

**2000 Forbes et Rigobon**<sup>127</sup> exposent ainsi que ce haut niveau de contagion est autant très haut pour le marché des titres publics en Amérique latine que pour les pays nouvellement financiarisés, tandis que le prix de ces titres (latin eurobons on the EMBI+, index construit par JP Morgan et surtout composé de bons Brady) a une forte volatilité, à cause de l'effet de la prime de risque, et la sensibilité élevée aux crises mondiales. Mais la prime de risque corrélative entre les économies est très stable. L'ampleur régionale du risque est alors importante. Ce résultat peut être amplifié aux pays nouvellement financiarisés d'Afrique, d'Asie et à la Russie. Moyennant un échantillon vaste et varié d'économies sur la période 1994-2001, le coefficient de corrélation entre les marchés est de 80 %.

**Forbes et Rigobon** pensent encore que les marchés d'actions des économies nouvellement financiarisés ont une volatilité très extrême, très sensibles aux chocs extérieurs et corrélés entre eux. Quant à la shift contagion, plusieurs travaux achevaient à l'existence d'une contagion typique de la panique (l'enquête de **Forbes et Rigobon 2000**), se basant sur l'observation de l'accroissement du coefficient de corrélation des prix des titres des différents marchés locaux avec l'accroissement de la volatilité de ces prix. C'est là où l'obstacle empirique lié au shift contagion brouille tout. **Forbes et Rigobon** ont montré, que cet accroissement est dû, en partie ou en totalité, à de simples conséquences statistiques d'hétéroscédasticité, d'endogénéité des variables. Différentes méthodes économétriques ont été mises en application pour améliorer et corriger ces erreurs statistiques. En conséquence de cette critique **Forbes et Rigobon (2000)**, **Rigobon (2002)**, **Dungey et Martin (2002)**<sup>128</sup>, **Corsetti, Pericoli et Sbracia (2002)**<sup>129</sup>, n'admettent pas aussi de parachever ces méthodes sur ce sujet.

---

<sup>127</sup> Forbes Kristin ,Rigobon Roberto, No Contagion Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements, NBER Working Paper N 7267, juillet 1999, PP 2-42.

<sup>128</sup> Dungey M et Martin V, Contagion Across Financial Markets: An Empirical Assessment, New York Stock Exchange Conference Paper, Fevrier 16–17, 2001, PP 1-34.

<sup>129</sup> Corsetti G, Pericoli M et Sbracia M, Correlation Analysis of Financial Contagion: What one Should Know Before Running a Test, unpublished, University of Rome III, 2001, PP 1-29.

---

## **La théorie bancaire**

### **2.1 Crédits bancaires à l'économie et création de monnaie**

Les crédits bancaires à l'économie en Algérie représentaient, fin 2016, 88,07 % du total des contreparties de la masse monétaire. Leur importance est d'autant plus grande que c'est sur cette contrepartie que les autorités monétaires peuvent le mieux exercer leur contrôle. Les opérations avec l'extérieur dont les mouvements sont difficiles à maîtriser et les créances sur le Trésor Public qui dépendent, en fait, des caractéristiques du budget de l'État et de ses modalités de financement échappent, en effet, en grande partie, à l'emprise de la Banque Centrale et sont donc considérées par elle comme des variables « exogènes ».

#### **2.1.1 Crédits et création de monnaie : Les opérations des banques commerciales avec leur clientèle<sup>130</sup>**

L'activité essentielle des banques est d'octroyer du crédit, c'est leur out put essentiel source de profit. En conséquence, elles ont non seulement la volonté de satisfaire toute demande de crédit de leurs clients, à l'exception de ceux dont la solvabilité semble trop douteuse, mais encore elles essayent de canaliser vers elles tous les besoins de financement des agents économiques, notamment en différenciant les crédits afin de mieux répondre à chaque type de besoin de financement. Cette attitude entraîne un accroissement continu des encours de crédit et, par voie de conséquence, une croissance également continue de la masse monétaire.

##### **A. L'adaptation du crédit bancaire à chaque type de besoin de financement**

Les banques ont, en premier lieu, développé leurs techniques de crédit pour répondre aux besoins des entreprises d'une part, en matière d'investissement, d'autre part en matière d'exploitation. Par la suite elles se sont de plus en plus intéressées au financement des ménages.

