques pris par les banques à titre individuel, mais aussi macroprudentielles, c'est-à-dire de surveillance des risques pris par l'ensemble du système financier et de contrôle

»»

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h11. © Altern. économiques

des évolutions du crédit dans l'ensemble de l'économie. On ne l'a pas assez fait jusqu'à présent.

On a cru naïvement que l'on pouvait laisser croître le secteur bancaire et financier sans conséquences négatives pour la croissance, ce qui n'est pas le cas. A partir d'un certain niveau, l'expansion de la finance ne profite plus qu'à elle-même et ses dérapages ont des effets extrêmement dommageables sur la croissance. La crise actuelle est la conséquence d'une crise d'obésité des bilans bancaires. Le rapport Liikanen [2] montre bien que le secteur bancaire européen est beaucoup trop concentré. Mais là encore, je doute que la séparation soit la bonne réponse. Une mesure plus appropriée consisterait à taxer les bilans bancaires, sous la forme, par exemple, d'une taxe réservée aux banques systémiques mais plus importante que celle mise en place en France depuis janvier 2011. C'est par ce genre de mesure, accompagnée d'une politique de la concurrence qui mette fin à la concentration croissante du secteur, que l'on pourra arriver à maîtriser la taille des bilans bancaires.

En fait, les défenseurs de la séparation font une hypothèse implicite : celle qu'en contraignant la gamme – les différentes activités d'une banque : marchés, crédits, etc. –, on maîtrisera l'échelle – la taille. Or, les deux ne sont pas forcément corrélées ! On peut avoir des groupes multiactivités, type banques universelles, qui restent à taille humaine si on les oblige à correctement couvrir leurs risques. Réciproquement, on peut avoir un établissement monoactivité, type Lehman Brothers, qui croît à l'excès et peut être source de risque systémique. La stabilité financière ne passe pas par le cantonnement des activités risquées mais par la réduction de leur taille. Si l'on pense que les activités de marché ne sont pas assez contrôlées, la solution ne consiste pas à les séparer du reste mais à mieux les réguler, par exemple à partir d'un ratio de levier [3] contraignant, ou bien en taxant les profits de ces opérations.

On comprend bien, à vous entendre, qu'il existe des solutions alternatives à la séparation, mais vous ne nous avez pas expliqué pourquoi la séparation en soi ne contribue pas à atteindre les mêmes objectifs.

JCS : C'est très simple : les politiques de séparation proposées en France ou par le rapport Liikanen maintiennent les connexions entre les entités d'un même groupe et entre les différents acteurs financiers. On n'empêchera pas les différentes entités issues d'une séparation d'aller emprunter sur le marché interbancaire,

[2] Commission européenne, « High-level expert group on reforming the structure of the EU banking sector. Final report », dirigé par Erkki Liikanen, 2 oct. 2012 (http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf) [NDLR].

[3] Rapport entre le total des activités d'une banque et son capital. Plus il est limité, plus les banques doivent avoir de capital pour développer leurs activités, ce qui leur coûte cher, réduit la rentabilité et incite à en réduire la taille [NDLR].

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h11. © Altern. économiques

de trouver des financements auprès de groupes spécialisés dans les activités de marché. Si ces connexions demeurent, le risque de contagion demeure aussi et on ne limite en rien le risque systémique.

Faudrait-il alors une séparation complète, type Glass-Steagall Act ? Dans ce cas, on rompt toute connexion financière mais au prix d'une limitation drastique du rôle des banques dans le financement de l'économie. A cet égard, dans les pays anglo-saxons, où les banques jouent un rôle moindre, sont plus spécialisées et où existent nombre d'établissements de petite taille, on peut plus facilement avancer sur le sujet de la séparation qu'en Europe, où les conséquences seraient plus fortes. Historiquement, le Glass-Steagall a abouti à une structure de financement donnant la priorité aux marchés financiers, ce qui d'ailleurs n'a pas été propice à la stabilité financière.

LS : Mais si ! Jusqu'en 1984, les Etats-Unis ne connaissent pas de crise financière majeure avant la faillite de la Continental Illinois cette année-là. Celle-ci est en partie le résultat de plusieurs années de contournement des règles du Glass-Steagall Act, et c'est d'ailleurs seulement à partir de ce moment-là que l'on commence à parler de banques systémiques.

Pour répondre plus directement à Jézabel, je ne dis pas que la séparation en soi suffit à éliminer toutes les sources d'instabilité financière et je soutiens toutes les pistes de régulation qu'elle a évoquées, mais cela doit s'accompagner d'une réforme de la structure des banques pour être efficace. Car l'expérience historique nous montre que, d'une part, les banques disposent d'une imagination redoutable pour contourner les règles existantes et que, d'autre part, les politiques de taxation varient avec les pouvoirs en place. Une réforme de structure est plus durable, elle ne s'appuie pas sur le comportement plus ou moins vertueux de tel ou tel patron de banque ou du vouloir des gouvernants, elle force à inscrire la stabilité dans les gènes de la banque en forçant à la réduction des risques.

Je suis entièrement d'accord avec le diagnostic d'une crise d'obésité. Mais quelle est sa cause ? A mon sens, elle résulte du fait que l'on a laissé les banques mixer les activités, celles de marché se développant à bon compte sur le dos de la banque de détail qui bénéficie d'une garantie publique implicite, comme on l'expliquait au début. Une étude de la New Economics Foundation [4] a évalué le montant de cette subvention implicite à 48 milliards d'euros pour les banques françaises. C'est considérable. Entre 2007 et 2010, BNP Paribas a vu sa taille croître de 34 % :

[4] New Economics Foundation, « Quid Pro Quo. Redressing the privileges of the banking industry », sept. 2011 (disponible sur www.neweconomics.org).

»»

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h11. © Altern. économiques

qu'est-ce qui peut justifier cela en pleine période de crise financière et de stagnation économique ? Une étude européenne l'a bien montré, plus les banques grossissent, plus leur activité se déforme du côté des marchés. J'ajoute que lorsqu'une poignée de banques universelles énormes dominent le marché, comme en France, on est confronté à un manque de diversité, ce qui n'est pas bon en cas de crise.

Enfin, j'aimerais revenir sur la distinction activités utiles/non utiles à l'économie que soulignait Jézabel pour s'en féliciter. Je suis d'accord pour dire que certaines activités de marché sont utiles au financement de l'économie. Mais elles n'en restent pas moins plus risquées que les autres et, surtout, l'énorme masse de ces activités concerne des transactions entre acteurs financiers. Et derrière certaines activités de marché présentées comme utiles, les banques peuvent dissimuler des prises de position spéculatives massives. On ne me fera pas croire que les 750 milliards de produits financiers complexes qu'affiche BNP Paribas dans son bilan ne correspondent qu'à des opérations utiles au financement de l'économie !

En séparant les activités, on supprime la garantie implicite dont bénéficie la banque de marché, on réduit sa taille et on diminue par la même occasion le besoin des banques d'aller se refinancer sur les marchés financiers. Car les activités de marché nécessitent beaucoup plus de recourir à des emprunts auprès des acteurs financiers que les activités de crédit – environ cinq fois plus. En diminuant la dépendance aux marchés, on réduit la probabilité qu'une crise de liquidité (une difficulté à accéder au financement de marché) ne se transforme en crise de solvabilité.

JCS : Ma crainte est que le « plus » qu'amènerait la séparation ne se traduise par un relâchement des efforts en matière de contrôle des risques. D'autant qu'il est beaucoup plus facile pour le pouvoir politique de communiquer sur la séparation, pour montrer que l'on fait des choses, même de manière édulcorée, plutôt que d'annoncer que l'on renforce les politiques macroprudentielles, ce qui serait pourtant le plus efficace. Il ne faut pas mésestimer le coût d'opportunité politique de pousser la séparation.

Les règles de contrôle des risques sont contournables ? Mais les réformes de structure aussi, c'est bien ce qui est arrivé au Glass-Steagall Act ! Il est vain de penser que les banques ne chercheront pas à contourner les contraintes qu'on leur impose, quelles qu'elles soient. La meilleure réponse à ce comportement, c'est la simplicité des règles. L'erreur commise jusqu'à présent en matière de politiques publiques de contrôle des risques a

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h11. © Altern. économiques

été de créer des usines à gaz laissant trop de place aux actions discrétionnaires des régulateurs et à celles de contournement des banques.

Sur la garantie implicite dont bénéficient les banques, les montants évalués sont en effet énormes, bien supérieurs en tout cas à ce qu'elles paient sous forme d'impôts, et c'est même supérieur pour certains groupes à leurs profits. La réponse consiste à repenser les bases de la taxation des établissements financiers. On sait très bien que les banques, notamment du fait de leur présence massive dans les paradis fiscaux, sont les championnes de l'optimisation fiscale en même temps qu'elles bénéficient de subventions implicites à la prise de risques ! Cela bénéficie d'ailleurs autant aux activités de détail qu'aux activités de marché. La question à se poser est alors la suivante : est-ce que, même avec un groupe bancaire où les activités de marché risquées seraient séparées des autres, les gouvernements pourront rester sans réagir si l'entité de marché rencontre un gros problème ? Est-ce que la séparation permet vraiment de supprimer la subvention implicite aux activités de marché ? Rien ne permet de l'affirmer.

Enfin, je partage le constat de Laurence selon lequel la structure de financement des banques s'est déformée ces dernières décennies au profit de financements de plus en plus courts et de plus en plus importants. Mais une séparation n'y changera rien ! La meilleure action consiste à réduire, voire à supprimer la déductibilité des intérêts d'emprunt dont bénéficient les banques.

Le projet de loi de réforme français comporte une autre partie qui renforce le pouvoir des régulateurs. Qu'en pensez-vous ?

LS : Cela va indiscutablement dans le bon sens. L'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), le régulateur des banques, voit ses pouvoirs de redressement et de résolution renforcés [5] en même temps que l'on crée un Conseil de stabilité financière en charge de la régulation macroprudentielle. C'est important car, en cas de restructuration forte d'un établissement, il faut disposer d'instruments juridiques adaptés au monde bancaire : on ne peut pas attendre les décisions d'un tribunal des faillites car, dans le cadre d'une banque, plus on attend, plus les coûts sont importants pour l'établissement et pour les contribuables. Le projet de loi indique qu'en cas de gros souci, les actionnaires devront prendre leurs pertes, puis certains créanciers également avant que les autorités ne mettent de l'argent public.

Mais un gros problème subsiste : si les activités ne sont pas séparées, si les groupes restent importants et complexes à

[5] Les banques doivent fournir aux régulateurs des plans de « redressement », qui indiquent comment elles comptent répondre à une crise, et de « résolution », de faillite organisée, si la situation se dégrade [NDLR].

»»

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h11. © Altern. économiques

comprendre, alors mettre en œuvre ces procédures de redressement et de résolution sera très difficile. Aux Etats-Unis, elles sont mises en pratique régulièrement et cela se passe très bien, mais les plus gros établissements pèsent 20 % du PIB américain, pas 100 % comme en France pour les plus grosses banques ! A cet égard, le projet de loi précise qu'en cas de crise, le régulateur aura le pouvoir de forcer une banque à aller plus loin en termes de séparation, ce qui se fera donc éventuellement au coup par coup et uniquement à la discrétion du régulateur.

Enfin, on crée un Conseil de stabilité financière aux prérogatives étendues mais sans modifier la composition de l'institution qu'il remplace, le Conseil de régulation financière et du risque systémique. Or, ce dernier est composé notamment de membres qualifiés dont plusieurs sont proches de BNP Paribas et d'autres banques. L'indépendance du Conseil n'est donc pas garantie.

JCS : Pour préparer toutes ces procédures, on oblige les banques à fournir au régulateur un « testament », un document qui leur réclame d'expliciter leur organisation et de prévoir *ex ante* les conditions de leur démantèlement éventuel. C'est un instrument prometteur car il va forcer les banques à simplifier leur structure capitalistique pour être capables d'organiser leur démantèlement.

Le projet de loi pousse également la mise en œuvre des politiques macroprudentielles. Cela va dans le bon sens mais ce ne sera efficace que si nous sommes suivis par les autres pays européens, car nos établissements dépassent les frontières françaises. Le débat est alors préempté par le projet d'union bancaire européen. Celui-ci a définitivement laissé de côté l'Autorité bancaire européenne, mise en place dans la foulée de la crise et qui a dû fonctionner avec un microbudget. L'union bancaire donne le pouvoir de superviseur bancaire à la Banque centrale européenne (BCE), ce qui ne va pas dans le bon sens. Si l'union bancaire est un projet nécessaire – on ne peut plus se permettre de définir des politiques de stabilité financière à l'échelle nationale –, confier le rôle de superviseur unique, de contrôle micro des banques, à une institution spécialisée dans la surveillance macro des crédits ne va pas dans le bon sens car elle n'est pas adaptée à cette mission. La BCE aurait dû se voir confier la mission de mise en œuvre des politiques macroprudentielles, alors que dans l'état actuel des textes elle ne fait qu'y contribuer, sans que cela soit un objectif aussi important pour elle que de lutter contre l'inflation. Il aurait fallu définir des objectifs et des instruments clairs en la matière.

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h11. © Altern. économiques

LS : L'union bancaire a avancé pour rompre le lien entre crise de la dette souveraine et crise bancaire, les banques étant fragilisées lorsque les marchés doutent de la valeur des dettes publiques. Pourquoi ? Parce qu'elles en détiennent beaucoup et que cela réduit également la « valeur » estimée par le marché des garanties publiques dont elles bénéficient. Il fallait donc intervenir en mettant en œuvre un mécanisme d'aide aux banques au niveau européen, ce qui nécessitait d'avoir un superviseur européen. Mais il faudra aller au-delà : il manque un mécanisme européen de résolution unique et un mécanisme fédéral de garantie des dépôts, ce qui veut dire des transferts de fonds publics au sein de l'Europe et donc une forme de fédéralisme.
JCS : Entièrement d'accord. L'union bancaire ne pourra effectivement fonctionner que si elle s'appuie sur une union budgétaire et donc sur une union politique renforcée.

Nous sommes sept ans après le début d'une crise historique, du genre de celles qui restent dans les manuels. Pensez-vous que les politiques ont été à la hauteur pour répondre à cette crise ?
LS : La réponse est non. Il a fallu plusieurs années pour poser les diagnostics de la crise, pour comprendre véritablement ce qui s'était passé dans le monde fou de la finance. Puis est venu le temps de l'action régulatrice, mais trop tard à mon sens : la chute de Lehman Brothers avait ouvert une large fenêtre d'intervention où les régulateurs auraient pu imposer ce qu'ils voulaient. Mais il n'existait pas encore d'accord politique au G20, ou même en Europe, sur ce qu'il convenait de faire. De plus, le monde bancaire a montré une capacité extrêmement rapide à rétablir sa combativité politique et son influence. C'est la raison pour laquelle il est absolument nécessaire qu'existent des lieux de contre-pouvoir où l'on puisse entendre la voix de ceux qui portent un langage pédagogique sur la finance et différent de celui des banquiers.
JCS : Je réponds non également. On a insuffisamment renforcé les politiques de contrôle des risques ; il manque une réflexion véritable sur la fiscalité des banques et une attention trop forte est portée au débat sur la séparation. Il y a un manque de volonté politique pour aller plus loin. Et les *lobbies* bancaires sont très puissants, ils sont représentés dans toutes les instances où l'on prend des décisions les concernant. Les contre-pouvoirs dont parlait Laurence sont nécessaires pour faire passer un message essentiel : il faut décomplexifier la finance et la reconnecter à l'économie réelle. ■

Propos recueillis par Christian Chavagneux

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h11. © Altern. économiques

Quelles réformes pour assurer la stabilité, la rentabilité et l'efficacité du système bancaire français ?

Christophe Nijdam,
analyste bancaire chez AlphaValue, bureau d'analyse financière indépendant [1], ancien banquier.

AVANT D'APPORTER DES ÉLÉMENTS D'ÉCLAIRAGE À LA question posée dans le titre, rappelons au préalable pourquoi il convient de séparer les activités de marché des activités de dépôt et de crédit. Cette séparation bancaire ne s'impose pas pour des raisons de morale, mais bien pour des raisons de logique économique [2]. Laissons parler pour ce faire Pierre-Noël Giraud, professeur d'économie à Mines ParisTech et à l'université Paris-Dauphine, qui a clairement exposé les caractéristiques de la finance de marché dans son ouvrage *Le Commerce des promesses. Petit traité sur la finance moderne* (Paris, Seuil, 2001) : *« Les instruments financiers visent à transférer de la richesse dans le temps. Or il n'existe aucun moyen sûr de transférer de la richesse dans le temps. La finance crée et organise l'échange de droits sur la richesse future qui ne*

[1] Prix Extel Thomson Reuters 2012 de la meilleure recherche indépendante.

[2] Ces remarques sont écrites sur la base du projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires présenté le 19 décembre 2012. Dans l'hypothèse où des amendements parlementaires seraient votés, ils pourraient sensiblement changer la nature de ces commentaires.

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

peuvent jamais être garantis. Ce ne sont donc que des promesses. [...] *Dans les systèmes monétaires contemporains, où ce sont les banques commerciales qui créent une pure monnaie de crédit et où les gouvernements manifestent une préférence marquée pour la croissance, la finance produit inévitablement des droits en excès sur la richesse future, ce que j'ai appelé le "mistigri". Cela provoque des purges périodiques des droits en excès, de nature différente selon les systèmes financiers (poussées inflationnistes ou crises financières) qui engendrent des conflits de répartition et des transferts de richesse. »*

Dans une interview vidéo sur le site de pédagogie Lafinancepourtous.com [3], Pierre-Noël Giraud conclut que, pour protéger la monnaie et le crédit de l'instabilité inévitable des marchés qui s'est propagée à l'économie réelle mondiale tant en 1929 qu'en 2008, il faut séparer en deux entités complètement distinctes la banque de marché de la banque de dépôt et de crédit. Comme cela a été le cas aux Etats-Unis de 1933 à 1999 sous le régime du Glass-Steagall Act, comme cela a été le cas en France de 1945 au milieu des années 1990 [4], sans crise systémique jusqu'à celle de 2008 dans laquelle nous sommes toujours embourbés.

Comme le nucléaire, les activités de marché ne sont ni bonnes ni mauvaises en soi. Elles sont cependant par nature volatiles et procycliques, des caractéristiques amplifiées par des règles comptables internationales (IFRS) qui imposent une comptabilisation en valeur de marché (*« mark-to-market »*), au lieu d'une comptabilisation en coût amorti (*amortised cost,* c'est-à-dire au coût historique minoré d'éventuelles provisions pour débiteurs douteux sur les activités de crédit), ce deuxième référentiel comptable étant beaucoup plus stable pour les activités de dépôt et de crédit. La protection des dépôts et le développement des crédits à l'économie réelle nécessitent de la stabilité, que les activités de marché, par essence instables, déséquilibrent quand elles sont pratiquées à grande échelle au sein d'un même établissement bancaire. Quand elles génèrent des pertes ou enregistrent une baisse de rentabilité brutale – ce qui est inéluctable, comme l'a expliqué Pierre-Noël Giraud –, les activités de crédit en subissent la conséquence sous la forme d'une diminution des ressources disponibles (en capital, en liquidité), qui engendrent un resserrement du crédit à l'économie réelle, à la vie de tous les jours. Dans le même temps, les difficultés sur les activités de marché des banques peuvent déclencher un retrait

[3] Voir www.lafinancepourtous.com/Outils/Mediatheque/Videotheque/Les-interviews-de-l-IEFP/Faut-il-separer-les-banques-de-depot-et-les-banques-d-investissement.

[4] Alors qu'en théorie c'est à partir de la loi Bérégovoy de 1984 sur le décloisonnement, la désintermédiation et le désencadrement que la séparation entre banque de dépôt et de crédit et banque d'affaires et de marché a été abrogée en France, c'est à partir du milieu des années 1990 que cette séparation est devenue effective dans la pratique, avec des opérations de fusion-acquisition rapprochant les deux activités sous le même toit (rachat d'Indosuez en 1996 par le groupe Crédit agricole, rachat de Paribas par la BNP en 1999, rachat de CDC-Ixis par Natixis du futur groupe BPCE en 2006).