##### **1. Le financement des Investissements des E.N.F., notamment en capital fixe (équipements)**

Le financement des investissements des entreprises, notamment les équipements et le stock-outils, devrait être assuré par un recours à l'épargne, c'est-à-dire soit aux fonds propres de l'entreprise (autofinancement et émission d'actions), soit à des fonds empruntés à long terme

---

<sup>130</sup> Monique Béziade, La monnaie, Ed MASSON, 1979, PP 142-147.

directement aux épargnants (émission d'obligations) ou indirectement après transformation (crédits sur ressources d'épargne des intermédiaires financiers).

Traditionnellement les banques, sauf les banques d'affaires, ne pratiquaient pas le financement des équipements qui leur aurait fait courir un risque d'illiquidité. La situation a changé depuis la seconde guerre mondiale du fait de l'extension de ce type de besoins liée à la reconstruction, puis à la croissance et à la modernisation, enfin aux impératifs de la compétitivité internationale.

L'ensemble des banques s'est alors engagée, avec le soutien de la Banque Centrale, dans ce type de financement et ceci de plus en plus largement.

Deux techniques de crédit sont utilisées : les crédits d'équipement proprement dits et les ventes à tempérament.

a)

#### **Les crédits bancaires d'équipement**

Sont des crédits à moyen terme de 2 à 7 ans et, pour un pourcentage plus faible, de crédits à court terme inférieurs à deux ans ou, au contraire, de crédits longs au-delà de sept ans.

- Crédits à moyen terme mobilisables: les banques commerciales *sont au point* de départ de l'opération de crédit. Elles étudient le dossier de demande de crédit et le soumettent pour accord à un *organisme spécialisé du secteur para-public* qui mobilisera en premier le crédit. Cette obligation de passage par un organisme spécialisé a un double but:

- Retarder autant que possible son refinancement par la Banque Centrale,
- Contrôler l'utilité du crédit au point de vue économique général.

La *Banque Centrale* est le ré-escompteur en dernier ressort et doit également donner son accord.

- Crédits à court terme: Ce sont des crédits inférieurs à deux ans, accordés aux entreprises industrielles, commerciales et artisanales pour financer des travaux d'installation de matériel, de construction et d'aménagements industriels et commerciaux.
- Crédits à moyen et long terme non mobilisables: Pour un pourcentage de plus en plus important, des crédits de 2 à 7 ans et de 7 à 20 ans non re-finançables à la Banque Centrale sont accordés aux entreprises industrielles, commerciales et artisanales. Ces crédits, bien qu'ils fassent courir aux banques un risque d'illiquidité, sont en forte croissance en pourcentage du total des emplois sur ressources monétaires.

**b) Les ventes à tempérament de matériel:** sont des prêts dont le remboursement a lieu généralement par échéances mensuelles et qui sont garantis par la possibilité, pour le prêteur, de récupérer éventuellement le bien financé (Technique du gage).

Cette technique, bien connue en matière de crédits aux ménages, est ici appliquée aux entreprises pour financer leurs achats d'équipement: machines, cars et camions, voitures professionnelles, bateaux, avions, caravanes d'habitation utilisées sur les chantiers de travaux publics.

## 2. Le financement des besoins d'exploitation des entreprises

Les entreprises financent par le crédit bancaire la fraction de leurs besoins courants de fonds à laquelle elles ne peuvent affecter des ressources permanentes (fonds propres ou emprunts sur le marché financier). Ces besoins de fonds naissent des décalages qui se produisent entre les sorties entraînées par les dépenses d'exploitation et les rentrées correspondant aux recettes d'exploitation.

Deux techniques de crédit sont utilisées: la mobilisation des créances commerciales et les crédits de trésorerie.

**a) La mobilisation des créances commerciales:** consiste à échanger contre de la monnaie les créances commerciales que les entreprises possèdent sur leurs clients. La technique la plus ancienne est l'escompte, à laquelle on cherche actuellement à substituer des techniques moins coûteuses, notamment en frais de personnel.

- L'escompte des effets commerciaux: Cette opération peut être définie comme l'achat au comptant d'une créance à terme représentée, soit par un billet à ordre, soit plus couramment par une traite.

La banque prend un risque d'illiquidité, mais le risque d'insolvabilité reste à la charge de l'entreprise qui a consenti un crédit à son client. La banque, en effet, ira encaisser l'effet au terme de la créance mais si le débiteur est insolvable, elle se retournera contre le créancier et tous les porteurs successifs de l'effet.

La procédure de l'escompte est coûteuse pour les banques. La manipulation et la vérification des effets occupent 15 % du personnel bancaire; les encaissements sont un véritable service supplémentaire.