›››

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

massif des dépôts (*« bank run »*) qui force les Etats à sauver les banques (renflouement en capital, garanties pour maintenir la liquidité), car la chute de la banque de marché entraînerait la chute de la banque de dépôt et de crédit qui est sous le même toit. Comme on ne placerait pas un réacteur nucléaire dans le centre de Paris, au nom du principe de précaution, avons-nous encore les moyens de laisser une banque de marché au cœur de la banque de dépôt et de crédit ?

Un projet de loi français fondé sur des arguments discutables

Le ministre des Finances a justifié son projet de loi en répétant en boucle un argumentaire qui peut se résumer comme suit : le modèle français de banque universelle a bien résisté à la crise et il convient de ne pas le « punir », de ne pas le « casser », car cela fragiliserait une industrie qui représente 400 000 emplois.

Or, le modèle français de banque universelle est un mythe entretenu à dessein par un petit groupe de personnes qui bénéficient économiquement du *statu quo* sous la forme de la garantie implicite de l'Etat français pour les activités de marché. En effet, ce modèle est non seulement récent (une petite quinzaine d'années dans la pratique [5]), mais en plus il n'est pas franco-français. La plupart des banques dites universelles, y compris les françaises, n'ont pas bien résisté pendant la crise : elles n'ont pas fait faillite, non pas car elles seraient universelles, mais car elles étaient trop grosses pour que les états les laissent tomber en faillite. C'est le concept, désormais très cynique, du *« too big to fail »*. Cela va de Citigroup aux Etats-Unis, en passant par UBS en Suisse, RBS au Royaume Uni, ING aux Pays-Bas, Fortis en Belgique, pour finir avec nos quatre banques « universelles » françaises qui comptent aujourd'hui parmi les 28 banques mondiales systémiques [6], une autre façon de dire *too big to fail*. Cette surreprésentation nationale permet de faire de la sémantique : non, il n'existe pas de modèle gaulois de banque universelle ; oui, il existe un modèle bien français de méga-banque trop grosse pour faire faillite et qui tient habilement la collectivité nationale en otage, au travers d'un discours articulé par un petit nombre permettant de faire passer ses intérêts particuliers comme étant l'intérêt général, voire l'intérêt national [7].

Comme dévoilé fin décembre 2012 par Bruxelles, la Commission européenne a autorisé 5 059 milliards d'euros d'aides

[5] C'est à partir de la deuxième moitié des années 1990, avec la fin de la séparation des activités de marché des activités de banque de dépôt et de crédit, couplée avec l'arrivée des modèles probabilistes ineptes de gestion des risques en *« value at risk »* (VaR), que la finance a commencé à dériver, avec comme conséquence la crise débutée en août 2007. L'explosion des produits dérivés est l'illustration la plus visible de cette « dérive » (cf. *infra*).

[6] Dexia était la cinquième banque (franco-belge) considérée comme *too big to fail* dans la liste des banques mondiales systémiques en 2011, mais elle en a été retirée en 2012, compte tenu de son plan de démantèlement organisé.

[7] Comme l'a déclaré le gouverneur de la Banque de France le 18 décembre 2012 sur BFM Business, alors que, non élu, M. le Gouverneur n'est pas le dépositaire légitime de l'intérêt supérieur de la nation, qui n'appartient qu'à sa représentation nationale, démocratiquement élue.

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

d'Etat au secteur financier entre octobre 2008 et octobre 2012 (dont 1 616 milliards ont été effectivement utilisés), soit 40 % du produit intérieur brut (PIB) de l'Union européenne [8]. Pour les seules banques françaises, l'Etat français a mobilisé 360 milliards d'euros en 2008 (dont 320 milliards sous forme de garanties), auxquels s'ajoutent 53 milliards pour Dexia, soit plus de 410 milliards d'euros au total. En 2011-2012, c'est la Banque centrale européenne (BCE), *via* la Banque de France, qui a été contrainte de prendre le relais pour les banques françaises à hauteur de 232 milliards d'euros de refinancements bruts au 11 décembre 2012 (dont 174 milliards au titre des seuls LTRO [9]), contre des moyennes de « seulement » 18 milliards d'euros en 2006 et 31 milliards en 2007. Avec ces 232 milliards d'euros, les banques françaises sont les troisièmes plus importants récipiendaires du soutien de la BCE, derrière les banques espagnoles et les banques italiennes… En 2008, Natixis a perdu 2,8 milliards d'euros (suivis d'une nouvelle perte de 1,7 milliard en 2009), tandis que Dexia a perdu 3,3 milliards d'euros (suivis d'une perte record de 11,6 milliards d'euros en 2011, et ce n'est pas fini puisque la nouvelle direction de Dexia ne pense pas atteindre l'équilibre financier avant… 2018). Crédit agricole SA a pour sa part enregistré une perte de 1,5 milliard d'euros en 2011 et s'avance vers une perte record supérieure à 2,5 milliards pour 2012, principalement à cause de son aventure en Grèce, les activités internationales des banques françaises entrant également dans ce concept de banque « universelle » soi-disant plus résilient mais en fait plus fragile en matière de liquidité car structurellement mal financé…

Peut-on encore prétendre aujourd'hui que « les banques françaises n'ont rien coûté aux contribuables », l'addition de Dexia se chiffrant à 5,4 milliards d'euros [10] pour l'instant, avec des risques résiduels pour la partie française des garanties de 39 milliards d'euros [11], pouvant courir jusqu'en… 2031 ? N'omettons pas les actionnaires des quatre banques cotées françaises *too big to fail* (BNP Paribas, Société générale, Crédit agricole SA, Natixis/BPCE), qui ont subi ensemble une destruction de valeur de 81 % entre 2007 et mai 2012 [12], alors que, dans le même temps, les autres banques européennes de dépôt et de crédit non classées dans les systémiques avaient enregistré une destruction de valeur plus limitée de 61 %. De quelle résilience ou supériorité de modèle bancaire parlons-nous ?

[8] Commission européenne, « Rapport sur les aides d'État accordées par les États membres de l'UE. Mise à jour de l'automne 2012 », 21 déc. 2012 (http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/2012_autumn_fr.pdf).

[9] *« Long term refinancing operations »*, ou opérations de refinancement à long terme. Aide apportée par la BCE fin 2011 et début 2012 aux banques européennes [NDLR].

[10] Pour la seule partie française, 3 milliards d'euros lors de la recapitalisation de septembre 2008 (6 milliards au total avec la partie belge) et 2,4 milliards lors de la recapitalisation de décembre 2012 (5,5 milliards au total avec la partie belge).

[11] Garanties de 85 milliards d'euros au total avec la partie belge.

[12] Dividendes encaissés et augmentations de capital déboursées incluses. Sous l'effet dit Draghi (« soutien inconditionnel à l'euro » annoncé au début de l'été 2012), le secteur bancaire européen a rebondi dans son ensemble de l'ordre de 25 % en Bourse au second semestre 2012, mais les banques françaises conservent une décote conglomérale plus importante que leurs consœurs européennes non *too big to fail*.

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

De fausses critiques

La séparation complète n'est pas une punition, c'est une mesure de salubrité publique [13] destinée à protéger non seulement les déposants mais aussi les contribuables, ainsi que les salariés des banques de dépôt et de crédit, victimes à tort des incivilités des opérateurs de marché (les *« traders »*), un objectif que le projet de loi actuel ne remplit pas.

La séparation complète ne consiste nullement à « casser » les banques, car elle permet la poursuite des activités de marché dans une autre entité ne bénéficiant plus de la garantie implicite de l'Etat, actuellement au détriment des contribuables et au seul bénéfice des 9 000 *traders* qui opèrent dans les salles de marché des banques françaises, ainsi qu'à quelques dizaines de dirigeants bancaires sous forme de rémunérations plus élevées (forcément, quand vous versez des bonus astronomiques à certains de vos collaborateurs, il est « normal » que le comité des rémunérations de votre mégabanque vous accorde également une surrémunération « sympathique », ne serait-ce que pour légitimer votre autorité et conserver votre rang hiérarchique auprès de ces mêmes collaborateurs…).

La séparation complète ne « fragiliserait » pas cette industrie. Au contraire, elle renforcerait la banque de dépôt et de crédit en l'isolant complètement des activités de marché, par nature instables. Elle renforcerait le financement de l'économie réelle, des entreprises et des ménages. Nous reviendrons sur ce point plus loin avec l'exemple allemand. A ce stade, l'argument qui consiste à dire qu'une activité instable serait plus instable « en dehors » – alors qu'elle fragilise en réalité tout l'édifice en étant « dedans » – suit une logique déconcertante : si je construis ma centrale nucléaire à la campagne au lieu du centre de Paris, le risque nucléaire s'en trouverait aggravé… Le risque nucléaire demeure dans les deux cas, mais avec des risques de dégâts immédiats plus faibles en dehors de Paris [14].

La séparation complète ne mettrait pas en cause les 400 000 emplois du secteur bancaire français. Au contraire, la scission étant l'inverse de la fusion, elle est créatrice nette d'emplois pour les fonctions dupliquées. Au pire, même si on admettait, ce qui est discutable, que la séparation complète puisse détruire des emplois, on parle d'un périmètre d'emplois limité (9 000 *traders,* pour la plupart basés à l'étranger dans les salles

[13] Comme l'a rappelé Gaël Giraud, chercheur au CNRS et économiste spécialisé en régulation financière de l'Ecole d'économie de Paris, dans *Le Nouvel Economiste* du 18 décembre 2012 (www.lenouveleconomiste.fr/la-separation-bancaire-est-une-mesure-dhygiene-publique-17057).

[14] L'objet de cet article n'est pas de se prononcer ni pour ni contre le nucléaire mais de démontrer l'absurdité, par l'analogie, de certains raisonnements avancés par le *lobby* bancaire pour la non-séparation.

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

de marché de New York, Londres, Hongkong…), soit moins de 2 % des effectifs mondiaux des 471 000 collaborateurs des quatre banques françaises cotées en Bourse et classées comme *too big to fail*. En ajoutant les collaborateurs fonctionnels qui épaulent les 9 000 *traders* opérationnels dans les seules activités de marché (*middle office, back office,* contrôle, etc.), on parle d'effectifs à séparer de l'ordre de 25 000 à 30 000 personnes (avant recrutement des fonctions dupliquées). Scinder 30 000 salariés des activités de marché pour sécuriser 441 000 emplois dans les autres activités bancaires, pour renforcer la sécurité des dépôts de 65 millions de Français représentant 37 millions de foyers fiscaux, pour protéger 17 millions de contribuables imposés…

Ces dernières semaines ont vu éclore deux nouveaux arguments en provenance du *lobby* bancaire sur les raisons pour lesquelles il ne faudrait pas séparer complètement les banques, les arguments développés entre 2008 et la mi-2012 ayant été contre-argumentés et réfutés les uns après les autres [15]. Le premier de ces arguments repose sur le fait que la séparation ne permettrait plus à l'activité de marché séparée (que ce soit sous la forme d'une filialisation sous un même toit, ou sous celle d'une scission juridique complète en dehors du groupe bancaire) de pouvoir jouer le rôle de « spécialistes en valeurs du Trésor » (SVT), des banques indispensables au bon placement des emprunts de l'Etat français sur le marché primaire (prise ou achat ferme, *« underwriting »*) et au maintien de la liquidité de ces mêmes emprunts d'Etat sur le marché secondaire (tenue de marché, ou *« market making »*). Quand on est praticien des marchés financiers, cet argument ne tient pas à l'analyse : un SVT se finance au coût le plus bas possible du marché grâce à l'instrument de financement de la pension livrée (*« repurchase agreement »,* ou *« repo »*). Le *repo* a justement été inventé pour éviter qu'un Etat soit tributaire de la notation financière, de la solidité, voire de la faillite du SVT. En effet, le *repo* étant juridiquement une cession d'un titre avec engagement de rachat, c'est le mode de financement le plus sécurisé possible pour le prêteur, et donc le moins cher pour le SVT. Ce qui compte ici, c'est la qualité de la signature de la France, pas celle du SVT, filialisé ou pas [16].

Le deuxième argument, tout aussi contestable que celui sur le financement de la dette publique, porte sur le coût de refinancement des autres activités de marché qui deviendrait prohibitif

[15] Par des études sérieuses et aussi diverses que celles émanant de la Bank of England (banque centrale britannique), de Finance Watch (première ONG de contre-*lobbying* financier, créée en 2011 et staffée par d'anciens banquiers, cf. www.finance-watch.org), du professeur d'économie bancaire Laurence Scialom (cf. « La réforme de la structure des banques : un enjeu démocratique majeur », note pour le *think-tank* Terra Nova, disponible sur www.tnova.fr), ou le recueil des verbatims de 130 personnalités compilés par l'association DiaCrisis (www.les-crises.fr/documents/2012/1-scinder-les-banques-verbatim-diacrisis.pdf), etc.

[16] On peut s'étonner que le directeur du Trésor et le directeur de l'Agence France Trésor (AFT) n'aient pas attiré l'attention de leur ministre de tutelle sur la sottise de cet argument.

›››

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

en cas de séparation, rendant ces activités non viables et du coup laissant le champ libre aux banques de marché américaines – le nom de Goldman Sachs, facilement « diabolisable », étant immanquablement avancé par nos banquiers français, incontestables parangons de vertu. Constatons tout d'abord que cet argument est la reconnaissance de l'existence, par un enrichissement sans cause des *traders* et de quelques dirigeants de banque, d'un effet d'aubaine permettant de bénéficier d'un refinancement moins coûteux grâce à la garantie implicite des activités de marché par l'Etat français. Autrement dit, la non-séparation des activités de marché revient – *de facto* et au final – à ce que l'Etat français continue de garantir le bonus des *traders* et de leurs dirigeants, alors que les Français vont devoir faire des efforts conséquents pendant de nombreuses années, les uns sous la forme de hausses d'impôts, les autres sous la forme de baisses des prestations et de redistribution des revenus. C'est une vision très particulière de la justice sociale, mais passons là-dessus car là n'est pas notre débat. Contestons ensuite l'assertion de la pénalisation éventuelle des banques françaises au profit des américaines, en comparant les notations financières des différents intervenants après réelle séparation faisant perdre jusqu'à trois crans de notation (c'est-à-dire sans le soutien implicite de l'Etat, tel qu'il est actuellement pris en compte par les agences de notation [17]), puis en comparant les tailles des activités de marché de ces mêmes intervenants (cf. tableau ci-dessous).

Si l'on y ajoute les banques de marché asiatiques, dotées des notations suivantes avec le soutien implicite de leurs Etats : Nomura : Baa3 (donc Ba3 sans support systémique du Japon), Daiwa : Baa3 (soit Ba3 sans soutien de la Corée du Sud) ou Citic Securities : A3 (soit Baa3 sans garantie implicite de la République populaire de Chine) [18], cela ne place pas nos « champions nationaux » en position d'infériorité, au contraire. Fondamentalement, la solidité d'une banque privée de marché

[17] Source : Commission européenne, rapport dirigé par Erkki Liikanen, « High-level expert group on reforming the structure of the EU banking sector. Final report », 2 oct. 2012, p. 49 (http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf). Nous recommandons vivement la lecture de ce rapport extrêmement riche en informations, notamment dans ses annexes qui comparent les banques européennes, ce qui ne milite pas du tout dans le sens que souhaite afficher le *lobby* bancaire français.

[18] Citic Securities vient de racheter la société de bourse CLSA, considérée comme une pépite, au Crédit agricole.

Des banques françaises pas défavorisées

Notation financière d'après Moody's en cas de séparation complète et d'absence de soutien implicite des Etats

JPMorgan	Crédit Suisse	Goldman Sachs	Deutsche Bank	Barclays	BNP Paribas	Crédit agricole SA
Etats-Unis	Sui.	Etats-Unis	All.	Roy.-Uni	Fr.	Fr.
A3	Baa1	Baa1	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2

Source : Commission européenne, rapport Liikanen, 2012.

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

n'a pas à être assurée par l'Etat mais doit l'être par ses propres forces concurrentielles. Sinon, autant la nationaliser [19], si l'Etat (et le contribuable) ne peut que subir l'asymétrie [20] du *downside* (« pile, nous perdons ») et jamais de l'*upside* (« face, nous ne gagnons jamais »).

L'expérience du praticien des marchés permet d'estimer le surcoût du financement non sécurisé (hors pension livrée) à un petit 0,375 % (3/8 dans le jargon des marchés) en moyenne. Certes, ces activités de marché seront moins « lucratives ». Et le bonus des *traders* sera contraint, alors qu'il est actuellement perçu au détriment des contribuables *via* la garantie implicite de l'Etat, mais aussi perçu au détriment des actionnaires comme un enrichissement sans cause, non pas lié aux talents des *traders* mais à cette même garantie implicite de l'Etat dont ils « captent » la plus grande partie quand les marchés sont porteurs et dont ils laissent l'addition aux contribuables et aux actionnaires quand les marchés – instables par nature – se retournent à la baisse.

Au niveau des activités de marché de 2011, comptabilisées dans les bilans bancaires sous l'appellation restrictive d'« instruments financiers en valeur de marché » (*financial assets at fair value/trading portfolio*) [21], les banques françaises sont globalement de taille suffisante pour faire face à la concurrence américaine (cf. tableau p. 22).

Le projet de loi français n'atteindra pas les objectifs fixés

La rapporteuse du projet de loi bancaire l'a qualifié de *« paire de ciseaux »* [22] pour pouvoir mieux découper, si besoin était, les banques. A la lecture minutieuse du projet (le diable se cache toujours dans les détails), je le qualifierais plus modestement de « coupe-ongles ».

[19] En transparence, l'auteur reconnaît qu'une telle éventualité ne serait pas dans son intérêt personnel car si on nationalisait les banques françaises, il se retrouverait au chômage technique. Mais qu'importe son intérêt catégoriel.

[20] Ce qui a été le cas du plan de sauvetage de 2008, alors que l'Etat américain a pu bénéficier de l'*upside* dans le plan de sauvetage de ses banques, en prenant notamment des participations le permettant, ce que la France n'a pas fait et qui reste à ce jour surprenant du point de vue du contribuable.

[21] Auxquels il conviendrait d'ajouter une partie des « actifs financiers disponibles à la vente » (*available for sale financial assets,* ou AFS) dans leur définition large, car ils sont assez poreux avec les actifs de *trading*.

[22] Cf. Karine Berger, « Messieurs les banquiers, à vous de couper les premiers », sur le blog http://alternatives-economiques.fr/blogs/berger (16 déc. 2012).

›››

UBS	Société générale	Morgan Stanley	Citibank	Bank of America Merrill Lynch	Royal Bank of Scotland
Sui.	Fr.	Etats-Unis	Etats-Unis	Etats-Unis	Roy.-Uni
Baa2	Baa2	Baa2	Baa3	Baa3	Baa3

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

Non seulement ce projet ne sépare quasiment rien, mais en plus il ne respecte pas le principe de bon sens contenu dans l'adage « il vaut mieux prévenir (séparer complètement) que guérir (plan de démantèlement/résolution quand c'est… déjà trop tard) ». L'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), le régulateur des banques, qui n'a pas été en mesure d'anticiper la fraude Kerviel, ni la double-faillite de Dexia, ni les 81 milliards d'euros de « gestion active des portefeuilles cantonnés » (GAPC) de Natixis, ni la crise de liquidités de 2011, peut difficilement être dotée du don d'ubiquité du jour au lendemain. Dans quelle mesure, soumise à ce qu'on appelle la « capture du régulateur » par les institutions sous sa supervision, voire au « syndrome de Stockholm », sera-t-elle disposée à déclencher la « bombe atomique » du plan de démantèlement des banques permis par la loi ? En 2011, l'ACP disposait d'un effectif de près de 950 personnes avec un budget de l'ordre de 165 millions d'euros. « Mettre un gendarme derrière chaque *trader* » (9 000 pour les banques françaises) demanderait une multiplication (théorique) des effectifs par dix, ce qui n'est pas réaliste en termes budgétaires. D'un côté, le projet de loi revient à garantir le bonus des *traders* et de quelques dirigeants bancaires, de l'autre côté, une surveillance vraiment effective en augmenterait déraisonnablement le coût. Drôle de proposition…

En maintenant le *statu quo* du *too big to fail,* la garantie de l'Etat et le soutien des contribuables seront *de facto* à nouveau engagés lors de la prochaine crise des marchés, et cela avant qu'un plan de démantèlement/résolution (de faillite organisée) ne puisse dans la pratique être mis en œuvre. C'est donc rater l'objectif recherché de protection des déposants et des contribuables. Le bon sens imposait une simple séparation, complète, nettement plus efficace [23] en amont des problèmes qu'un complexe processus de plan de démantèlement/résolution – le plan de redressement et de résolution de BNP Paribas, c'est… 1 800 pages [24] ! Ceux qui pensent que l'ACP sera en mesure de

[23] Au titre du principe de la règle du « Kiss » (*« Keep it simple, stupid ! »*). En matière de régulation, plus c'est simple – sans être simpliste –, plus il y a de chances d'atteindre son but, comme brillamment illustré par la note de la Banque d'Angleterre sur la comparaison entre « Le chien et le frisbee » (www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech596.pdf).

[24] *Revue Banque,* n° 753, nov. 2012, p. 30.

Les banques françaises de taille suffisante pour être concurrentielles

« Trading portfolio » au 31 décembre 2011, en milliards d'euros

BNP Paribas	Crédit agricole SA	Société générale	Natixis	JPMorgan	Goldman Sachs*	Morgan Stanley*
830	524	438	249	760 (951 milliards de dollars)	740 (924 milliards de dollars)	600 (750 milliards de dollars)

* Total de bilan pour les pures banques de marché Morgan Stanley et Goldman Sachs.

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

mettre à exécution ces plans de faillite en un week-end en cas de problème se bercent d'illusions dangereuses pour la collectivité. Tout comme ceux qui pensent que le Fonds de garantie des dépôts français (qu'il soit ou non fusionné avec un Fonds de résolution), doté actuellement de 2 milliards d'euros (et préfinancé à terme à hauteur de 1 % des dépôts, soit environ 10 milliards d'euros à terme, même avec une reconstitution *ex post* du 1 %), sera suffisant pour faire face à une future crise systémique.

Le projet français ne sépare quasiment rien, en l'état actuel de sa rédaction : 0,5 % du chiffre d'affaires total dans le cas de BNP Paribas (soit 2 % du produit net bancaire de sa seule banque de financement et d'investissement, ou BFI, d'après son directeur général adjoint devant un parterre de journalistes le 21 novembre dernier), soit 26 fois moins que l'application des recommandations du rapport européen Liikanen (13 % du chiffre d'affaires total de BNP, soit 57 % du produit net bancaire de sa seule BFI). Le ministre des Finances s'est défendu en parlant de *« jusqu'à 10 %* [...] *des activités de marché »* des banques françaises, ce qui correspond, sur une base de périmètre comparable, au plus à 1,3 % du chiffre d'affaires total de BNP.

La principale différence entre le projet français et les recommandations Liikanen porte sur le cantonnement de toutes les activités de marché – parce qu'elles sont instables par essence – dans une filiale [25] selon Liikanen, alors que le projet français permet à la « tenue de marché » (*« market making »*) de rester là où elle est, facteur de fragilisation de la banque de dépôt et de crédit. La définition de la « tenue de marché » dans le projet français est non seulement tautologique mais dangereuse car, sous couvert de cette appellation, les activités spéculatives perdureront dans la banque de dépôt et de crédit.

[25] Une filiale qui demeure néanmoins sous le même toit, mais la filialisation est, dans tous les cas de figure, la phase juridique préalable indispensable à une séparation complète, comme dans la scission selon les modalités du Glass-Steagall Act.

Toute opération sur les marchés s'effectuant nécessairement avec une contrepartie – donc un client ! –, il aura suffi de définir une opération « utile à l'économie comme étant avec un client » pour boucler la tautologie et vider le projet de loi de sa substance.

Quelques chiffres pour illustrer le fait que le concept de la « tenue de marché » (aussi appelé « animation de marché » ou encore, de manière plus subtile, « facilitation clients ») dissimule du *trading* pour compte propre (*« proprietary trading »*), des activités spéculatives.

»»

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

Prenons l'analogie du niveau des « stocks » nécessaires pour « bien servir ses clients » dans la distribution :

– dans la grande distribution alimentaire (type Carrefour), le niveau moyen des stocks tourne autour de 13 % de la taille du bilan en 2011 [26] ;

– dans la distribution non alimentaire (type H&M), le niveau moyen des stocks tourne autour de 19 % du bilan [27] ;

– pour les quatre banques françaises cotées, le niveau moyen des stocks [28], soi-disant là pour servir au mieux la clientèle, c'est… 38 % du bilan. Un tel niveau de stocks cache en fait une faible rotation de ces stocks et la présence de positions ouvertes durables, c'est-à-dire des positions directionnelles, spéculatives, misant sur la hausse de la valeur de ces stocks « accaparés »… ;

– pour comparaison, les stocks du Crédit mutuel-CIC sont de 8 %, près de cinq fois moins.

Le montant des produits dérivés est raisonnable chez Crédit mutuel-CIC et sert vraisemblablement à l'économie réelle. Il est

[26] Onze sociétés cotées européennes du secteur *« food retail »* suivies par AlphaValue dans son univers de couverture de 470 sociétés cotées.

[27] Onze sociétés cotées européennes du secteur *« non food retail »* suivies par AlphaValue, même univers de couverture.

[28] Calculés sur les seuls « instruments financiers en valeur de marché » (*« financial assets at fair value/trading portfolio »*), alors que leur porosité avec une partie des « actifs financiers disponibles à la vente » (*« available for sale financial assets »*, AFS) justifierait de faire un calcul sur cette base élargie.

Une hypertrophie de la banque de marché

En 2011, en millions d'euros

	BNP	Crédit agricole SA (filiale cotée du groupe Crédit agricole)	Société générale	Natixis (filiale cotée du groupe BPCE)	Crédit mutuel-CIC (non coté en Bourse)
PNB* total	42 384 (100 %)	20 783 (100 %)	25 636 (100 %)	6 761 (100 %)	11 053 (100 %)
PNB* activités de marché	5 598 (13 %)	3 011 (14 %)	4 141 (16 %)	1 194 (18 %)	401 (4 %)
Bilan total	1 965 283 (100 %)	1 723 608 (100 %)	1 181 372 (100 %)	507 712 (100 %)	468 333 (100 %)
Bilan activités de marché	**830 163 (42 %)**	**523 823 (30 %)**	**438 490 (37 %)**	**249 117 (49 %)**	**38 998 (8 %)**
dont dérivés en valeur de marché**	461 667 (23 %)	383 008 (22 %)	257 730 (22 %)	125 541 (25 %)	3 294 (1 %)
Bilan *vs* PIB France* **	**Total : 98 % / Marchés : 42 %**	**Total : 86 % / Marchés : 26 %**	**Total : 59 % / Marchés : 22 %**	**Total : 25 % / Marchés : 12 %**	**Total : 23 % / Marchés : 2 %**
Notionnel dérivés**** (hors bilan)	46 817 864	15 970 622	20 038 486	6 708 329	613 743
Notionnel dérivés *vs* PIB France	**2 345 %** (23,5 fois le PIB)	**800 %** (8 fois le PIB)	**1 003 %** (10 fois le PIB)	**336 %** (3,4 fois le PIB)	**31 %** (0,3 fois le PIB)

Source : AlphaValue

* PNB : produit net bancaire.
** Incluant les dérivés de couverture.
*** PIB de la France : 1 997 milliards d'euros.
**** Excluant les dérivés de couverture.

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

plus qu'hypertrophié chez les banques cotées, avec notamment des engagements notionnels [29] sous-jacents des dérivés qui représentent près de 24 fois le PIB de la nation chez BNP… Quelle est l'utilité pour l'économie réelle de la France de ce type de positions ? Sans être nulle, elle est proche de zéro.

Les produits dérivés, qu'ils soient cotés sur un marché organisé (20 % des volumes) ou traités de gré à gré (80 % *« over-the-counter »,* ou OTC), font par définition l'objet d'une cotation par la banque car elle en est contrepartie par construction : c'est donc de la « tenue de marché » au titre du projet de loi actuel.

Il est fondamental de bien saisir que, derrière l'explosion du volume des dérivés financiers [30] par rapport à tout entendement économique sur les quinze dernières années, se cache un risque systémique majeur d'interconnexion de quelques acteurs financiers entre eux (les 28 banques systémiques mondiales, dont nos 4 françaises) au détriment de la stabilité de l'économie mondiale, et ce, précisément parce que ces acteurs bénéficient de l'effet *too big to fail* qui les protège et leur donne accès à une ressource financière artificiellement peu coûteuse, subventionnée à son insu par le contribuable *via* la garantie implicite de l'Etat.

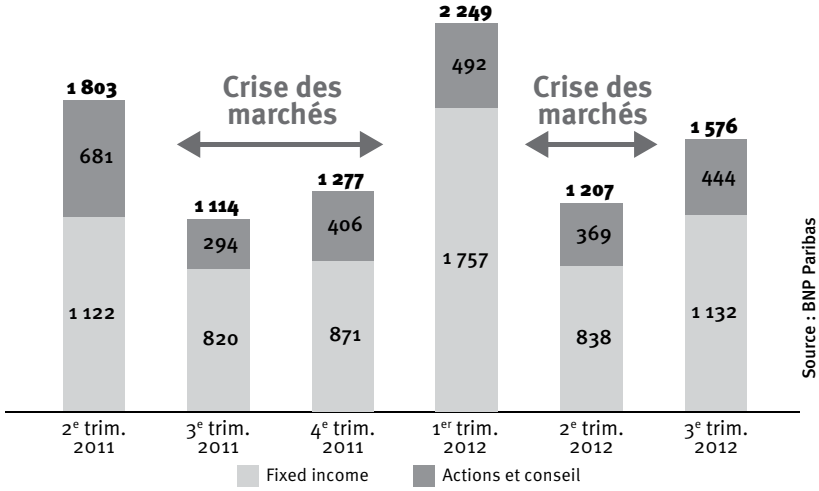
[29] Le montant notionnel sous-jacent d'un dérivé est le montant sur lequel, par exemple, sont calculés les intérêts à verser dans un *swap* de taux d'intérêt. C'est aussi, par exemple dans une option d'achat d'action (*« call »*), le montant auquel on a le droit d'acheter pour le prix de, disons, 10 euros une action France Télécom pendant une durée de, disons, douze mois.

[30] Tous produits dérivés confondus, les notionnels sont passés au niveau mondial de 80 000 milliards de dollars en 1997 à plus de 650 000 milliards de dollars en 2012, soit plus de dix fois le PIB mondial.

›››

Sous l'humeur des marchés

Chiffre d'affaires trimestriel des activités de marché de la BNP, en millions d'euros



Source : BNP Paribas

Lecture : Le chiffre d'affaires des activités les plus spéculatives (*fixed income* et actions) est aussi volatil que l'humeur des marchés

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

C'est cela, la véritable « martingale » du modèle bancaire français *too big to fail,* et rien d'autre. Au détriment des contribuables, des salariés dans les guichets et des actionnaires. Au bénéfice des *traders* et de leurs dirigeants. Au bénéfice de la haute administration de Bercy, dont le développement naturel de carrière consiste à aller « pantoufler » dans ces mégabanques, ce qui n'est évidemment pas de nature à stimuler une volonté réformatrice dans l'intérêt général.

La communication financière de BNP Paribas elle-même montre bien cette volatilité des activités de marché, liée aux positions spéculatives durables prises encore aujourd'hui sous couvert du concept de « tenue de marché » (voir graphique p. 25).

Une séparation ne remettrait pas en cause la rentabilité et la viabilité du système bancaire français

Les activités de banque de dépôt et de crédit sont plus stables et moins volatiles que celles de la banque de marché : c'est donc moins risqué, bien que cela ne soit pas sans risque et aussi cyclique que l'économie réelle qu'elle sert. Les activités de marché sont instables, très volatiles et ne sont pas contracycliques : au contraire, elles sont procycliques, comme la crise l'a rappelé.

Le tableau ci-dessous illustre les rentabilités par métiers pour l'année 2011. Il est à noter que les activités de marché du Crédit agricole sont celles dont la viabilité économique est effectivement la plus en question. Mais est-ce le rôle des caisses

Rentabilités par métiers pour l'année 2011

Rentabilité des fonds propres en 2011*	BNP Paribas	Société générale	Crédit agricole SA	Natixis
Banque de dépôt et de crédit en France uniquement**	18 % (26 % avant impôts)	17 %	LCL : 19 %*** / Caisses régionales : 22 %***	Caisses d'épargne et Banques populaires : 13 %***
Banque de marché uniquement (la partie séparable sous Liikanen), sauf précision	14 % (20 % avant impôts)	15 % (BFI dans son ensemble, activités maintenues)	4 % (activités maintenues, revalorisation de la dette propre et plan d'ajustement exclu)	11 % (BFI dans son ensemble, activités maintenues, 14 % avant impôts)

* *« Return on equity »* (ROE) sur la base de l'allocation réglementaire augmentée à 9 % des actifs pondérés par les risques.
** Hors activités de banque de détail à l'étranger, crédits à la consommation, gestion d'actifs, assurances, etc.
*** Estimation.

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

régionales du Crédit agricole que de subventionner indirectement ces activités ? L'éleveur de porcs bretons a-t-il besoin d'une salle de marché spécialisée en produits dérivés pour financer sa croissance ?

Même complètement séparées, les activités de marché de BNP et de la Société générale resteraient viables, quoique moins rentables, certes, car ne bénéficiant plus de la garantie implicite de l'Etat qui ne sert qu'un petit nombre de récipiendaires.

Du côté du modèle bancaire allemand

Pour s'assurer que le système bancaire finance l'économie réelle, tournons-nous vers le modèle allemand : une seule banque *too big to fail,* en Allemagne (Deutsche Bank) – et non pas quatre comme chez nous… –, et 1 500 banques coopératives de proximité [31] (Sparkassen, etc.), qui financent très bien le *« Mittelstand »* exportateur allemand que nous envions tant.

L'Allemagne a mis ses ingénieurs au travail dans les machines-outils et la valeur ajoutée du haut de gamme du secteur automobile, avec les succès qu'on connaît. La France, elle, a mis ses ingénieurs dans les salles de marché des banques *too big to fail,* avec les échecs planétaires qu'on connaît [32].

La tentation (et le risque) de gagner facilement des millions avec un *trader* à Londres qui se contente d'appuyer sur un bouton, plutôt que de dégager du profit de manière besogneuse, en ayant 10 000 banquiers derrière des guichets et au service réel des entreprises, demeure tellement grande qu'il faut protéger les dirigeants bancaires contre eux-mêmes : c'est cela, le véritable enjeu de l'intérêt supérieur de la nation.

La séparation complète est un élément essentiel mais insuffisant

La séparation complète n'est pas suffisante en soi pour assurer la stabilité et doit être accompagnée des autres mesures globales actuellement en cours : que ce soit Bâle III (avec ses trois batteries de ratios de solvabilité, de liquidité et de levier absolu [33] – tous trois indispensables alors que le *lobby* bancaire français est à nouveau à la manœuvre pour s'exonérer des deux derniers [34], qu'il est incapable de respecter actuellement à cause de son modèle *too big to fail,* à la différence par exemple des banques suédoises) ou les plans de démantèlement/

[31] Ne pas confondre les banques coopératives allemandes avec les Landesbanken allemandes, dont elles sont souvent actionnaires, qui se sont fourvoyées dans les activités de marché, notamment en investissant massivement dans les *subprimes,* et dont la plupart n'ont pas pu s'en relever.

[32] Fabrice Tourre chez Goldman Sachs dans l'affaire du fonds *subprime* Abacus ; Bruno Iksil chez JPMorgan dans l'affaire de la « baleine de Londres » ; Philippe Moryoussef, Didier Sander et Christian Bittar impliqués dans le « Liborgate », une manipulation rendue possible par le conflit d'intérêts pousse-au-crime lié à l'existence des activités de « tenue de marché » de dérivés de taux au sein même de la banque de dépôt et de crédit, seule habilitée à faire partie du panel du Libor…

[33] Relation entre le total des activités d'une banque et son capital [NDLR].

[34] Le 7 janvier 2013, le *lobby* franco-allemand des *too big to fail* a réussi à abaisser de moitié les exigences bâloises au 1er janvier 2015 pour le ratio de liquidité à 30 jours.

›››

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

résolution bancaire avec de la dette *« bail-in »* [35], sans oublier les chambres de compensation pour les produits dérivés, et une régulation de la finance de l'ombre (*shadow banking*).

Sur ce dernier point, pour bien comprendre comment maîtriser une partie importante des risques liés à la finance de l'ombre, il convient de couper le cordon ombilical entre les *hedge funds* et les banques, en interdisant simplement qu'une banque puisse les financer, non seulement en n'en devenant pas actionnaire mais surtout en ne pouvant leur consentir des crédits ou des prêts, même garantis [36] (car la valeur des garanties s'effondre toujours quand il y a une crise sur les marchés, par nature instables). On n'empêchera pas la spéculation en tant que telle, et il faut aussi des spéculateurs sur un marché, mais on ne doit pouvoir spéculer qu'avec son propre argent, pas avec celui des autres (*« other people's money »,* OPM). Comme le soulignait Maurice Allais, le seul Français prix de la Banque de Suède en économie (1988), visionnaire dès 1998, la banque ne doit pas, même indirectement, spéculer avec l'argent des dépôts, ni financer sous forme de prêts la spéculation.

Un bien public trop important pour le laisser aux seuls intérêts catégoriels

L'activité bancaire est un « bien public » trop important pour qu'on s'en désintéresse. C'est une délégation régalienne de la création monétaire par la puissance publique, en échange de quoi elle doit assurer trois fonctions principales : rémunérer l'épargne, financer l'investissement et la consommation (et donc l'emploi), sécuriser les moyens de paiement. Le tout ne pouvant fonctionner que sur un postulat : la confiance. Cette confiance qui part en courant et ne revient jamais qu'en marchant.

Le projet de loi français ne contribue pas à son rétablissement, au contraire. Et au grand dam de 84 % des Français, qui se sont prononcés pour une séparation très nette [37] de toutes les activités de marché. ■

[35] La dette *bail-in* est de la dette automatiquement convertible en fonds propres qui devrait être mise en place pour absorber les pertes bancaires, après les actionnaires. D'après les calculs de la Commission européenne, elle aurait dû s'élever à 10 % du passif hors fonds propres pour éviter l'utilisation des fonds publics lors de la crise de 2008.

[36] Le projet de loi bancaire français interdit de prêter à des *hedge funds* sans garantie, alors que les praticiens savent qu'une banque prête uniquement *avec* des garanties aux *hedge funds.* Une illustration supplémentaire de la non-réforme de ce projet, qui interdit quelque chose… qui n'existe pas dans la pratique. Même la plus grande partie du *trading* à haute fréquence, qui n'est qu'une autre forme « moderne » et récente de *trading* pour compte propre, peut perdurer au titre de ce projet de loi, masqué sous l'appellation de « tenue de marché » et exempté d'interdiction s'il n'est pas « taxable »…

[37] Sondage Ifop pour Atlantico, juillet 2012, p. 20 (www.ifop.com/media/poll/1947-1-study_file.pdf).

Document téléchargé depuis www.cairn.info - Université Paris 13 - - 194.254.168.106 - 20/02/2015 12h12. © Altern. économiques

TD 6

La politique monétaire

6.1 Le carré magique

Cherchez les données concernant l'économie française pour les années 1980, 1990, 2000, 2010 et 2014 permettant de tracer les « carrés magiques » de ces époques (taux de croissance du PIB, taux de chômage, inflation, solde extérieur c'est à dire balance commerciale). Faites une recherche sur internet.

1. A la lecture des « carrés magiques » obtenus, quels sont les principaux changements que l'on peut observer ?
2. Dans quelle mesure ces changements coïncident-ils avec les changements dans les priorités suivies par la politique monétaire ?