- Le Crédit de Mobilisation des créances commerciales: Le C.M.C.C est un crédit accordé sur créances commerciales, mais dans lequel la banque mobilisatrice ne manipule plus les effets.

La mobilisation porte sur l'ensemble des créances de l'entreprise qui demande un crédit. Ces créances sont recensées dans un billet de mobilisation qu'elle portera à la banque. Si la banque se voit ainsi dispensée du travail de recouvrement des créances, elle perd aussi la garantie que constituait ce recouvrement.

- La Lettre de Change Relevée: La L.C.R. consiste en l'enregistrement sur bandes magnétiques des traites commerciales, ce qui permet aux banques un traitement électronique de ces titres et donc une compression des coûts en main-d'œuvre.

**b)** En dehors de la mobilisation de leurs créances commerciales, les entreprises peuvent obtenir des *crédits de trésorerie* répondant, soit à des besoins généraux lents de rotation des actifs de roulement, soit à une activité spécifique.

- Les crédits non spécialisés peuvent être :
  - soit des *crédits mobilisables d'un an* maximum éventuellement renouvelables. La mobilisation s'effectue grâce à des billets souscrits par le bénéficiaire à l'ordre de sa banque, soit par un tirage du bénéficiaire sur le banquier: acceptation de banque;
  - soit des *avances en compte*, découverts ou facilités de caisse, crédits flottants dont le montant varie constamment en fonction des versements et des retraits du débiteur.
- Les crédits spécialisés peuvent être :
  - soit des *crédits de campagne* ayant pour but de faciliter la trésorerie des entreprises dont l'activité est saisonnière, durant la période de fabrication et de stockage. On trouve ce type de crédits dans l'agriculture et les activités annexes, en matière de pêche, dans les industries du type jouet ou habillement;
  - soit des *crédits de stockage par warrant* pour le financement de marchandises susceptibles d'être gagées et généralement entreposées dans des magasins généraux;

### **3. Le financement des ménages ou particuliers**

Les banques ne financent les dépenses des ménages, logement, biens durables et dépenses courantes, que depuis une vingtaine d'années.

**a)** Des crédits sont destinés aux ménages qui souhaitent construire ou acquérir un *logement*, transformer, améliorer ou entretenir celui qu'ils possèdent déjà.

Ils peuvent être des crédits à court et moyen termes ou des crédits hypothécaires à long terme.

- Les crédits à court terme: Il s'agit de crédits intérimaires consentis dans l'attente de la vente d'un logement pour faciliter l'achat d'un autre logement ou pour l'achat d'un

terrain avant construction en attendant le crédit à long terme de construction. Ces types de crédits peuvent atteindre trois ans.

- Les crédits à moyen terme mobilisables: Ils sont accordés en vue de l'achat ou de la construction d'un logement neuf à usage d'habitation principale.
- Les crédits hypothécaires: Ce sont des crédits à long terme d'une durée de dix à vingt ans pour la construction ou l'achat d'un logement neuf ou ancien. Ces crédits sont obligatoirement garantis par une hypothèque, négociables sur le marché hypothécaire qui peut être considéré comme un compartiment du marché monétaire.

**b)** Les ventes à tempérament de biens durables assurent le financement de l'achat de biens durables : voitures, appareils ménagers, meubles meublants, etc. Le crédit est généralement de 21 mois remboursable par mensualités.

**c)** Le financement des dépenses courantes: Il s'effectue selon deux techniques :

- Prêts Personnels: Il s'agit de crédits d'une durée de trois mois à trois ans dont le montant ne peut pas dépasser l'équivalent de trois mois de salaire. Ce type de crédit est lui aussi amortissable par mensualités ou trimestrialités.
- Cartes de crédit: La carte de crédit est un instrument de paiement. On peut cependant la considérer également comme un instrument de crédit dans la mesure où les dépenses qu'elle permet de régler sont imputées avec un certain décalage de temps au débit du compte de leur titulaire de 15 jours à un mois maximum.

Quelle que soit la technique utilisée, qu'il s'agisse de financer les entreprises ou les ménages, les crédits bancaires entraînent une création de monnaie, phénomène sur lequel il nous faut maintenant revenir.

### **2.1.2 Crédits bancaires et création de monnaie<sup>131</sup>**

Les crédits bancaires à l'économie donnent naissance à une création de monnaie dans une proportion de plus de 99,52 % (99,13 % en 2011 et 99,08 % en 2012, 99,54 % en 2013). Le financement sur ressources d'épargne est donc marginal. Compte tenu du fort pourcentage que représente cette contrepartie, on peut dire à juste titre qu'en Algérie, à l'heure actuelle, la création de monnaie se réalise à titre principal au cours des opérations de crédits bancaires à l'économie.