6.2 Les taux directeurs

Taux directeurs de la BCE d'octobre 2008 à décembre 2015 (en %)

Source : site de la Banque de France

Date	Appels d'offre à taux fixe	Dépôt au jour le jour	Prêt marginal au jour le jour
15 octobre 2008	3,75	3,25	4,25
12 novembre 2008	3,25	2,75	3,75
10 décembre 2008	2,50	2	3
21 janvier 2009	2	1	3
11 mars 2009	1,50	0,50	2,50
8 avril 2009	1,25	0,25	2,25
13 mai 2009	1	0,25	1,75
13 avril 2011	1,25	0,50	2
13 juillet 2011	1,50	0,75	2,25
9 novembre 2011	1,25	0,50	2
14 décembre 2011	1	0,25	1,75
11 juillet 2012	0.75	0	1.5
8 mai 2013	0.5	0	1
13 novembre 2013	0.25	0	0.75
11 juin 2014	0.15	-0.1	0.4
10 septembre 2014	0.05	-0.2	0.3
9 décembre 2015	0.05	-0,3	0,3

1. Expliquez ce que signifient ces trois taux.
2. Pourquoi les nomme-t-on taux directeurs ? Quel est le taux pivot, central ?
3. Quelle est la tendance dévoilée par ce tableau ? Qu'est-ce que cela indique quant aux objectifs suivis par la Banque centrale européenne et quant à la situation monétaire de la zone Euro ?
4. Qu'est-ce que le taux EONIA ? Comment évolue-t-il par rapport aux taux indiqués dans ce tableau ? Expliquez.

6.3 Questions sur le doc 1 (extrait du manuel « Monnaie, banque, finance» Couppey-Soubeyran, 2012)

Aide : Un CDO est un ensemble de divers actifs titrisés.
L'Euribor est un taux de référence du marché interbancaire dans la zone euro (un indicateur alternatif à l'EONIA).

1. Comment peut-on qualifier les mesures de politique monétaire adoptées par la BCE jusqu'à l'automne 2008 ?
2. Sur la période évoquée dans l'extrait, la politique monétaire menée par la BCE est-elle strictement similaire à celle mise en place par le Fed ? Expliquez.
3. La politique alors menée a-t-elle été suffisante ?

6.4 Questions sur le doc 2 (« À quoi sert la BCE ? » Le Héron, 2013)

Aide : Le terme « cross-checking » désigne le fait que la Banque centrale effectue des analyses de la sphère réelle, des analyses macroéconomiques, qu'elle mêle avec des analyses spécifiquement axées sur le marché monétaire afin de mettre en place sa politique monétaire.

1. Rappelez ce qu'est une règle de Taylor.
2. Que reste-t-il du « carré magique » comme objectifs assignés à la politique monétaire si on croit à la neutralité de la monnaie ? Quelle doit alors être la politique monétaire ?
3. Pourquoi l'existence d'une courbe de Phillips verticale à long terme remet-elle en cause la politique monétaire menée dans les années 1970 ?
4. Selon les nouveaux-classiques, pourquoi une politique monétaire doit-elle être crédible ?
5. Le Héron estime qu'un consensus a émergé lors des années 1990. Quels sont les éléments issus de la pensée keynésienne que l'on retrouve dans ce consensus ? Même question pour les éléments orthodoxes.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE 237

ENCADRÉ N° 21

Assiette et taux des réserves obligatoires dans la zone euro

A. Exigibilités incluses dans l'assiette des réserves et auxquelles s'applique le taux de réserve positif

Dépôts*
- Dépôts à vue
- Dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans
- Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à deux ans

Titres de créance émis
- Titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

B. Exigibilités incluses dans l'assiette des réserves et auxquelles s'applique un taux zéro

Dépôts*
- Dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans
- Dépôts remboursables avec un préavis supérieur à deux ans

Titres en pension
- Titres de créance émis
- Titres de créance d'une durée initiale supérieure à deux ans

C. Exigibilités exclues de l'assiette des réserves
- Exigibilités vis-à-vis d'autres établissements assujettis au système de réserves obligatoires de l'Eurosystème
- Exigibilités vis-à-vis de la BCE et des banques centrales nationales participantes

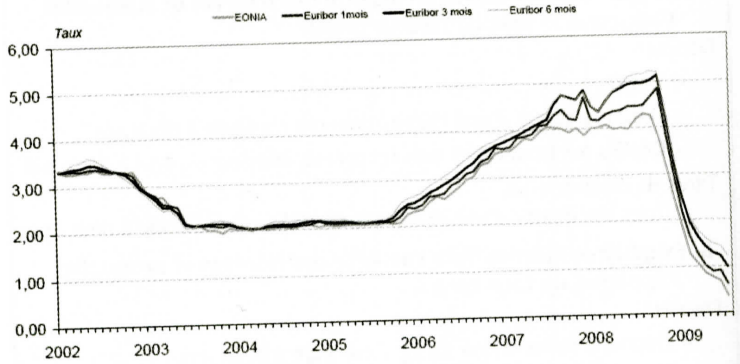
* Le règlement Le règlement (CE) no 2181/2004 de la Banque centrale européenne du 16 décembre 2004, modifiant le règlement (CE) no 2423/2001 (BCE/2001/13) concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires et le règlement (CE) no 63/2002 (BCE/2001/18) concernant les statistiques sur les taux d'intérêt appliqués par les institutions financières monétaires aux dépôts et crédits vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières (BCE/2004/21, JO L 371 du 18 décembre 2004), fait explicitement obligation de déclarer les dépôts à leur valeur nominale. Par valeur nominale, on entend le montant du principal qu'un débiteur est contractuellement tenu de rembourser à un créancier. Cette modification s'est imposée à la suite de la modification de la directive 86/635/CEE du Conseil du 8 décembre 1986 concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers (JO L 372 du 31 décembre 1986) afin de permettre l'évaluation de certains instruments financiers à la juste valeur.

Source : *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro*, BCE, novembre 2008 (extrait du chapitre 7, « Les réserves obligatoires »).

Doc 1. J. Couppey-Soubéran

Graphique 15

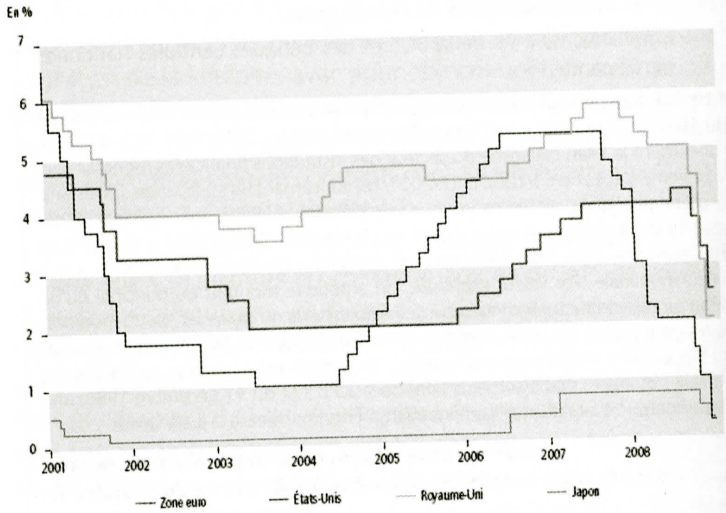
Taux du marché interbancaire de la zone euro en moyennes mensuelles



Source : Banque de France.

Graphique 16

Évolution des taux directeurs des principales banques centrales



Source : Banques centrales & Natixis

L'Eurosystème a alors réagi en commençant par abaisser de 50 points de base le taux REFI (le faisant ainsi passer de 4,25 % en juillet 2008 à 3,75 % en octobre). À partir du mois d'octobre 2008 jusqu'au mois de mai 2009, la BCE a chaque mois pris la décision d'abaisser le taux REFI : baisse de 50 points de base en novembre, de 75 points de base en décembre, de 50 points de base en janvier 2009 et en mars, et de vingt-cinq points de base en avril et en mai, portant ainsi le taux REFI à un plus bas historique de 1 %. La BCE se sera une nouvelle fois montrée moins prompte que ses homologues américaine et britannique qui ont décidé d'abaisser leurs taux directeurs beaucoup plus tôt, dès l'été 2007 pour la Fed. La situation macroéconomique était toutefois différente aux États-Unis et dans la zone euro : la crise financière éclate aux États-Unis dans l'été 2007 et va progressivement s'étendre aux autres zones. Avant que l'Europe ne soit elle aussi touchée, plusieurs mois vont s'écouler au cours desquels le gouverneur de la BCE, Jean-Claude Trichet, redoute encore des pressions inflationnistes qu'il cherche à contenir par un taux directeur suffisamment élevé, même rehaussé de 25 points de base en juillet 2008. Ce n'est donc qu'à l'automne 2008 que la baisse des taux directeurs s'amorce en Europe. Quoi qu'il en soit, la seule baisse des taux directeurs n'aurait pas suffi à rétablir la situation du marché monétaire. Aussi la BCE, comme ses homologues américaine, japonaise, etc., a dû aller au-delà de la politique monétaire conventionnelle. Il lui a fallu modifier certains de ses instruments et procédures pour faciliter l'injection de liquidité nécessaire à la reprise d'un fonctionnement normal du marché monétaire (voir encadré n° 22).

CHAPITRE 2

LE RÉGIME DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

Si les statuts et les principes de la BCE sont d'une grande rigidité, il n'en va pas de même de sa politique monétaire, qui sait faire preuve – quand les circonstances l'exigent – d'une relative flexibilité et d'une bonne capacité d'innovation.

À rebours de son dogme monétariste affiché, la BCE s'inspire d'un régime de politique monétaire plus pragmatique, qui reprend et adapte de façon originale le cadre théorique de la Nouvelle école keynésienne (NEK).

L'ÉVOLUTION DES RÉGIMES DE POLITIQUE MONÉTAIRE DEPUIS 1950

— Au-delà d'une politique de communication axée sur la recherche de crédibilité et sur l'affirmation des thèses monétaristes (une stratégie censée lui garantir une posture de « banquier central conservateur » comme le proposait Kenneth Rogoff en 1985), l'action concrète de la BCE se situe en réalité en nette rupture avec le monétarisme et s'inscrit dans la démarche du « Nouveau consensus » entre Nouvelle école classique (NEC) et NEK, surtout depuis 2003. Sa politique de *cross-checking* (voir p. 146) se rapproche en effet du régime de politique monétaire aujourd'hui dominant, celui du « ciblage d'inflation », prôné notamment par le Fonds monétaire international (FMI), tout en présentant une profonde originalité.

Comme toute banque centrale moderne, la BCE ne se contente pas de surveiller la hausse des prix à la consommation : elle observe également les déterminants réels (production, productivité, emploi, prix des matières premières), ainsi que d'autres variables monétaires et financières (taux de change, prix des actifs financiers). Le recours à une règle de Taylor *ex post* permet d'ailleurs d'évaluer le poids qu'elle accorde dans la pratique aux évolutions respectives des prix et de la production (voir Gros plan, p. 81).

On ne peut pas comprendre l'originalité de la politique de *cross-checking* de la BCE sans étudier préalablement

Doc 2. Edwin Le Héron

l'évolution, ces cinquante dernières années, des régimes de politique monétaire.

Quatre régimes (ou stratégies cohérentes d'action en matière monétaire) reposant chacun sur une organisation institutionnelle et un corpus théorique différents se sont succédé depuis la Seconde Guerre mondiale (voir aussi tableau p. 138-139) :

– après-guerre, le programme des partis social-démocrates au pouvoir dans la majeure partie de l'Europe occidentale s'appuie sur la *Théorie générale* de Keynes, critique l'utopie du socialisme et prône un libéralisme économique dans lequel les institutions et la régulation par l'État tiennent une place importante ;

– avec la remise en cause du « Consensus keynésien » à partir de 1970, le libéralisme économique commence à se radicaliser d'abord sous la houlette de Milton Friedman et de l'École de Chicago, puis sous l'influence des nouveaux classiques (Robert Lucas, Finn E. Kydland, Robert Barro, Thomas Sargent). La disparition de l'alternative communiste ne fait que renforcer ce néolibéralisme qui promeut un capitalisme financiarisé et globalisé, où les marchés financiers jouent un rôle de plus en plus important au détriment du financement traditionnel par le crédit bancaire et de la régulation étatique ;

– toutefois, les nombreuses crises engendrées par ce capitalisme financiarisé entament rapidement l'optimisme dans la capacité des marchés financiers à s'autoréguler et à être efficients, c'est-à-dire à trouver le prix d'équilibre des actifs financiers. Avec le « Nouveau consensus » qui se met en place après 1990 entre nouveaux classiques et nouveaux keynésiens, ce sont ces derniers qui influencent finalement le plus le discours et le comportement des banques centrales modernes.

LE RÉGIME DISCRÉTIONNAIRE KEYNÉSIEN (1960-1975)

Durant les années 1960, l'organisation monétaire keynésienne s'applique à peu près partout. Comme la monnaie n'est neutre ni à court ni à long terme, la politique monétaire est intégrée à la politique économique et dépend du

gouvernement. La banque centrale est sous le contrôle du pouvoir politique et se contente de mettre en œuvre les décisions de celui-ci. La dimension nationale est privilégiée puisqu'elle est le cadre légitime de la politique économique. Fondée sur les enseignements de la courbe de Phillips (PC), la politique monétaire est un élément de l'arbitrage entre inflation et chômage. Le modèle économique de référence est le célèbre IS-LM-PC (voir Gros plan, p. 132-133) : l'inflation y est expliquée soit par un excès de demande sur l'offre, soit par une hausse des coûts, liée notamment à une hausse des matières premières ou à une augmentation des salaires supérieure à la productivité du travail.

Pour traiter des relations monétaires internationales, les changes fixes du système monétaire international de Bretton Woods, c'est-à-dire un accord politique négocié sous l'égide des deux institutions financières internationales (le FMI et la Banque mondiale), sont préférés à une régulation par les marchés. On pense que des réserves suffisantes de devises et un taux de change raisonnable suffisent à conserver l'autonomie de la politique monétaire. Il est vrai que les échanges financiers internationaux sont encore faibles à cette époque.

La politique monétaire d'inspiration keynésienne suit quatre principes généraux :

– la politique monétaire est un élément de la politique macroéconomique, qui poursuit quatre objectifs (stabilité des prix, croissance, plein-emploi et équilibre de la balance des paiements ; c'est-à-dire le fameux « carré magique » de l'économiste Nicholas Kaldor). Le gouvernement doit coordonner les politiques monétaire, budgétaire, des revenus et la gestion de la dette publique (on parle de *policy mix*) pour atteindre ces objectifs (tout particulièrement l'emploi et la croissance). L'accent est essentiellement mis sur la régulation contracyclique de court terme ;

– la politique monétaire, qui est considérée comme moyennement efficace, est plutôt subordonnée et mise au service de la politique budgétaire ;

– l'instrument principal de la politique monétaire est la quantité de monnaie, et l'objectif intermédiaire est le taux

d'intérêt. Un taux d'intérêt bas, mais surtout stable, est recherché pour favoriser l'investissement et le financement de la production ;

– le crédit et la monnaie permettent le financement de l'économie au-delà des fonds prêtables issus de l'épargne. Le contrôle direct de la création monétaire par l'encadrement du crédit et le contrôle des changes sont possibles lors de situations difficiles et pour de courtes périodes. De même, des politiques sélectives du crédit, où l'on favorise certaines demandes (investissement, économies d'énergie, exportation), sont recherchées.

(GROS PLAN) **SUR**

les courants keynésiens

Il n'est pas toujours facile de s'y retrouver dans la généalogie des courants keynésiens.

Les **keynésiens** ont constitué le courant dominant de la fin de la Seconde Guerre mondiale aux années 1970. Ils utilisent le modèle macroéconomique IS-LM issu de la synthèse élaborée par l'économiste britannique John Hicks (1937) :

– IS (*Investment-Saving*) représente l'équilibre sur le marché des biens et services au travers des équations d'investissement et de consommation ;

– LM (*Liquidity-Money*) représente l'équilibre sur le marché de la monnaie à partir d'une équation de demande de monnaie et d'offre exogène de monnaie.

L'équilibre économique, qui ne présuppose pas le plein-emploi, est le point de rencontre entre les courbes IS et LM. En 1958, les keynésiens introduisent dans ce modèle une courbe de Phillips (PC) pour déterminer l'inflation (courbe mise en évidence par l'économiste néo-zélandais Alban W. Phillips illustrant une relation décroissante entre le taux de chômage et le taux de croissance des salaires nominaux), avant que Robert Mundell et Marcus Fleming ne le généralisent en 1962 à une économie ouverte. Ce modèle est une synthèse entre la *Théorie générale* de John Maynard Keynes et le modèle d'équilibre économique néoclassique de type walrassien.

Les **nouveaux keynésiens** forment au sein de la Nouvelle école keynésienne (NEK) le courant d'analyse économique dominant depuis

les années 1990 (Ben Bernanke, Olivier Blanchard, Joseph Stiglitz, Lawrence Summers). Ils utilisent le cadre théorique et l'analyse néoclassique des nouveaux classiques (anticipations rationnelles, fondements microéconomiques, équilibre de long terme), en y intégrant des hypothèses inspirées de Keynes (incertitude traduite sous forme d'asymétries d'information, présence de la monnaie, rigidité des prix à court terme). Leurs conclusions rejoignent en partie celles des keynésiens (intervention nécessaire de l'État, déséquilibres de court terme) et des post-keynésiens (monnaie endogène, importance des anticipations et de la confiance).

Les **post-keynésiens** sont des économistes qui développent et prolongent les idées de Keynes (incertitude radicale, économie monétaire de production, long terme déterminé par des états successifs de court terme) sans référence à la pensée néoclassique. La première génération de post-keynésiens est constituée des économistes entourant Keynes à Cambridge notamment au sein du *Circus* : Michael Kalecki, Joan Robinson ou Nicholas Kaldor. Ces derniers se sont particulièrement intéressés aux questions de croissance, de répartition et du capital. Une seconde génération de post-keynésiens a émergé après 1975, qui se préoccupent davantage du court terme, notamment de la monnaie, de la finance, dans le cadre d'une incertitude radicale. On peut citer notamment Jan Kregel, Hyman Minsky, Paul Davidson ou Marc Lavoie.

LE RÉGIME MONÉTARISTE DE LA RÈGLE (1975-1982)

Le modèle monétariste de Milton Friedman va progressivement s'imposer dans les années 1970 avec le retour en force de la pensée libérale. L'idée que des lois naturelles conduisent spontanément l'économie réelle à un équilibre général de marché est de nouveau acceptée. Le principe de la dichotomie entre les sphères réelle et monétaire est remis au goût du jour. Dans ce cadre théorique, le financement réel vient uniquement de l'épargne. La régulation par les marchés est systématiquement recherchée pour la sphère réelle. En revanche, si la monnaie est neutre à long terme, elle ne relève pas de lois naturelles et les autorités monétaires doivent la neutraliser à court terme. Selon la théorie quantitative (voir Gros plan, p. 135), l'inflation s'explique par un excès de monnaie, il s'agit d'un

phénomène purement monétaire. Il n'y a pas d'arbitrage à rechercher entre inflation et chômage, et la courbe de Phillips est verticale à long terme du fait des anticipations adaptatives des agents économiques (selon un phénomène d'apprentissage). La dimension nationale de la politique monétaire est privilégiée.

La politique monétaire préconisée par le monétarisme est fondée sur les quatre principes généraux suivants :

– la politique monétaire doit uniquement rechercher un objectif interne unique, à savoir la stabilité des prix. Contrairement aux keynésiens qui prônent une politique discrétionnaire à des fins de régulation contracyclique de court terme, les monétaristes réclament une discipline monétaire stricte de long terme, le respect de la règle au service de la stabilité des prix;

– la monnaie doit être neutralisée à court terme en s'appuyant sur une règle quantitative simple (ciblage monétaire); la masse monétaire doit progresser à un taux égal à celui du taux de croissance naturel de long terme de la production, lequel ne dépend que de facteurs réels;

– l'instrument principal de la politique monétaire est le taux d'intérêt à court terme et l'objectif intermédiaire est la quantité de monnaie, en particulier la quantité de monnaie «banque centrale» (c'est-à-dire la «base monétaire»). Le taux d'intérêt peut être modifié rapidement, de façon conséquente, en s'appuyant sur l'effet de surprise grâce à une politique de communication sibylline (voir Retour en arrière, p. 142);

– les taux de changes doivent être laissés au libre jeu du marché, en d'autres termes flotter librement. Dans ce cadre théorique, la stabilité externe de la monnaie (taux de change) est le résultat de la stabilité interne (stabilité des prix).