---

<sup>131</sup> Monique Béziade, Op-Cit, P 147.

Après avoir précisé les caractéristiques générales des crédits donnant lieu à création de monnaie, nous montrerons les mécanismes par lesquels la masse monétaire suit l'évolution des encours de crédit.

## **1. Caractéristiques générales des crédits bancaires donnant lieu à création de monnaie**

### **a. Crédits à court, moyen et long termes**

Ces caractéristiques ont trait à la durée, aux possibilités de mobilisation auprès de la Banque d'Algérie et à la destination des crédits du double point de vue des agents bénéficiaires et des opérations financées. La répartition des crédits durant les années 2012, 2013, 2014 et 2015 nous montre que la création de monnaie liée aux Crédits aux entreprises et aux particuliers découle:

- pour moitié, des crédits à court terme,
- pour un quart, des crédits à moyen terme,
- pour un quart, des crédits à long terme,

avec une tendance à la diminution en pourcentage du court terme: de 51,42 % à 45,1 % (55,44% en 2013), au profit du moyen et du long terme.

### **b. Crédits distribués par les banques commerciales aux Entreprises et Particuliers sur ressources monétaires**

La répartition des crédits est faite en fonction des possibilités de mobilisation de ces crédits auprès de la Banque d'Algérie.

Selon les statistiques, on remarque que contrairement à une idée reçue:

- les banques commerciales algériennes prennent un risque d'illiquidité puisque plus de 60 % des crédits accordés ne sont pas éligibles à la Banque d'Algérie;
- tous les crédits à court terme ne sont pas liquides, puisque de 44 à 48 %, selon les années, ne sont pas mobilisables à la Banque d'Algérie, notamment les avances en comptes-courants.

### **c. Crédits distribués selon leur destination**

On distingue:

- d'une part, les crédits aux entreprises de ceux accordés aux ménages;
- d'autre part, les crédits finançant des investissements de ceux finançant des dépenses courantes.

Les analyses sont suivantes:

1. Les crédits sur ressources monétaires financent pour moitié des investissements (47 à 50% selon les années), pour moitié des dépenses courantes (50 à 53%), notamment de production.
2. La création de monnaie liée aux crédits à l'économie s'effectue de 82 à 83% au profit des entreprises, de 17 à 18 % au profit des ménages.
3. Les crédits à l'investissement financent de 73 à 74 % l'équipement des entreprises et de 25 à 27 % la construction (ménages).
4. Les crédits pour les dépenses courantes vont pour 91 à 92 % aux dépenses d'exploitation ou de production des entreprises, de 8 à 9 % aux dépenses de consommation des ménages.

On peut donc en tirer la conclusion générale que les banques algériennes financent surtout les entreprises (82 % au total des crédits à l'économie) avec une légère prépondérance pour leurs besoins d'exploitation courante (55 à 58 % du total des crédits aux entreprises).

Cependant, une évolution apparaît dans le sens d'une expansion du financement des ménages, notamment en matière de construction (72 à 74 % des crédits aux ménages).

## 2. Masse monétaire et encours de crédit

Nous avons vu que les crédits accordés par les banques entraînent à plus de 99 % une création de monnaie scripturale. Comme la masse des crédits nouveaux excède les remboursements, il s'ensuit une croissance continue de la monnaie scripturale en circulation. Celle-ci sera en partie convertie en monnaie Trésor et en monnaie fiduciaire, si bien que les crédits bancaires ont pour effet secondaire une création de monnaie centrale supplémentaire liée aux processus de refinancement.

**a)** La création de monnaie liée au financement bancaire est immédiate ou échelonnée selon la technique de crédit utilisée:

Lorsque le compte du bénéficiaire, entreprise ou particulier, est crédité du montant total du prêt accordé, *la création de monnaie est immédiate* et égale au montant de ce crédit. C'est le cas de l'escompte et, assez souvent, des crédits à court, moyen ou long terme accordés aux entreprises ainsi que des prêts personnels aux ménages ou particuliers.

Dans certains cas, le crédit accordé est comptabilisé dans un compte bloqué ou compte d'attente, et sera viré par tranches au compte du client. Par exemple, les crédits immobiliers aux ménages sont débloqués au fur et à mesure de la présentation des factures représentant les travaux financés, dans ce cas, *la création de monnaie est échelonnée*.