Rapidement admise, la doctrine monétariste est cependant abandonnée dès 1982, en tout cas sous sa forme initiale. On constate en effet une forte instabilité de la relation entre les agrégats monétaires et l'inflation : l'innovation financière se développe pour contourner la rigueur du contrôle de la monnaie et les agrégats monétaires deviennent impossibles à mesurer. De plus, la vitesse de circulation de la

monnaie tend à s'accélérer en cas de rationnement de la monnaie et la demande de monnaie est beaucoup plus instable que supposée. En outre, les changes flottants ne conduisent pas à des prix d'équilibre, ni à la stabilisation des déséquilibres des balances des paiements, loin s'en faut, puisque les crises de taux de change se succèdent à la fin des années 1970 et au début des années 1980. Autrement dit, il apparaît très vite que la règle voulue par Friedman ne fonctionne pas.

(GROS PLAN) **SUR**

la théorie quantitative de la monnaie selon le monétarisme

On trouve les premières esquisses d'une théorie quantitative de la monnaie dès le XVIe siècle avec Jean Bodin, puis au XVIIIe siècle avec Anne Robert Jacques Turgot. Cette conception a été modernisée par Irving Fisher en 1911 puis par les monétaristes sous l'impulsion de Milton Friedman en 1963.

L'équation quantitative est la suivante : $M \times V = P \times Y$,

M étant la masse monétaire, V la vitesse de la circulation de la monnaie, P le niveau général des prix et Y le niveau de la production en termes réels. Sur la base de cette équation, qui est fondamentalement une relation comptable toujours vérifiée, les monétaristes introduisent deux hypothèses :

– la stabilité à moyen terme de la vitesse de la circulation de la monnaie V;

– la dichotomie entre la sphère monétaire ($M \times V$) et la sphère réelle (la production réelle Y est indépendante du financement monétaire), la monnaie étant neutre vis-à-vis de la production.

Dès lors, si V est constante et Y exogène, les monétaristes en déduisent une relation de causalité allant de la masse monétaire M vers le niveau général des prix P. Ainsi, d'après eux, l'inflation serait due à un excès de monnaie M et constituerait un phénomène uniquement monétaire. En respectant une règle de croissance de la masse monétaire M parallèle à la croissance potentielle de l'économie réelle (règle dite du k %), la stabilité des prix serait assurée. L'inflation serait par conséquent maîtrisable grâce au contrôle de l'offre de monnaie.

LE RÉGIME DE LA CRÉDIBILITÉ DE LA NOUVELLE ÉCOLE CLASSIQUE (1982-1990)

Les années 1980 voient prospérer les thèses de la NEC, notamment la théorie de la crédibilité (voir p. 73-75), qui marque le retour à un libéralisme béat. L'hypothèse des anticipations adaptatives de Friedman est remplacée par celle des anticipations rationnelles : les agents seraient capables d'anticiper parfaitement l'équilibre économique de long terme et d'ajuster immédiatement leurs comportements en fonction de celui-ci.

Le régime de la crédibilité repose sur quatre principes :
– la politique monétaire doit rechercher uniquement la stabilité absolue des prix et ne s'occuper que du long terme;
– l'indépendance de la banque centrale se justifie par la recherche de crédibilité, elle-même nécessaire pour pallier le biais inflationniste et l'incohérence temporelle des gouvernements;
– toutefois, une inflation de court terme liée aux erreurs d'anticipation des agents économiques peut s'ajouter à l'inflation de long terme mise en exergue par le monétarisme, en cas d'action incohérente du pouvoir politique par exemple. La crédibilité de la banque centrale est l'instrument de la politique monétaire permettant d'éliminer ces erreurs d'anticipation et cette inflation;
– pour obtenir une telle crédibilité, il convient de suivre de façon systématique une règle de comportement respectant l'équilibre de long terme. La crédibilité de la banque centrale peut être renforcée par une politique de transparence qui exclut, contrairement aux préceptes monétaristes, tout effet de surprise.

Si les nouveaux classiques ont contribué par leurs thèses à l'adoption d'un cadre institutionnel fondé sur l'indépendance et la transparence au service de la crédibilité de la politique monétaire, ils ont été incapables de proposer un cadre opérationnel aux banquiers centraux, notamment en cas de choc ou de crise (dont ils ont largement sous-estimé la fréquence et l'importance). De plus, la défense d'une inflation nulle a recueilli peu de soutien parmi les banquiers centraux qui la considèrent comme dangereuse

dans la mesure où elle peut facilement déboucher sur la déflation (baisse des prix + baisse de la production).

LE RÉGIME DE LA CONFIANCE DE LA NOUVELLE ÉCOLE KEYNÉSIENNE DEPUIS 1990

C'est au début des années 1990 qu'un nouveau régime opérationnel va apparaître, plus pragmatique et réaliste que le régime des nouveaux classiques, tout en conservant ses principaux fondements théoriques.

Le régime de politique monétaire prôné par la NEK reprend le cadre purement théorique avancé par les nouveaux classiques (anticipations rationnelles, existence d'un équilibre de long terme, fondements microéconomiques, inflation due aux erreurs d'anticipation) et y introduit des hypothèses plus réalistes inspirées par la pensée économique de Keynes (incertitude se traduisant par une asymétrie d'information entre les agents, rigidité des salaires perturbant l'équilibre économique, absence de neutralité de la monnaie à court terme). Les nouveaux keynésiens en déduisent un nouvel arbitrage entre l'écart de l'inflation constatée avec la cible d'inflation, et l'écart entre la production et la production potentielle. Cet arbitrage entre l'écart d'inflation et l'écart de production se retrouve à la fois dans la règle de Taylor (RT), qui détermine le taux d'intérêt optimal de la politique monétaire, et dans la courbe de Phillips des nouveaux keynésiens (NKPC), qui détermine l'inflation. Si on ajoute une courbe déterminant la production en fonction du taux d'intérêt (IS), nous obtenons le modèle du « Nouveau consensus » à trois équations (IS-RT-NKPC) et à trois inconnues (la production, le taux d'intérêt et l'inflation). Ce modèle économique remplace celui du keynésianisme (IS-LM-PC). Contrairement au monétarisme et même au keynésianisme, il n'y a plus aucune trace de la masse monétaire dans les trois équations : on considère que l'offre de monnaie s'ajuste automatiquement à la demande de monnaie endogène. Dans ce cadre théorique, la politique monétaire est en « *discrétion contrainte* », selon l'expression de Ben Bernanke : « discrétion » pour l'arbitrage selon la règle de Taylor; « contrainte » par le respect des variables d'équilibre de long terme (croissance potentielle, taux de chômage n'accélérant pas l'inflation [NAIRU], stabilité des prix).

LES RÉGIMES DE POLITIQUE MONÉTAIRE DEPUIS 1950

Régime monétaire	Keynésien 1950-1975	Monétariste 1975-1982	Nouveau classique 1982-1990	Nouveau keynésien Après 1990
Problématique				
Paradigmes	Social-démocratie Action discrétionnaire de l'État	Libéralisme naturaliste Équilibre général et spontané des marchés	Libéralisme financiarisé Super-rationalité des agents	Libéralisme Asymétrie de pouvoir des agents
Approche	Macroéconomique	Microéconomique Macroéconomique pour la politique monétaire	Microéconomique	Microéconomique Macroéconomique pour la politique monétaire
Neutralité de la monnaie	Non	Non, à court terme Oui, à long terme	Oui	Non, à court terme Oui, à long terme
Environnement monétaire et financier de la période	National Économie d'endettement Spécialisation bancaire Taux de change fixes	Déréglementation Désintermédiation Dérégulation Taux de change flottants	Globalisation Importance des marchés financiers Fortes innovations financières	Globalisation, Importance des flux et des marchés financiers Crises financières
Analyse				
Théories de référence	Modèle keynésien de la synthèse : IS-LM-PC	Équation quantitative Taux de chômage naturel (NAIRU)	Efficience des marchés financiers Anticipations rationnelles Théorie de la crédibilité	Modèle IS-RT-NKPC, rigidité des prix, asymétrie d'information Règle de Taylor Théorie des jeux
Monnaie	Demande de monnaie endogène Offre de monnaie exogène	Offre et demande de monnaie exogènes	Pas de monnaie dans le modèle de référence	Offre et demande de monnaie endogènes. Le marché de la monnaie peut être éliminé
Régime des anticipations	Extrapolatives	Adaptatives	Rationnelles	Rationnelles et auto-réalisatrices
Arbitrage inflation/ chômage	Oui Courbe de Phillips, 1958	Oui, à court terme Non, à long terme Courbe Phelps-Friedman, 1968	Non Courbe de Lucas verticale sur le NAIRU, 1976	Oui, à court et moyen termes Courbe Phillips nouvelle keynésienne avec arbitrage en variance (NKPC)
Marchés financiers	Peu importants	Neutres	Importants	Importants
Politique budgétaire Financement	Efficace et discrétionnaire Financement monétaire	À neutraliser car inefficace et inflationniste à long terme	Neutre Équilibre budgétaire	Possible Financement par le marché
Origine de l'inflation	Coûts et revenus, courbe de Phillips	Excès de monnaie	Anticipations à court terme Monétaire à long terme	Anticipations à court terme Monétaire à long terme
Régime de change	Fixe	Flottement pur	Flottement pur	Flexible
Statut de la Banque centrale	Lien de dépendance vis-à-vis du gouvernement	Lien de dépendance vis-à-vis du gouvernement	Indépendance	Indépendance, mais responsabilisation
Politique monétaire				
Acteur en charge de la définition de la politique monétaire	Gouvernement	Gouvernement	Banque centrale, en toute indépendance	Banque centrale, avec une procédure de responsabilisation mêlant le gouvernement
Efficacité de la politique monétaire	Oui, discrétionnaire mais moyennement efficace	Oui, efficace contre l'inflation	Oui, efficace contre l'inflation Recherche de crédibilité	Oui, discrétion contrainte Recherche de confiance
Objectif final de la politique monétaire	Carré magique (inflation, chômage, croissance, équilibre extérieur)	Stabilité des prix	Stabilité des prix	Cible d'inflation Croissance potentielle
Objectif intermédiaire	Taux d'intérêt Taux de change	Masse monétaire	Inflation anticipée	Inflation anticipée Écart de production
Instrument	Adaptation de l'offre de monnaie à la demande	Taux d'intérêt à court terme	Crédibilité (transparence forte, ancrage des anticipations) Changement de taux d'intérêt 8 ou 12 fois par an	Confiance (communication, règle de Taylor, ancrage des anticipations) Changement de taux d'intérêt 8 ou 12 fois par an
Horizon de la politique monétaire	Court terme	Long terme	Long terme	Moyen et long termes
Canal de transmission de la politique monétaire	Taux d'intérêt Financement de l'économie Taux de change	Théorie quantitative Effet de richesse	Anticipations rationnelles Ancrage des anticipations sur la cible	Multiple et complexe Anticipations Prix des actifs, bilan bancaire
Stratégie	*Discrétion* Contra-cyclique à court terme	*Règle*, discipline monétaire stricte de long terme et effet de surprise à court terme	*Crédibilité* par le respect strict de la règle sur le long terme	*Confiance*, réduction de l'incertitude et ancrage des anticipations à moyen terme

TD 7

La politique monétaire (suite), la crise de l'Euro, les alternatives

7.1 Questions sur le doc 1 (« Les mesures non conventionnelles de politique monétaire», Banque de France, Focus, 2009)

1. Précisez le fonctionnement du canal étroit du crédit et du canal du taux d'intérêt.
2. Dans quels cas les canaux évoqués à la question précédente cessent-ils de fonctionner ?
3. Quelles sont les mesures « non conventionnelles » présentées dans ce document ? Quelles sont les raisons de leur utilisation ?

7.2 Questions sur le doc 2 (« Dettes souveraines ... », entretien de C. Chavagneux avec P. Artus et D. Plihon, Problèmes Economiques, 26 octobre 2011)

1. Qu'est-ce qu'un créancier privé ?
2. Artus défend l'idée qu'une baisse de l'Euro serait profitable à l'économie européenne. Expliquez le raisonnement. Comment doit agir une Banque centrale pour obtenir ce résultat ? Quel est le canal de transmission utilisé ? Cette politique est-elle facilement à la disposition de la BCE aujourd'hui ?
3. Quel est le désaccord central entre Artus et Plihon exprimé dans ce texte ? Expliquez.
4. Les deux économistes sont-ils d'accord concernant la responsabilité des banques dans la crise ?

7.3 Questions sur le doc 3 (« Le grand défi des déficits extérieurs », M. Wolf, Problèmes Economiques, 6 juin 2012)

1. Wolf évoque 3 problèmes. Quels sont-ils ? Quels liens entretiennent-ils ?
2. L'article est daté de 2012. A partir de vos connaissances, indiquez comment ont évolué les trois problèmes précédents.
3. Pourquoi une union budgétaire ne suffirait pas selon Wolf ?
4. Pourquoi les déficits extérieurs posent-ils tant de problèmes ? Quelles sont les difficultés propres à la zone euro ?
5. Pourquoi l'apport de liquidités aux banques par la Banque centrale européenne n'est-il pas suffisant pour dépasser la crise ? N'y-a-t-il réellement aucune alternative ?

7.4 Questions sur le doc 4 (« Dossier sur la crise de l'Euro », article de M. De Vergès et A. De Tricornot, supplément au Journal Le Monde Economie & Entreprises, 12 mars 2013)

1. Qu'est-ce que le taux de change naturel ?
2. Pourquoi une dépréciation de la monnaie peut-elle avoir des effets favorables sur l'activité ? Quels en sont les inconvénients ?
3. Qu'entend-on par « guerre des monnaies » ?

7.5 Questions de réflexion et de débats

À partir de vos connaissances, du cours et des éléments présentés dans ce dossier, répondez aux questions suivantes :

1. En cas de déséquilibre extérieur persistant, quel mécanisme d'ajustement était défendu par Keynes en 1944 lors de la conférence de Bretton Woods ? Cette vision vous paraît-elle pertinente ? Est-elle partagée au sein du système monétaire international ? Au sein de la Zone Monétaire Européenne ?
2. Certains défendaient juste après la crise l'idée de réunir une nouvelle conférence de « Bretton Woods ». Si celle-ci devait avoir lieu prochainement, quels devraient être les éléments présents à l'ordre du jour ?

Focus
n° 4 – 23 avril 2009

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

Les mesures non conventionnelles de politique monétaire

Dans certaines situations de crise, les instruments habituels de la politique monétaire peuvent devenir inefficaces. Les banques centrales sont alors conduites à utiliser des mesures dites « non conventionnelles ». L'objet de ce Focus *est de présenter ces mesures et les raisons de leur utilisation. Il ne vise pas à commenter les pratiques existantes des banques centrales.*

Pourquoi des mesures non conventionnelles ?

Les banques centrales mettent en œuvre des mesures non conventionnelles lorsque les canaux de transmission de la politique monétaire ne fonctionnent plus de manière satisfaisante. Il faut donc présenter ces canaux usuels pour comprendre dans quelles circonstances il peut être utile de s'appuyer sur des dispositifs non conventionnels.

1

1| Les principaux canaux de transmission de la politique monétaire

Pour atteindre leurs objectifs, au premier rang desquels figure la stabilité des prix, les banques centrales disposent principalement d'un instrument : la fixation du taux directeur, le taux d'intérêt auquel les banques commerciales se refinancent auprès de la banque centrale, en général à très court terme, de un à quelques jours. Le niveau et les mouvements du taux directeur influencent l'économie à travers, essentiellement, deux canaux de transmission : le canal des taux d'intérêt et celui du crédit.

Le canal des taux d'intérêt

Il existe, sur les marchés financiers, un grand nombre de taux d'intérêt, dont chacun correspond à une durée et une catégorie d'emprunteurs déterminées. On peut les représenter par une « courbe des taux », qui définit, pour une catégorie d'emprunteurs donnée, le taux des emprunts à chaque maturité (trois mois, six mois, un an, deux ans, dix ans… et jusqu'à trente ou quarante ans) [1]. La courbe des taux présente généralement une pente positive, les taux à long terme étant supérieurs aux taux courts.

C'est à travers la courbe des taux, son niveau et sa pente que les changements de taux directeurs se diffusent à l'économie. La forme de la courbe des taux est donc essentielle pour la transmission de la politique monétaire. Elle dépend principalement de trois facteurs :

✓ l'évolution future anticipée des taux courts. On montre, en effet, que si les marchés anticipent, à l'avenir, une hausse des taux courts, les taux longs vont également monter en proportion. En fait, le taux à dix ans, par exemple, est égal à la combinaison des (dix) taux à un an anticipés pour chacune des dix années à venir ;

1 *En fait on trace une courbe des taux pour les emprunts d'État, considéré comme le moins risqué des emprunteurs, les taux pour les autres emprunteurs (entreprises, ménages) se calculant en ajoutant une prime de risque, qui dépend de la qualité de l'emprunteur.*

Doc 1. Banque de France. Les politiques monétaires non-conventionnelles.

✓ l'incertitude qui affecte ces anticipations de taux : elle se matérialise par une prime de risque spécifique. Plus les anticipations de taux courts futurs sont incertaines, plus les taux longs sont élevés. C'est une des raisons pour lesquelles les banques centrales s'attachent à préserver leur crédibilité : avec des anticipations bien ancrées, les primes de risque sont moins élevées ;

✓ enfin, les taux longs sont affectés par l'offre et la demande de titres aux différentes échéances. Par exemple, si les compagnies d'assurance accroissent leur demande de titres d'État à dix ans, le prix de ces titres augmente et leur taux baisse. À l'inverse, si le déficit budgétaire se creuse, l'État doit émettre plus de titres, leur offre s'accroît, leur prix baisse, et le taux d'intérêt que doit consentir l'État émetteur s'élève.

En déterminant son taux directeur, la banque centrale vise à agir sur l'ensemble des taux qui affectent l'économie nationale :

✓ une variation du taux directeur provoque, toutes choses égales par ailleurs, un déplacement de la courbe des taux, au moins sur sa partie courte ;

✓ si la banque centrale est crédible, elle peut également, à travers sa communication, influencer les anticipations d'inflation future, donc la pente de la courbe de taux ;

✓ il faut noter enfin que l'économie réagit au niveau et aux variations des taux d'intérêt réels, c'est-à-dire la différence entre les taux nominaux dégagés par le marché et l'inflation anticipée. La banque centrale agit également sur l'inflation anticipée, donc sur les taux réels, selon qu'elle est plus ou moins crédible.

Le canal du crédit

2

Tous les agents économiques, ménages ou entreprises, n'ont pas directement accès aux marchés financiers. Beaucoup dépendent du crédit bancaire. Le canal du crédit bancaire est donc important pour la transmission de la politique monétaire. Ce canal est complémentaire de celui des taux. Les taux d'intérêt déterminent le coût des ressources que les banques se procurent sur les marchés monétaire (à court terme) ou financiers (à long terme). Ainsi, plus leurs ressources sont chères, moins les banques sont incitées à prêter et plus elles prêtent à taux élevé ; la demande de crédit, dans ce cas, diminue. La politique monétaire a donc un impact à la fois sur les conditions et sur le volume du crédit distribué dans l'économie. Ces variations du volume et des conditions des prêts bancaires affectent à leur tour les dépenses d'investissement et de consommation.

Dans la zone euro, les banques assurent 75 % du financement de l'économie, contre 10 %, par exemple, aux États-Unis. Le canal du crédit est donc particulièrement important dans la transmission de la politique monétaire.

2| Cas de dysfonctionnement des canaux de transmission

✓ Le canal du taux d'intérêt peut se trouver bloqué dans deux cas :

- tout d'abord, quand le taux directeur atteint le niveau zéro. Par définition, il ne peut plus baisser car les taux d'intérêt ne peuvent être négatifs. Cette situation est particulièrement pénalisante si l'inflation anticipée est négative. La banque centrale perd alors la possibilité d'influencer, par son taux directeur, les taux réels. Ceux-ci peuvent alors devenir très élevés, et croissants, contribuant au déclenchement d'une spirale déflationniste [2] ;

- même si le taux directeur n'est pas nul, il peut être impossible à la banque centrale de faire baisser les taux d'intérêt.

2 *Cf.* Focus « Déflation ou désinflation ? »

C'est le cas si l'économie tombe, selon la formule de Keynes, dans une « trappe à liquidité ». En temps ordinaire, quand il y a un supplément de monnaie dans l'économie, il donne lieu à l'achat de titres, ce qui fait baisser les taux d'intérêt [3]. Mais ce mécanisme ne joue plus si le rendement des titres devient très faible ou leur détention trop risquée [4]. Dans cette situation, les agents économiques préfèrent détenir et conserver de la monnaie. Le prix des titres n'augmente plus et les taux d'intérêt ne baissent plus.

✓ Le blocage du canal du crédit intervient quand le système bancaire ne fonctionne plus normalement et les flux de crédit à l'économie se ralentissent ou s'interrompent. Ce peut être le cas si :

- les banques ont enregistré des pertes (par exemple liées aux *subprime*) qui réduisent leur base en capital et leur aptitude à prêter ;
- les conditions économiques se dégradent fortement, ce qui rend le crédit plus risqué et les prêteurs plus réticents ;
- l'incertitude économique s'accroît, ce qui élève les primes de risque, augmente le coût des ressources des banques et dissuade les emprunteurs ;
- le marché interbancaire — principale source de refinancement des banques — est bloqué en raison d'une perte mutuelle de confiance entre les intervenants.

En quoi consistent les mesures non conventionnelles ?

En reprenant les principaux cas de dysfonctionnements des canaux de transmission évoqués auparavant, on peut distinguer trois grandes catégories de mesures non conventionnelles, susceptibles d'être combinées. Ces mesures visent respectivement à :

- augmenter massivement la quantité de monnaie en circulation dans l'économie. On parle alors de "*quantitative easing*" (assouplissement quantitatif) ;
- agir sur la pente de la courbe des taux en s'engageant sur la trajectoire future des taux directeurs de façon à orienter les anticipations des agents ;
- débloquer les marchés de crédit en achetant directement des titres sur ces marchés afin de peser sur les primes de risque. On parle dans ce cas de "*credit easing*" (assouplissement des conditions de crédit).

✓ La création massive de monnaie vise à contourner l'obstacle du blocage des taux d'intérêt. La banque centrale tente de « saturer » la demande de monnaie des agents économiques, en espérant que ceux-ci dépenseront directement leurs encaisses excédentaires. Il s'agit, en quelque sorte, de créer un nouveau canal de transmission de la politique monétaire qui ne dépende pas du taux d'intérêt. En temps ordinaire, ce canal direct par le biais de la masse monétaire ne peut être utilisé, car la demande de monnaie (la quantité de monnaie que souhaitent détenir les agents économiques) est instable à court terme : il n'existe pas de lien prévisible entre la quantité de monnaie et la situation économique. En période exceptionnelle, cette instabilité de court terme est moins gênante dès lors que la banque centrale est disposée à offrir la monnaie en quantité illimitée [5]. Il n'est pas certain, toutefois, que même une offre illimitée suffise à relancer la dépense si la demande de monnaie est elle-même infinie. C'est pourquoi, très souvent, l'offre de monnaie est canalisée vers le seul agent dont on est certain qu'il dépensera : l'État *via* son déficit budgétaire. Les politiques d'achat de titres de la dette publique par les banques centrales représentent donc une des formes les plus utilisées de "*quantitative easing*".

3 *Il existe une relation inverse entre le prix des titres (obligataires) et le taux d'intérêt.*
4 *En particulier si on considère que la probabilité d'une hausse future des taux longs, donc de pertes en capital, est désormais plus importante que celle d'une baisse.*
5 *Un excès de monnaie constitue naturellement un risque inflationniste à moyen terme, c'est pour cette raison que des stratégies de sortie du "*quantitative easing*" sont nécessaires.*

✓ Agir sur la courbe des taux en influençant les anticipations. Pour ce faire, la banque centrale peut s'engager explicitement à maintenir son taux directeur à un niveau très bas (voire nul) pour une période de temps significative. Elle peut également définir les conditions préalables à une augmentation future de ce taux : par exemple, garantir qu'aucune hausse n'interviendra tant que l'inflation n'aura pas atteint un certain niveau. Cette stratégie est encore plus efficace si la banque centrale s'est dotée, dans son cadre général de politique monétaire, d'une définition chiffrée de la stabilité des prix, qui sert alors de référence explicite. Allonger, au-delà des quelques jours traditionnels, l'échéance du refinancement accordé au taux directeur participe également à cette politique.

✓ Enfin, si le canal du crédit est bloqué, la banque centrale peut se substituer aux banques commerciales et au marché pour financer directement l'économie. On parle alors de "*credit easing*". Concrètement, la banque centrale élargit dans un premier temps la gamme des crédits à l'économie qu'elle refinance [6] puis peut se porter directement acheteuse de titres représentant des crédits à l'économie : billets de trésorerie, obligations privées, bons hypothécaires. Ces opérations ont un double effet : elles réaniment le marché de ces titres ; elles procurent directement des financements à l'économie. En contrepartie, toutefois, la banque centrale doit assumer un risque de crédit et de taux qui n'entre pas dans sa fonction ordinaire [7]. Les mesures relevant du "*credit easing*" ont plus de portée dans des économies où les entreprises se financent essentiellement par émission de billets de trésorerie ou d'obligations, où les crédits obtenus par les ménages — crédits hypothécaires ou crédits à la consommation — sont largement titrisés et donc financés à titre principal sur les marchés. À l'inverse, lorsque l'intermédiation bancaire couvre l'essentiel des besoins de financement, c'est *a priori* plus les mesures de "*quantitative easing*" ou celles qui influencent la courbe des taux qui sont utilisées.

Pour récapituler, on peut présenter les mesures non conventionnelles dans le tableau suivant :

Mesures non conventionnelles

Mesure / Objectif	Achats de titres publics	Achats de titres privés	Engagement à maintenir les taux
Augmenter la quantité de monnaie dans l'économie	Oui	Oui si pas de stérilisation	Non
Agir sur les anticipations d'inflation et la courbe des taux	Oui	Oui à travers les primes de risque	Oui
Débloquer les marchés du crédit	Non	Oui	Non

Ce rapide panorama des mesures non conventionnelles et de leurs utilisations [8] met en évidence la variété des instruments dont disposent les banques centrales pour conduire leur politique monétaire. Même lorsqu'elles ont déjà fortement réduit leurs taux d'intérêt directeurs et même lorsque les marchés ne fonctionnent plus ou que l'intermédiation bancaire se bloque, elles ont encore de puissants moyens d'actions pour influencer le coût de financement de l'économie.

Contact : laurent.clerc2@banque-france.fr

6 *Pour se refinancer auprès des banques centrales, les banques doivent remettre des garanties, habituellement des titres d'État ou des créances de très grande qualité ; en relâchant ses exigences, la banque centrale encourage la distribution des crédits désormais admis en garantie.*

7 *Dont elle peut se protéger de diverses manières : garantie de l'État, achat des titres lorsque leur prix est très bas et le risque de pertes supplémentaires limité.*

8 *Pour aller plus loin, voir par exemple : Loisel (O.) et Mésonnier (J.-S.),* « Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise », Questions actuelles, *n° 1, avril 2009.*

Crise de la dette

Dettes souveraines : faut-il mettre à contribution les créanciers privés ?

Entretien avec Patrick Artus et Dominique Plihon

Alternatives économiques

Alternatives économiques
« Comment sortir de la crise des dettes souveraines ? »

Propos recueillis par Christian Chavagneux
N° 302, mai 2011
28, rue du Sentier
75002 Paris
Tél. : 01 44 88 28 90
Fax : 01 40 28 43 58
www.alternatives-economiques.fr
Patrick Artus est responsable du service de la recherche de la banque Natixis. Dominique Plihon est professeur à l'université Paris-Nord-Villetaneuse.

Si les économistes interrogés s'accordent sur les perspectives de croissance des pays européens, ils s'opposent, en revanche, sur les solutions qui permettraient de renouer avec la croissance et de sortir de la crise des dettes souveraines. Patrick Artus préconise ainsi une diminution des déficits publics tandis que Dominique Plihon, de son côté, met en garde contre les risques d'une politique budgétaire restrictive qui menace, selon lui, d'aggraver la situation socio-économique des plus faibles. Ce dernier souhaite en outre que les banques soient davantage mises à contribution dans la résolution de cette crise et estime qu'une recapitalisation est envisageable, avis que ne partage pas P. Artus.

Problèmes économiques

Faudrait-il mettre à contribution les créanciers privés pour juguler la crise des dettes souveraines ? Une question qui ne fait pas l'unanimité comme le montrent les points de vue des économistes Patrick Artus et Dominique Plihon.

***Alternatives économiques :* Quelles sont les perspectives de croissance pour les pays européens ?**

Patrick Artus : Il existe des freins substantiels à la croissance : la hausse des prix des matières premières, les faibles perspectives de hausse salariale avec la montée du chômage et un partage de la valeur ajoutée défavorable aux salariés, la très faible progression des crédits et, enfin, la réappréciation de l'euro depuis quelques mois. Sans oublier non plus les politiques budgétaires restrictives. La croissance sera donc insuffisante pour réduire les déficits publics. Sortir par le haut avec plus de croissance voudrait dire dégager plus de gains de productivité, réussir à faire monter en gamme l'industrie, etc. Autant de politiques qui mettraient six à sept ans à produire leurs effets. Or, on ne peut pas laisser l'endettement des pays de la zone euro progresser encore pendant si longtemps. Face à ces perspectives, la seule solution consiste à serrer la vis budgétaire.

Dominique Plihon : Je partage le diagnostic sur les freins à la croissance, mais comme les politiques monétaire, budgétaire et salariale menées actuellement pèsent lourdement sur l'activité, serrer encore plus les boulons budgétaires, comme le demande Patrick Artus, ne fera qu'accentuer le problème. Si l'Allemagne et les pays du nord de l'Europe, qui disposent de marges de manœuvre, acceptaient de soutenir leurs économies, tout le monde s'en porterait mieux. Mais on ne parvient pas à obtenir ce genre de comportement coopératif en Europe. Ce qui pourrait être fatal à la zone euro.

***A. E. :* Les aides financières octroyées aux pays en difficulté sont-elles suffisantes ?**

P. A. : Le montage prévu consiste en prêts à long terme à des taux d'intérêt faibles. La Grèce est le seul pays pour lequel on dispose d'informations précises après l'accord trouvé en mars dernier, car l'Irlande est en train de renégocier les conditions de ses prêts et les éléments précis ne sont pas encore connus pour le Portugal. La Grèce a obtenu des prêts à un taux d'intérêt de 4,2 %, soit un niveau à peine plus élevé que celui auquel la France peut emprunter ! Si les Grecs devaient se financer sur les marchés, ils auraient dû payer mi-avril un taux d'intérêt de 13 %, tout à fait intenable. Mais à 4,2 % sur dix ans, ils ont seulement besoin d'équilibrer leur budget primaire (1) pour s'en sortir, ce qui est tout à fait faisable. Cela fait par exemple quinze ans que l'Italie vit avec trois points d'excédent primaire. En fait, dans dix ans, la Grèce aura remboursé ses dettes actuelles et ne sera plus financée que par les fonds européens.

D. P. : Ce raisonnement est trop optimiste. Un pays ne peut s'en sortir que si son taux de croissance nominal (2), en gros le taux de rendement de ses dépenses, est supérieur au coût moyen des emprunts effectués pour financer ces dépenses. Or, cela ne sera pas le cas pour la Grèce ou le Portugal au cours des prochaines années, du fait des politiques d'ajustement qui leur sont imposées. Le coût de la dette y restera supérieur au taux de croissance, ce qui fait qu'ils ne sortiront jamais de leur problème d'endettement. Le scénario présenté par Patrick Artus

(1) Budget primaire : solde budgétaire hors intérêts sur la dette publique.
(2) Taux de croissance nominal : somme du taux de croissance en volume et du taux d'inflation.

Doc 2. Chavagneux Artus Plihon. Dettes souveraines

souffre aussi d'un problème de *timing*, car ces pays ne pourront pas subir dix ans d'austérité. La résistance des populations irait grandissant et ouvrirait la porte à des politiques populistes qui ne résoudraient rien. La seule façon de s'en sortir est d'effacer une partie de la dette de ces pays pour relâcher la contrainte budgétaire qui pèse sur eux. Cette réduction de leur dette se fera, c'est incontournable.

P. A. : Il faut se rappeler que jusqu'en mars 2009, ces pays empruntaient quasiment au même taux que l'Allemagne. Le taux d'intérêt sur leur stock de dette est donc lui aussi très faible. Mais cela ne remet pas en cause le fait qu'ils doivent absolument dégager des excédents budgétaires primaires : on ne peut pas vivre avec un déficit permanent et rester, comme les Grecs le sont encore aujourd'hui, avec un déficit public équivalent à 10,6 % du produit intérieur brut (PIB) en 2010 ! Ils devront donc subir quatre à cinq années de récession.

D. P. : Ce scénario qui pense sauver la Grèce et les autres pays en leur infligeant plusieurs années de dépression enclenche en fait un cercle vicieux et ne résout pas le problème du *timing* : de longues années d'ajustement ne sont pas politiquement et socialement tenables. J'ajoute qu'en Grèce, ce ne sont pas les fonctionnaires et les retraités qui posent problème mais les classes les plus aisées, qui font de la résistance et échappent à l'impôt en recourant au marché informel, alors que les mesures d'austérité pèsent surtout sur les plus pauvres. Il faut mettre en œuvre des solutions beaucoup plus rapides et radicales qui passent par des annulations de dette et par une réforme fiscale avant que la situation politique et sociale ne devienne incontrôlable.

P. A. : Des pays, comme le Brésil et bien d'autres, ont pourtant réussi ce genre de politique. Il est vrai qu'ils ont généralement pu bénéficier d'une dépréciation du change qui soutenait leurs exportations. La Banque centrale européenne (BCE) devrait se faire un devoir de pousser l'euro à la baisse et d'éviter les hausses des taux d'intérêt pour que la politique monétaire soit en phase avec les efforts budgétaires des pays en difficulté. En augmentant son taux directeur, elle fait l'inverse.

***A. E. :* Si on annule une partie de la dette, ne risque-t-on pas une nouvelle crise bancaire ?**

D. P. : Je suis favorable au partage du fardeau de l'ajustement entre les créanciers, les contribuables et les salariés. Or, seuls les deux derniers paient aujourd'hui pour remettre leurs pays à flot. C'est injuste et inefficace. Si des banques européennes qui détiennent des créances sur ces pays sont mises en difficulté par l'annulation d'une partie de leurs créances, il faudra que les États interviennent pour les recapitaliser et éventuellement les nationaliser. Leurs marges de manœuvre budgétaires sont certes limitées actuellement, mais il leur appartiendra de trouver une solution à cette question. Après avoir spéculé à tout va sur les titres de la dette européenne, il est normal que les banquiers et autres investisseurs prennent en charge une partie de l'ajustement.

P. A. : Il faut d'abord rappeler que nous parlons de dettes publiques des pays de la zone euro, c'est-à-dire de titres considérés jusqu'à ces derniers mois comme sans aucun risque. On n'est pas sur le marché des *supbrimes* ! Jusqu'en 2009, les obligations de ces pays offraient des taux d'intérêt faibles, au niveau de ceux de l'Allemagne. Il ne s'agissait donc pas pour les banques de maximiser le rendement de leurs placements en achetant des actifs risqués. D'ailleurs les régulateurs publics disent aujourd'hui encore aux banques et aux assureurs qu'ils doivent considérer les dettes publiques de la zone euro comme des actifs sans risque dont la détention ne nécessite pas de posséder des fonds propres et qu'il ne faut pas provisionner (3).

Ces créances sont détenues en gros pour un tiers par le système bancaire des pays concernés et pour deux tiers par les investisseurs d'autres pays européens. Si on annule de 30 % à 50 % de la dette publique grecque, tout le capital des banques du pays est mangé et il n'y a plus de système bancaire grec ! Si l'État doit intervenir pour les aider, il va se retrouver avec une dette publique plus forte encore qu'avant l'annulation.

D. P. : On ne peut exonérer les banques de leur comportement. Si elles avaient fait correctement leurs analyses de risque, elles auraient vu que la dette de ces pays progressait fortement. Et elles auraient dû comprendre que des taux d'intérêt aussi faibles que l'Allemagne pour la Grèce ou le Portugal n'étaient pas justifiés compte tenu des différences de niveaux de développement entre ces pays. Il y a eu un sentiment d'euphorie et un aveuglement face au désastre de la part des banquiers et des assureurs. Ainsi que des régulateurs qui, visiblement, continuent à demander aux banques de ne pas prendre en compte la possibilité d'une annulation partielle de la dette de ces pays.

***A. E. :* Les pays en difficulté ne pourraient-ils pas restructurer simplement la partie de la dette détenue par les non-résidents ?**

P. A. : L'exposition des banques françaises à la dette publique grecque est d'environ 12 milliards d'euros. Si on annulait 30 % de la dette grecque, cela leur ferait perdre 4 milliards, ce qui paraît gérable. Mais dans ce cas, se poseraient immédiatement plusieurs problèmes. Tout d'abord, il y aurait un risque de représailles, par exemple sous forme de protectionnisme commercial de la part des pays européens dont les banques auraient été touchées. Surtout, il faut faire le pari qu'une fois ces annulations réalisées, les pays concernés pourront à nouveau se financer rapidement sur les marchés, sinon ils ne pourraient plus se permettre d'avoir des déficits extérieurs qui réclament des financements étrangers. Enfin, il faut supposer qu'une telle annulation n'aurait pas de conséquence sur les dettes des autres pays européens : si la Banque centrale chinoise perd une partie de ses placements en Grèce, continuera-t-elle à acheter de la dette des autres pays européens ou pas ? Personne ne veut prendre le risque de poser la question.

(3) Provisionner : mettre du capital de côté en prévision d'un éventuel problème de remboursement.

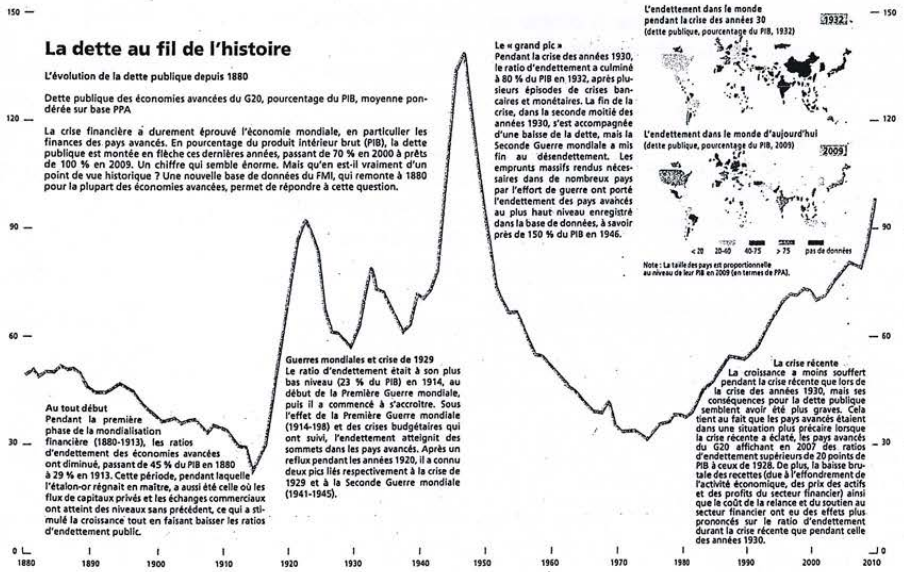
Repère

La dette souveraine au fil de l'histoire

Le premier système de dette publique a été créé, au Moyen-Âge, par les cités italiennes comme Venise et Florence. L'empire romain, bien que sans cesse à la recherche de finances, n'a en effet jamais eu recours à la dette publique.

En France, si au cours des premières années du règne de Louis XIV, la politique douanière agressive de Colbert et les économies réalisées sur le budget de l'État ont permis de contenir la dette, celle-ci est devenue par la suite très importante (4 milliards de livres en 1788 – soit 80 % du produit intérieur brut – PIB).

L'histoire nous enseigne qu'en France la dette publique a toujours fortement augmenté lors des périodes de conflits (guerre de Cent ans, Révolution française, Première et Seconde Guerres mondiales) ou de graves crises économiques qui impliquent une intervention massive de l'État (1929 et 2007-2009). Mais à ces périodes exceptionnelles a succédé avec le temps une situation d'endettement chronique de l'État en raison du montant croissant des dépenses liées au soutien à l'activité économique, aux dépenses sociales de l'État providence et, plus récemment, au secours des banques très fragilisées par la crise financière la plus grave depuis les années 1930.