Enfin, dans le cas des avances en comptes-débiteurs, *la monnaie en circulation varie* avec le montant du découvert utilisé, selon les décaissements et les encaissements effectués par le bénéficiaire. Les décaissements provoquent une création de monnaie qui se retrouvera dans les comptes des tiers payés grâce à cette utilisation de découvert et les rentrées provoquent une destruction de monnaie puisqu'elles sont immédiatement utilisées à rembourser le découvert.

Le processus de destruction de monnaie, en matière de crédit, est lié au remboursement des crédits et apparaît donc symétrique de celui de création monétaire.

Le remboursement suppose que le compte du client débiteur soit d'abord approvisionné par une rentrée, son compte est crédité grâce au débit du compte d'un tiers ou à une rentrée de billets.

Cet approvisionnement du compte du client débiteur de la banque permet le remboursement du crédit par débit au profit de la banque elle-même. Cette destruction de monnaie n'est pas compensée par le crédit du compte d'un tiers ou un tirage de billets. Il y a bien contraction de la masse monétaire en circulation, toutes choses égales par ailleurs.

**b)** Ces mécanismes de création et de destruction de monnaie effectués par les banques se compensent en partie:

Les remboursements de crédits anciens annulent un certain pourcentage de la monnaie créée contre crédits nouveaux. Cependant, la masse des crédits nouveaux excède généralement la masse des remboursements, si bien que les mécanismes de création de monnaie excèdent les mécanismes de destruction de monnaie.

Cependant, la masse des crédits nouveaux excède généralement la masse des remboursements, si bien que les mécanismes de création de monnaie excèdent les mécanismes de destruction de monnaie.

Ce phénomène correspond à un accroissement des encours de crédits bancaires financés sur ressources monétaires, c'est-à-dire de la masse des crédits accordés au cours des années successives et non encore remboursés;

Bien évidemment, l'accroissement de la contrepartie « crédits » correspond, si elle n'est pas annulée par un mouvement en sens contraire des contreparties « or et devises » et « Trésor » à un accroissement corrélatif de la Masse Monétaire en circulation.

Cette masse de crédits a été financée en grande partie par les banques commerciales et, pour le solde, par la Banque Centrale du fait de son refinancement.

Ce refinancement est provoqué par le besoin de monnaie centrale né des fuites hors du circuit scriptural vers les circuits Trésor et fiduciaire.

La variation de la masse monétaire correspondant à l'accroissement des encours de crédits se décomposera donc en :

- variation de la monnaie scripturale bancaire pour la partie de ces crédits nourris par les banques commerciales et en variation de la monnaie fiduciaire et Trésor pour la partie « mobilisée » par la Banque Centrale.

### **2.1.3 Crédits et liquidité bancaire: les opérations de mobilisation entre institutions financières<sup>132</sup>**

La création de monnaie scripturale bancaire, quelle qu'en soit la cause, entraîne pour les banques un problème de liquidité, les habitudes de paiement du Public sont telles, en effet, que les banques ont dû transformer 20% en 2012, 21 % en 2013 du total de la monnaie scripturale créée en monnaie Trésor ou en billets, c'est-à-dire en monnaie centrale.

Cette monnaie centrale peut être fournie aux banques en plus ou moins grandes quantités, par la *cession de devises* au fonds de Stabilisation des Changes lorsqu'une *Balance de Base excédentaire* et un régime de change favorable leur donnent cette possibilité. Elle peut également leur parvenir par l'intermédiaire du circuit des paiements, grâce aux opérations du *Trésor* lorsque celui-ci finance son *déficit* grâce au concours de la Banque d'Algérie.

Dans le cas où le circuit bancaire est ainsi alimenté en monnaie centrale, les excédents de certaines banques peuvent couvrir le déficit des autres, des prêts entre banques, ou entre banques et intermédiaires financiers non monétaires, permettent de résoudre les problèmes de liquidité sans intervention de la Banque Centrale, le marché monétaire est « hors banque » centrale.

Dans les cas où le circuit bancaire n'est pas suffisamment alimenté en monnaie centrale, les banques doivent se procurer le solde de liquidité nécessaire en mobilisant les crédits accordés aux entreprises et aux particuliers auprès de la Banque Centrale, le marché monétaire est « en banque ».

Ainsi, d'une période à l'autre, le refinancement des crédits à la Banque Centrale peut fortement varier. Ceci explique qu'en 2012 l'ensemble des banques ait dû mobiliser 15 % des crédits accordés, alors qu'en 2013, année d'excédent de la Balance de base et de déficit du

---

<sup>132</sup> Monique Béziade, Op-Cit, PP 153-159.