Note : Préparé par S. Ali Abbas, Nazim Belhocine, Asmaa El-Ganainy et Mark Horton, tous du Département des finances publiques du Fonds monétaire international (FMI). Le texte et les graphiques ainsi que les données présentées ici sont tirées de *A Historial Public Debt Database*, publié par le FMI en 2010, qui couvre les ratios endettement brut/PIB de 174 pays membres du FMI. Ces données peuvent être consultées à l'adresse www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=262.
Sources : Finances et Développement, mars 2011.

Sources : Béaur G. (2011), « Le long passé de la dette publique », *Le Monde*, 14 août.

La rédaction

***A. E. :* À partir de 2013, les pays en crise pourront proposer d'annuler une partie de leur dette. Cela va-t-il dans la bonne direction ?**

D. P. : On aurait pu faire beaucoup mieux. D'une part, il est stupide d'annoncer aujourd'hui qu'un tel processus sera possible en 2013, car cela contribue à paniquer les marchés. On aurait mieux fait d'annuler une partie de la dette tout de suite. D'autre part, le mécanisme de restructuration proposé est très complexe. Il aurait été plus juste et plus efficace de mettre en place un tribunal des dettes qui fasse un audit pour évaluer les responsabilités de chacun des acteurs, créanciers et débiteurs, dans la montée des problèmes. On aurait alors un mécanisme qui permettrait de répartir équitablement le fardeau de la sortie de crise, ce qui manque encore cruellement en Europe. ●

Repère

Les mots de la dette souveraine

Allègement de la dette
Un allègement de dette consiste à annuler un remboursement de capital, à procéder à une remise d'intérêt ou à une réduction de taux d'intérêt.

Amortissement
Procédure de remboursement du principal de la dette.

Collatéral
Correspond à une garantie donnée par le débiteur au prêteur et qui sert de gage au remboursement d'un prêt.

Conversion de la dette
Opération consistant à échanger des dettes (*swap*).

Défaut de paiement
Opération consistant à ne pas honorer les paiements dus au titre du service de la dette. Le créancier peut intenter une action en justice pour obtenir le paiement des arriérés.

Déficit public
Le déficit public mesure l'accroissement de la dette publique durant une année.

Dette publique
Correspond à la dette de l'État et des autres administrations publiques.

Dette souveraine
Dette souscrite ou garantie par un émetteur souverain comme un État ou une banque centrale.

Échéance
Ensemble de la période sur laquelle s'étalent les paiements.

Encours de la dette
Montant de la dette qui n'a pas encore été remboursé.

Eurobonds
Titres de dette communs aux États membres de la zone euro, dont tout ou une partie est garanti par l'ensemble des États afin de permettre aux pays qui sont dans l'incapacité d'emprunter sur les marchés de pouvoir se financer.

PIGS (Portugal, Italy, Greece, Spain)
Acronyme anglais désignant le Portugal, l'Italie, la Grèce et l'Espagne.

Principal de la dette
Il est égal au montant de la dette moins les intérêts.

***Spread* ou écart de crédit**
Le *spread* représente approximativement une estimation du risque de défaut de l'emprunteur.

Troïka
La troïka rassemble les bailleurs de fonds internationaux finançant les pays fragilisés de la zone euro. Il s'agit de l'Union européenne (UE), de la Banque centrale européenne (BCE) et du Fonds monétaire international (FMI).

Rééchelonnement de la dette
Rééchelonner la dette revient à en modifier les termes de remboursement en différant la totalité ou une partie du paiement de la dette.

Remise de dette
Correspond à la réduction, par le créancier, des montants restant à rembourser.

Service de la dette
Le service de la dette représente tout paiement effectué au titre du remboursement du principal d'un prêt ou des intérêts.

Soutenabilité de la dette
La dette d'un État est considérée comme soutenable lorsque celui-ci est en mesure de remplir toutes ses obligations actuelles et futures au titre de son service sans allégement, ni rééchelonnement.

Zone euro
Dix-sept pays sont membres de la zone euro : l'Allemagne (1999 (1)), l'Autriche (1999), la Belgique (1999), Chypre (2008), l'Espagne (1999), l'Estonie (2011), la Finlande (1999), la France (1999), la Grèce (2011), l'Irlande (1999), l'Italie (1999), le Luxembourg (1999), Malte (2008), les Pays-Bas (1999), le Portugal (1999), la Slovaquie (2009) et la Slovénie (2007).

La rédaction

(1) Entre parenthèses : année à laquelle le pays est entré dans la zone.

LE GRAND DÉFI DES DÉFICITS EXTÉRIEURS

Financial Times | *Londres*
MARTIN WOLF | TRADUIT DE L'ANGLAIS PAR MARIE-AGNÈS SCHMITT

Problèmes économiques

> *Martin Wolf, éditorialiste au* Financial Times, *estime que si la première partie de la crise est derrière nous, le pessimisme reste néanmoins de mise concernant à l'avenir de l'euro. Il fonde son scepticisme sur l'analyse suivante : quand bien même la zone euro ferait à l'avenir le choix du fédéralisme financier, les déséquilibres structurels au sein de l'Union ne disparaîtront pas pour autant. Cette évolution était pourtant prévisible – les déficits extérieurs enregistrés avant la crise (et non pas les déficits budgétaires comme le veulent les traités en vigueur) étaient de parfaits indicateurs des perturbations. Plus ces déficits perdurent, plus ils façonnent la structure et la compétitivité de l'économie et pèsent ainsi sur l'avenir du continent. Dans ce contexte, l'ajustement par les taux de change étant devenu impossible depuis la création de l'euro, les corrections s'opèrent désormais par le biais des crises économiques et de la faillite des États.*

Hourra ! La crise de la zone euro sera résolue lors du prochain sommet de l'Union européenne (UE). Du moins, c'est ce qu'ont souvent laissé entendre les responsables européens et internationaux en charge du dossier de la zone euro à l'issue de chacune de leurs réunions. Cet espoir se réalisera-t-il ? Non. Il est concevable – même si c'est peu probable – que la zone euro trouve les moyens de gérer l'état d'urgence dans lequel elle est plongée. Il est inconcevable, en revanche qu'elle trouve un remède à son mal, en partie parce que ses membres sont dans le déni de la nature profonde de ce mal et en partie parce que celui-ci est chronique.

Naturellement, les États qui n'appartiennent pas à la zone euro, terrifiés à l'idée d'un nouveau choc financier mondial, exercent d'intenses pressions sur les pays membres pour qu'ils jugulent ces trois crises interdépendantes : dette souveraine, manque de liquidité des banques et insolvabilité. Aussi les ministres des Finances du groupe des 20 premières puissances économiques avancées et émergentes ont-ils appelé la zone euro à agir « avec fermeté afin de restaurer la confiance, la stabilité financière et la croissance ».

Trois problèmes…

Une solution pour les banques, une solution pour la Grèce et une solution pour les marchés

d'emprunt des autres pays fragiles de la zone euro. La principale stratégie à adopter est claire : il faut injecter des liquidités en quantités considérables.

Premièrement, que faut-il faire en ce qui concerne les banques ? Il faut tout d'abord réaliser un test de résistance (*stress test*) crédible. Mais on ne sait pas avec certitude la forme exacte que doit prendre ce dernier pour justement l'être : cela dépend des pertes potentielles sur les dettes souveraines. Or, non seulement celles-ci ne sont pas connues mais en outre elles dépendent de décisions politiques qui n'ont pas encore été prises. La question devient alors : quels ratios de fonds propres faut-il exiger ? Le succès se mesurera à la plus ou moins grande facilité avec laquelle les banques parviendront à se financer. C'est un travail de psychologie appliquée aux marchés, pas une science exacte.

Si, après les tests, les banques se mettent à réduire leur actif, au lieu d'augmenter leurs fonds propres, comme elles ont menacé de le faire en 2011, le remède pourrait bien s'avérer pire que le mal. La solution consiste à imposer aux banques des ratios les amenant à détenir les niveaux de fonds propres désirés. Les banques hurleront. Tant pis. Les États sont venus au secours des banques. Ils ont donc le droit – et le devoir – de veiller à ce que le comportement intéressé des banques qu'ils soutiennent ne provoque pas un marasme. C'est pourquoi il faut contraindre ces dernières à relever leurs objectifs de fonds propres, au niveau fixé par les États solvables ou par le Fonds européen de stabilité financière (FESF). Si elles ne peuvent augmenter leurs fonds propres, ce sont les gouvernements qui devront agir.[1]

Deuxièmement, que faut-il faire en ce qui concerne la Grèce ? Comme mon collègue Chris Giles l'a récemment fait remarquer, le gouvernement allemand pense que la dette grecque doit être ramenée à des niveaux viables tandis que le gouvernement français, la Banque centrale européenne (BCE) et les banques estiment que la restructuration doit être volontaire. Étant donné qu'une réduction volontaire ne suffira vraisemblablement pas, cette seconde option ne peut marcher. L'Allemagne a raison. Le service de la dette grecque doit être fixé à un niveau viable. Le Fonds monétaire international (FMI) sait que cela doit être le point de départ. Après tout, quel intérêt les Grecs ont-ils à réformer leur gouvernement et leur économie si ce sont les créanciers qui en profitent indéfiniment ? Presque aucun.

Les irresponsables qui ont prêté de l'argent sans se poser de questions méritent de partager les difficultés. Ils ne doivent pas s'attendre à ce que les Grecs les sauvent des conséquences de leur folie. Le poids de la dette peut être allégé en réduisant son volume, en abaissant les taux d'intérêt ou en allongeant les maturités. La perspective d'une dette publique nette atteignant 175 % du produit intérieur brut (PIB) selon les prévisions du FMI et le fait que la Grèce n'a aucune chance de pouvoir emprunter sur les marchés privés militent fortement en faveur de réductions drastiques.[2, 3]

Troisièmement, comment protéger les autres pays vulnérables ? Le principal danger pour la zone euro et le reste du monde est que s'enclenche une panique autoréalisatrice sur les marchés de la dette souveraine des grands pays comme l'Italie et l'Espagne. Étant donné que la dette nette de l'Espagne (59 % du PIB en 2012 selon les prévisions du FMI) et le déficit budgétaire structurel de l'Italie (1,1 % du PIB en 2012 selon les mêmes prévisions) sont relativement faibles, ces deux pays ont

1 NDLR de PE. – Pour l'instant – mise à part la réglementation plus stricte impliquée par Bâle III à laquelle les banques doivent se conformer d'ici 2019 – aucune décision définitive supplémentaire concernant les fonds propres n'a été prise. En revanche, de nombreux établissements ont fait des progrès concernant leur bilan, en réduisant leurs actifs risqués et en augmentant leurs fonds propres. La Banque centrale européenne (BCE) pour sa part tente de rendre plus liquide le marché interbancaire en injectant, depuis décembre 2011 beaucoup d'argent (environ 500 milliards d'euros) à un taux très réduit (1 %) et sur trois ans, à la disposition des banques européennes. La BCE entend par ce moyen accorder du temps aux banques pour qu'elles parviennent à gérer leurs problèmes structurels.

2 NDLR de PE. - L'échange de dette mis en place par la Grèce avec ses créanciers privés afin de soulager le pays en effaçant plus de la moitié du montant total a pu être conclu début mars 2012. Ainsi, sur la base d'une participation volontaire qui a atteint plus de 80 %, la dette grecque est réduite de 107 milliards d'euros, une somme que les banques, compagnies d'assurance, fonds d'investissement et fonds de pension doivent encaisser en tant que pertes.

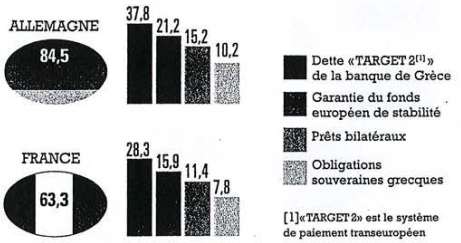
3 Malgré le deuxième plan d'aide adopté par l'Eurogroupe en février 2012, ainsi que le succès de l'échange de dette conclu en mars 2012 avec les créanciers privés, la situation de la Grèce s'est aggravée : le résultat des élections du 6 mai 2012 a fait resurgir le spectre d'une sortie de la Grèce de la zone euro et les banques du pays sont depuis confrontées à un début de panique bancaire. Les épargnants grecs multiplient en effet les retraits de leurs comptes, redoutant une sortie de leur pays de la zone euro.

(28)

L'éclairage de Problèmes économiques

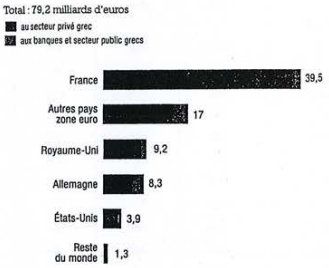
LA CRISE DE LA ZONE EURO

L'EXPOSITION DES ÉTATS EUROPÉENS À LA GRÈCE



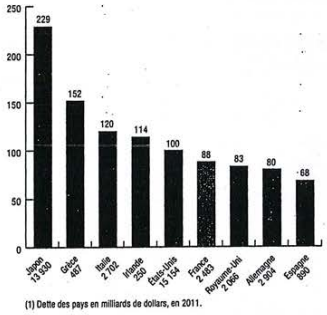
Source : *Les Échos, 21 mai 2012*

GRÈCE : EXPOSITION DES BANQUES



Source : *Les Échos, 21 mai 2012*

DETTE[1] RAPPORTÉE À LA PRODUCTION ANNUELLE (PIB)

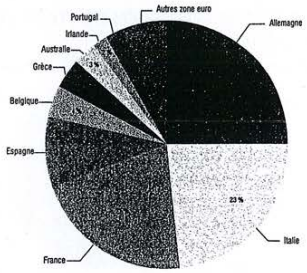


(1) Dette des pays en milliards de dollars, en 2011.

Source : *Fonds monétaire international*

LA DETTE SOUVERAINE DE LA ZONE EURO

Répartition de la dette publique par pays en 2011



Sources : *Thomson Reuters, Commission européenne*

ZONE EURO, TROIS ANNÉES DE CRISE

2009

Novembre — Le 1er ministre grec annonce que le déficit public est beaucoup plus élevé que prévu (près de 13 % du PIB au lieu de 3,7 %).

2010

Janvier — L'Espagne adopte un plan d'austérité de 50 milliards d'euros.

Février — Plan d'austérité en Grèce.

Mai — 1er plan d'aide de 110 milliards d'euros UE-FMI à la Grèce. Plan d'austérité en Italie. Création du Fonds européen de stabilité financière (FESF) de 750 milliards d'euros.

Novembre — Plan de sauvetage UE-FMI pour l'Irlande (85 milliards d'euros).

2011

Mars — Les dirigeants européens s'accordent sur un « Pacte pour l'euro » pour améliorer la compétitivité.

Mai — Plan d'aide UE-FMI au Portugal (78 milliards d'euros).

Juin — Nouveaux plans d'austérité en Grèce et en Italie.

Infographie : *Problèmes économiques* © Dila, Paris 2012. Photo : © Corbis

Doc 3. Wolf Le grand défi des déficits extérieurs

LA NOTATION DE LA DETTE SOUVERAINE

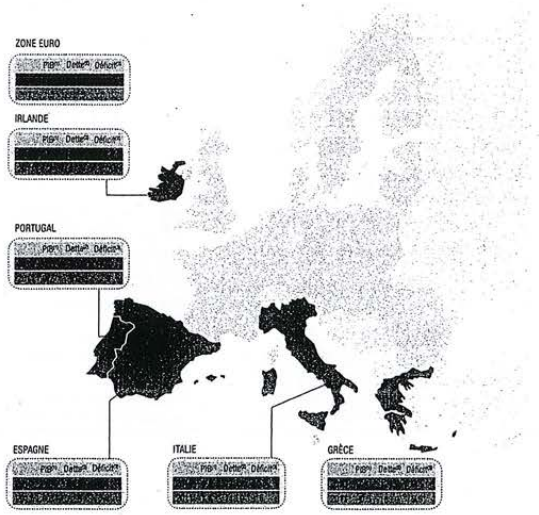
(PRINTEMPS 2012)

Pays	Agence de notation		
	Moody's	S & P	Fitch
États-Unis	Aaa	AA+	AAA
Japon	Aa3	AA-	AA
ZONE EURO			
Autriche	Aaa	AAA	AAA
Belgique	Aa3	AA	AA+
Finlande	Aaa	AAA	AAA
France	Aaa	AA+	AAA
Allemagne	Aaa	AAA	AAA
Grèce	Ca	CC	CCC
Irlande	Ba1	BBB+	BBB+
Italie	A2	A	A+
Pays-Bas	Aaa	AAA	AAA
Portugal	Ba2	BBB-	BBB+
Espagne	A1	AA-	AA-

La notation :
Aaa/AAA = risque minimal ; Aa/AA = risque très bas ; A/A = risque bas ;
Baa/BBB = risque modéré ; Ba/BB = risque substantiel ; B/B = risque élevé ;
Caa/CCC = risque très élevé

Sources : *Moody's, Standard & Poor's, Fitch.*

LES PAYS EN DIFFICULTÉ DE LA ZONE EURO

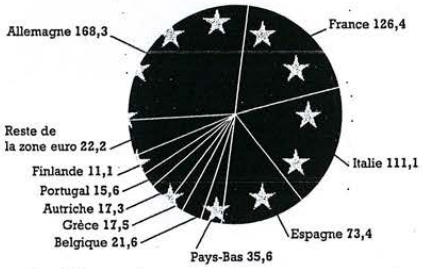


(1) Évolution annuelle en % ; (2) en pourcentage du produit intérieur brut (PIB) ; (3) en pourcentage du PIB.

Source : *Commission européenne*

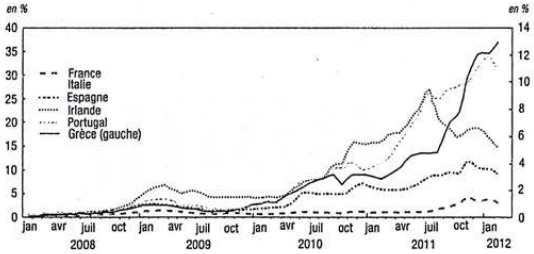
MÉCANISME EUROPÉEN DE STABILITÉ (MES) À PARTIR DE 2013

Capitaux disponibles et garanties : environ 620 milliards d'euros



Source : *Commission européenne*

ÉCARTS DE RENDEMENT ENTRE OBLIGATIONS SOUVERAINES(1)



(1) Rendement des obligations souveraines à 10 ans par rapport à celui de l'Allemagne.

Sources : *Datastream, OCDE (2012), Études économiques de la zone euro.*

Décembre
La BCE calme les tensions sur le marché interbancaire en mettant plus de 500 milliards d'euros à la disposition des banques européennes.

Mai
Les partis politiques hostiles au plan d'austérité imposé par la Troïka (Commission européenne, BCE, FMI) sortent renforcés des élections grecques.
La sortie de la Grèce de la zone euro est de plus en plus évoquée.
Le débat s'intensifie entre les dirigeants européens concernant l'adoption de mesures de soutien à la croissance.

2011 — **2012**

Février
Adoption d'un deuxième plan d'aide de l'Eurogroupe à la Grèce.

Mars
Accord sur un échange de dette entre la Grèce et ses créanciers privés : la dette grecque est réduite de 107 milliards d'euros.

de bonnes chances de pouvoir à nouveau se financer sur les marchés à des conditions plus avantageuses. La solution la plus simple serait que la BCE assure la liquidité sur le marché de ces dettes publiques. Si cette solution est rejetée ou jugée insuffisante, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) pourrait garantir partiellement les nouveaux emprunts, comme l'a suggéré récemment Paul Achleitner, membre du conseil d'administration d'Allianz.[4]

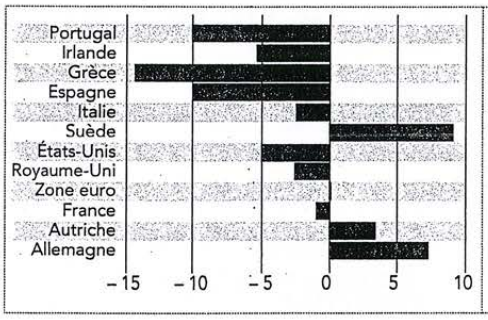
...et un défi structurel

Supposons que la crise actuelle soit effectivement surmontée ainsi, l'euro sera-t-il pour autant promis à un avenir radieux ? Non. Et, contrairement à ce que tant de personnes suggèrent, une union budgétaire n'est pas non plus la solution. En effet, si les membres solvables transfèrent des ressources à suffisamment grande échelle à ceux qui ne le sont pas, la zone euro évitera peut-être l'éclatement, mais, même si cette politique pouvait être poursuivie (ce qui est improbable), l'Europe du Sud deviendrait alors un vaste Mezzogiorno.[5] Ce serait une conséquence calamiteuse de l'intégration monétaire européenne.

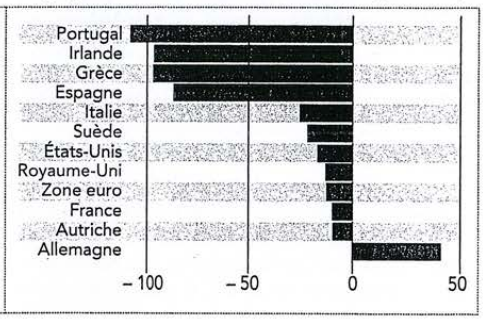
4 NDLR de PE. – En mai 2012, Paul Achtleitenr a quitté Allianz pour rejoindre le conseil de surveillance dè la Deutsche Bank.

5 NDLR de PE. – La notion de *Mezzogiorno* renvoie – politiquement et historiquement – aux régions du sud de l'Italie, caractérisées par un développement économique moindre qui les rendent dépendantes du reste de l'Italie. Au-delà, le terme est employé pour désigner une région en retard de développement dépendante. Par exemple, lors des années qui ont suivi la réunification allemande, les cinq Länder de l'est ont, compte tenu de leurs difficultés à dépasser l'héritage socialiste, longtemps été assimilés à un Mezzogiorno.

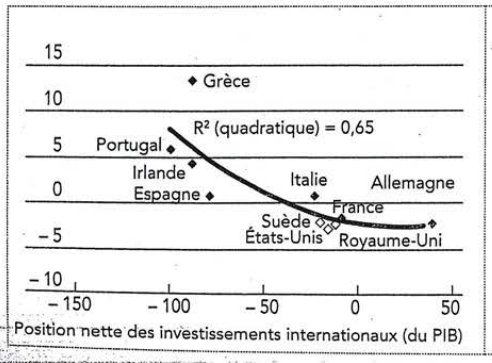
Balances courantes en 2007 (% du PIB)



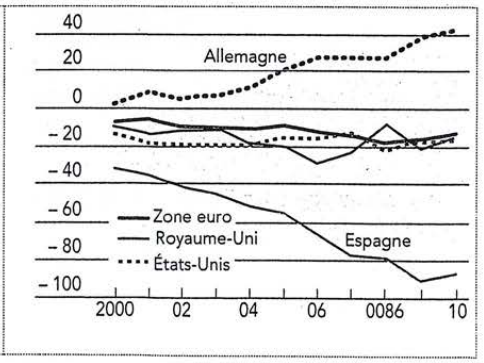
Engagements extérieurs nets en 2010 (% du PIB)



Augmentation du rendement des emprunts souverains liée aux bilans nationaux
Évolution des rendements à 10 ans, janvier 2007-août 2011



Position nette des investissements internationaux (% du PIB)



Sources : Goldman Sachs, FMI.

Les déséquilibres structurels

Au fond, ce n'est pas un problème de financement mais d'ajustement. Les gouvernants de la zone euro nous répètent depuis longtemps que la balance des paiements ne peut pas jouer de rôle dans une union monétaire. C'est une conviction quasi-religieuse : seuls les déficits budgétaires comptent, toutes les autres balances de l'économie s'équilibreront automatiquement. C'est une aberration. Ce qui a donné le mieux une idée des difficultés à venir, c'est de loin les déficits extérieurs qui prévalaient avant la crise et non les déficits budgétaires (voir les graphiques).

Pourquoi les déficits extérieurs sont-ils importants ?

Premièrement, l'existence d'un déficit extérieur traduit le fait que les résidents dépensent plus que leur revenu et qu'ils se financent à l'étranger pour combler la différence. Si les créanciers considèrent que ces emprunteurs (publics ou privés) ne sont plus solvables, ils fermeront le robinet du crédit, provoquant ainsi une récession et l'apparition – ou l'aggravation – des déficits budgétaires. Ensuite, des déficits extérieurs prolongés façonnent la structure et la compétitivité d'une économie.

Troisièmement, des déficits durables conduisent à des engagements extérieurs nets considérables, souvent avec les banques pour intermédiaires. Quand l'étranger cesse de prêter, les banques risquent fort d'imploser, avec pour corollaire une détérioration de l'économie et de la situation budgétaire.

Comment sortir du dilemme ?

Comme les économistes de la banque américaine Goldman Sachs l'ont fait observer, l'impossibilité pour les membres de la zone euro de dévaluer les prive en outre d'un moyen de corriger les positions débitrices nettes contrairement aux États-Unis et au Royaume-Uni qui ont eu recours à cette solution. Pire, le seul mécanisme disponible – la « dévaluation interne » (autrement dit une baisse du niveau des prix intérieurs) - alourdira le poids de la dette extérieure. Il faudra alors que la balance courante s'améliore encore plus qu'il ne l'aurait fallu normalement.

Et surtout, les gens se préoccupent de la situation dans laquelle leur pays se trouve. Les habitants d'un État membre en difficulté se consoleront difficilement à l'idée que d'autres pays sont en expansion.

Dans la zone euro, il demeure indispensable de corriger les déséquilibres, mais cet objectif est très difficile à atteindre car les États ne disposent plus de l'arme du taux de change. Ce sont désormais les crises économiques et les faillites qui président aux corrections. Dans une union monétaire comptant des pays structurellement mercantilistes en son centre, les États situés à la périphérie de la zone euro risquent désormais d'être confrontés à un marasme économique permanent. Le vrai remède consiste à résoudre ce problème. Peut-on y parvenir ? Rien n'est moins sûr !

Financial Times
« THERE IS NO SUNLIT FUTURE FOR THE EURO »
18 octobre 2011
The Financial Times limited
1, Southwark Bridge
Londres SE1 9HL
Royaume-Uni
Tél. : (+44) 020-7873 3000
www.ft.com
Martin Wolf est éditorialiste au Financial Times.

ARIE DE VERGÈS ET
DRIEN DE TRICORNOT

Le taux de change de l'euro est surveillé par les dirigeants français comme le lait sur le feu. Qu'il monte un peu trop vite et les langues se délient, fustigeant un frein nacceptable à la reprise économique. Son appréciation rapide lepuis l'été 2012, qui l'a conduit lébut février jusqu'à 1,36 dollar, provoqué une vague de commenaires alarmistes.

Ces dernières semaines, l'euro st redescendu autour de 1,30 dolar, notamment à la suite des élections en Italie et de l'impasse politique qu'elle dessine. Mais ce niveau este trop élevé, selon certains nembres du gouvernement. *« Si 'on veut de la croissance, il faut faire baisser l'euro »*, martèle le ministre du redressement productif, Arnaud Montebourg. La devise européenne, estime-t-il, est surévaluée. Les économistes ne fixent-ils pas le taux de change « naturel » celui qui permettrait de remédier aux déséquilibres des balances extérieures) de l'euro autour de ,15-1,20 dollar en moyenne ?

L'euro est menacé d'être la variable d'ajustement du commerce international

Un chiffre permet de saisir les causes de cette fébrilité : 0,1 %. Soit le taux de croissance ridiculement faible attendu pour la France en 2013 par la Commission européenne. Le gouvernement français désespère de trouver du carburant pour faire repartir l'économie. Pour renforcer la compétitivité des entreprises hexagonales, il appelle de ses vœux une monnaie plus faible. L'enjeu est crucial en France et dans les pays méditerranéens, où les exportations sont très sensibles aux prix.

Certains s'inquiètent surtout de voir l'euro victime d'une forme de « concurrence déloyale ». Face aux initiatives monétaires désordonnées de certains partenaires de l'eurozone, à Tokyo, à Washington ou à Londres, la monnaie unique est en effet menacée de servir de variable d'ajustement du commerce international.

Pourquoi ce débat ressurgit

Le Japon a relancé la polémique avec l'arrivée au pouvoir, en décembre 2012, de Shinzo Abe, partisan revendiqué d'un yen plus faible. Réagissant au discours martial de M. Abe, la devise nippone a plongé jusqu'à un plus bas de trois ans. En trois mois, elle a perdu quelque 12 % face à l'euro. Tancé par ses partenaires, M. Abe a renoncé à toute intervention verbale. Mais sans modifier d'un iota sa stratégie. Prochaine étape : la nomination à la tête de la Banque du Japon d'un candidat qui partage ses vues. S'il est confirmé à ce poste, Haruhiko Kuroda prévoit ainsi d'inonder sans limites l'économie de l'Archipel de liquidités.

Mi-février, les pays du G7 ont tenté de déminer le sujet. Dans un communiqué solennel, les ministres des finances et les présidents de banques centrales ont promis, la main sur le cœur, de tout faire pour éviter une guerre des monnaies. Mais cette belle unanimité cache un jeu de poker menteur. Un peu partout dans le monde développé, les stratégies mises en place pour relancer une croissance désespérément atone relèvent plutôt du « chacun pour soi ».

Les Etats-Unis et le Royaume-Uni sont déjà sur la même trajectoire que le Japon. Depuis trois ans, leurs banques centrales font tourner massivement la planche à billets. Une politique destinée à soutenir la reprise, mais qui contribue à affaiblir leur monnaie.

Les stratégies mises en place pour relancer la croissance relèvent du « chacun pour soi »

Et tant pis si ces dévaluations de fait dopent la compétitivité de certains sur le dos des autres. *« Il me paraît justifié de parler de guerre des monnaies. Les pays développés, en proie à un déficit important, s'efforcent de stimuler leur économie dans un contexte général de politique d'austérité. La manière la plus simple de relancer une dynamique est de doper leurs exportations. Pour ce faire, la dévaluation constitue un instrument de choix ; elle permet de diminuer le coût des marchandises vendues à l'étranger »*, analyse l'économiste Michel Santi. La raison pour laquelle on emploie l'expression « guerre des monnaies » est que tous les pays ne peuvent pas dévaluer leur devise en même temps : *« Ceux qui parviendront à remporter cette guerre seront ceux qui auront réussi à dévaluer le plus leur devise et qui auront donc le plus stimulé leurs exportations »*, explique M. Santi.

Or, l'Europe assiste en spectatrice à cette création monétaire au risque d'être le dindon de la farce. Plus orthodoxe que ses consœurs du G7, la Banque centrale européenne (BCE) rappelle en effet régulièrement qu'elle ne poursuit pas d'objectifs de taux de change. Son président, Mario Draghi, n'est pas indifférent au niveau de l'euro, mais sa doctrine est de s'en remettre aux forces du marché.

Qui y gagne

A Francfort, au siège de la BCE, on souligne que la monnaie unique est pour l'instant dans sa moyenne historique. Et qu'un euro un peu fort n'a pas que des inconvénients pour les particuliers et les entreprises. *« Quand l'euro monte, il y a aussi des gagnants, notamment parmi les secteurs abrités de la concurrence internationale »*, note Agnès Bénassy-Quéré, professeur à l'Ecole d'économie de Paris et présidente-déléguée du Conseil d'analyse économique. Elle cite les groupes de grande distribution, libres de répercuter ou non la baisse des prix des produits importés qu'entraîne mécaniquement une appréciation de l'euro. De plus, la facture pétrolière ou gazière – libellée en dollars – diminue quand la devise européenne grimpe. *« Certains voudraient la parité (un dollar pour un euro), mais s'est-on demandé à combien serait le litre d'essence ? »*, interroge Bruno Cavalier, chef économiste de la société de Bourse Oddo. Ajoutons que les entreprises de la zone euro peuvent investir plus facilement dans le reste du monde – et y racheter des concurrents – car leur « pouvoir d'achat » externe augmente. Comme celui des touristes lorsque l'euro est fort.

Les effets positifs d'un euro fort sont *« très limités »* au regard des inconvénients, juge l'économiste Michel Santi. *« La facture énergétique est certes une considération. Mais des marchandises étrangères importées moins cher au sein de l'Union sont un facteur de déflation. Comme l'Europe a désespérément besoin du retour de ces pressions inflationnistes – ou en tout cas de leur anticipation – pour relancer son économie, la hausse de l'euro neutralise de manière indirecte toute tentative à cet égard »*, dit-il.

Importations françaises en 2012

Sont réversibles. Les producteurs de la zone euro perdent leur compétitivité vis-à-vis de l'extérieur, voient leurs parts de marché diminuées ou doivent réduire leurs prix et leurs marges.

Dans la durée, un euro fort incite à délocaliser davantage de production vers les pays à monnaie faible, pour réimporter ensuite composants et produits finis. Il diminue l'incitation aux économies d'énergie et à l'innovation pour réduire la consommation d'énergies fossiles et développer des alternatives renouvelables. Il pénalise l'attractivité de la zone euro pour les touristes internationaux...

La persistance d'une monnaie forte, au-dessus de son niveau d'équilibre en « parité de pouvoir d'achat », maintient donc une pression sur les salaires et les emplois en les soumettant à la nécessité d'accroître la productivité et la compétitivité à un niveau parfois inatteignable.

Qui y perd

« La dernière fois que la croissance a été forte en zone euro, c'était en 2000, lorsque l'euro valait moins de 0,90 dollar. A chaque fois qu'il a dépassé 1,20 dollar, la croissance s'est effondrée », note Marc Touati dans son livre *Le Dictionnaire terrifiant de la dette* (Editions du Moment, 272 p., 19,95 euros).

Outre le niveau de l'euro, les chocs de change ont un effet sur la croissance, a calculé l'économiste Jean-Pierre Petit, qui édite *Les Cahiers verts de l'économie* : une baisse de 10 % de l'euro face aux devises de ses partenaires commerciaux apporte à la zone monétaire 0,7 % de croissance en plus au bout d'un an, et 1,3 % sur deux ans ; une hausse de l'euro de 10 % produit à peu près les mêmes effets, mais en négatif, sur la croissance.

Du point de vue des défenseurs de l'orthodoxie à la BCE, un euro « faible » fait remonter l'inflation en augmentant les prix des biens importés. Mais selon les calculs de M. Petit, 10 % de dépréciation de l'euro font monter l'indice des prix de 0,3 % au bout d'un an et de 0,7 % au bout de deux. Rien de bien grave. Les projections de la BCE présentées le 7 mars laissent entrevoir une faible inflation en 2013 (+1,6 %) et en 2014 (+1,3 %), ce qui laisse de la marge. *« La sortie, même laborieuse, de la crise passe par une hausse de la croissance réelle (hors inflation) et nominale (inflation incluse) qui réduit le poids des dettes. Trop se concentrer sur l'inflation risque de plonger la zone euro dans une situation proche du Japon, où le produit intérieur brut* [PIB] *nominal a reculé pendant dix-huit ans et où la dette publique dépasse désormais 230 % du PIB... »*, explique M. Petit.

Doc 4. De Vergès et Tricornot. Dossier sur la crise de l'Euro. Le Monde

Comment les entreprises se couvrent contre le risque de change

Le niveau de l'euro peut pénaliser ou avantager les entreprises, et influencer à plus long terme leurs stratégies de production, de sous-traitance ou d'achats.

Mais la volatilité des cours les laisse, à court terme, face à de nombreuses incertitudes. Si par exemple une société de la zone euro a conclu un contrat avec un client prévoyant un paiement en dollars sur plusieurs années, elle va chercher à réduire le risque de change auquel elle est confrontée. Sa direction financière va s'adresser à ses banques conseils qui vont lui proposer des produits financiers – options ou contrats à terme, ou les deux – pour essayer de s'assurer contre cette incertitude. Les grands groupes disposent souvent de petites salles de marchés pour traiter elles-mêmes ces instruments.

Cependant, il est impossible de supprimer l'incertitude liée au désordre monétaire. *« Face à des taux de change très volatils, les entreprises peuvent paraître démunies. Supprimer en totalité le risque de change sur 100 dollars de chiffres d'affaires revient fréquemment à près de 7 dollars, compte tenu du prix des options. Toute leur marge serait consommée pour se couvrir »*, si elles choisissaient ainsi le risque zéro, dit Benoît Cougnaud, directeur et associé d'Azerrisk Advantage, qui a développé, en partenariat avec EADS, un outil « R = MC² », labellisé par le pôle Finance innovation de Paris Europlace, pour aider les sociétés dans leur couverture des risques de change.

En s'appréciant, la monnaie unique fait mécaniquement baisser la facture énergétique, libellée en dollars

Pour M. Cougnaud, les entreprises doivent mettre à profit leur horizon de temps – un an, trois ans ou cinq ans de chiffre d'affaires à couvrir – pour se distinguer des acteurs financiers et accumuler progressivement des couvertures en visant un coût nul de cette protection, même si elle n'est ni totale ni parfaite. En raison des exigences réglementaires Bâle 3 sur la couverture des risques par leurs fonds propres, *« les banques ne peuvent plus conserver de positions durables sur les marchés des changes, car le coût en fonds propres est devenu prohibitif »*, explique M. Cougnaud.

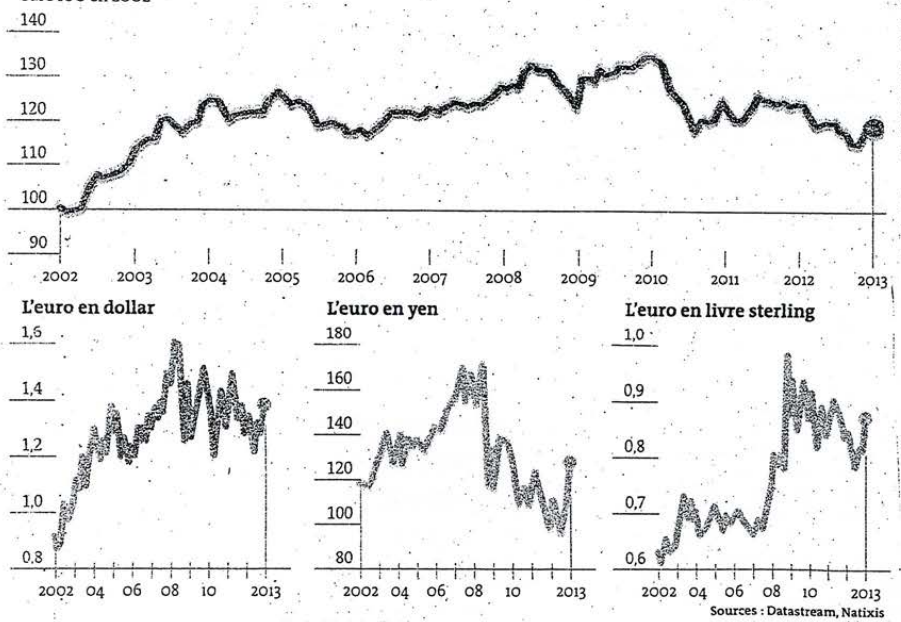
Ce n'est pas le cas des entreprises, qui n'ont pas à constater au jour le jour l'évolution de leurs positions de change et à passer des provisions, et qui peuvent faire preuve d'opportunisme lorsque le marché des changes connaît des poussées spéculatives et des embardées l'éloignant de la moyenne de longue période. Selon M. Cougnaud, ses travaux ont *« démontré que le temps dont elles disposent pour se couvrir leur permet d'économiser* de 1 % à 8 % [de la valeur du chiffre d'affaires concerné] *en se couvrant sur la durée, sans avoir à agir comme des hedge funds* [fonds spéculatifs] *»*.

Cependant, les stratégies de couverture – également utilisées sur les achats de matières premières industrielles, énergétiques ou agricoles – représentent une incertitude et un coût pénalisant. Les produits financiers proposés pour y remédier peuvent comporter eux-mêmes des risques et restent difficilement abordables ou rentables pour des entreprises moyennes ou petites.

Le niveau et la volatilité des devises dans le désordre international actuel sont une contrainte qui pèse sur l'activité, d'autant plus que la politique de change de la zone euro reste peu lisible. ■

La monnaie européenne s'apprécie face à toutes les autres grandes devises internationales

appréciation nominale de l'euro face aux devises des partenaires commerciaux de la zone euro, base 100 en 2002



Sources : Datastream, Natixis

Exportations françaises en 2012

Source : ministère du commerce extérieur