Trésor, (ainsi que de baisse des Réserves Obligatoires) le refinancement auprès de la Banque d'Algérie ait été limité à 5 % du total des crédits à l'économie.

Après avoir présenté le marché monétaire, marché sur lequel se négocient les prêts en monnaie centrale, nous donnerons les traits essentiels des opérations de mobilisation mettant en cause la Banque Centrale ainsi que quelques indications concernant le coût de la mobilisation des crédits pour les banques qui doivent y avoir recours.

## **1. Le marché monétaire**

Le marché monétaire peut être défini comme le marché où les banques excédentaires à la compensation placent leurs excédents et les banques déficitaires essayent d'emprunter la monnaie centrale nécessaire à la réalisation de l'unité du circuit des paiements.

C'est donc un *marché où les Intermédiaires Financiers échangent* à des taux librement consentis leurs disponibilités en *monnaie centrale* contre effets privés ou publics. Ce marché sur lequel se traitaient primitivement uniquement des opérations à très court terme (24 heures) s'est élargi par la suite aux opérations à termes plus longs au fur et à mesure qu'augmentaient les opérations de « transformation » des banques commerciales.

### **1.1 Les participants au marché monétaire**

Le marché monétaire algérien est un marché fermé en ce sens que la liste des participants est limitativement fixée par le Conseil de la Monnaie et de Crédit. Il s'agit des Intermédiaires Financiers à l'exception du Trésor Public qui n'y intervient pas directement.

a. Tous les participants du marché monétaire n'y jouent pas le même rôle:

- Les uns sont *structurellement prêteurs*: Ce sont ceux qui rassemblent des fonds d'épargne, établissements publics ou parapublics rattachés au Trésor, agents de change, sociétés d'investissement en Valeurs Mobilières, Compagnies d'Assurances, sociétés de capitalisation, de prévoyance et de retraites, que l'on appelle les investisseurs institutionnels;
- les autres sont, à l'inverse, généralement *emprunteurs* : banques de crédit à moyen et long terme, établissements financiers spécialisés dans la vente à tempérament ou le crédit-bail parce que, du fait de la réglementation en vigueur, ils ne sont pas autorisés à recevoir de fonds du public;
- enfin, une troisième catégorie est tantôt emprunteuse, tantôt prêteuse, ou même à la fois prêteuse et emprunteuse, mais pour des durées différentes: c'est le cas général des grandes banques de dépôts.

Les petites banques n'interviennent jamais directement du fait de la valeur élevée de la transaction moyenne, mais se font représenter par les grands établissements de crédit.

- L'alimentation massive en monnaie centrale du marché monétaire provoquée par la politique de placement de cette dernière n'est pas sans inconvénients dans les périodes où la Banque Centrale souhaiterait restreindre la liquidité bancaire.

b. Offres et demandes de monnaie centrale sont confrontées par *Y intermédiaire* de courtiers et de maisons de réescompte:

Les *maisons de réescompte* sont toutes des banques de dépôts spécialisées, filiales des grands établissements de crédit (banques de dépôts) et des banques d'affaires. Leur activité consiste à emprunter à échéance de un jour, un mois, un an, pour re-prêter ces fonds à échéance de un mois, trois mois, trois ans. Ces organismes transforment donc les fonds en allongeant la durée des capitaux. Leur rôle est double :

- elles *assurent* la fluidité du marché et *l'anonymat* des transactions, soit entre organismes bancaires concurrents, soit pour les opérations du Trésor (adjudication de bons), soit pour les opérations du Crédit Foncier et de la Caisse des Dépôts, enfin, et gratuitement pour les opérations d'Open Market de la Banque d'Algérie;

Ensuite, elles financent des opérations *d'arbitrage* entre effets courts et à terme plus long dont elles retirent la plus grande partie de leur profit. Ce faisant elles assurent aux banques un marché de mobilisation des créances à terme en même temps qu'elles leur offrent des actifs à échéances très variées du fait de l'importance de leur portefeuille, ce qui permet une gestion plus facile des Trésoreries bancaires.

Les courtiers au nombre jouent seulement le rôle d'intermédiaires sans toujours assurer l'anonymat. Ils touchent une commission versée par l'emprunteur.

Le marché monétaire qui enregistre des transactions chaque jour ouvrable se tient à Paris où les grandes banques centralisent leur trésorerie. Dans toutes les banques, les fonds disponibles chaque jour dans les agences sont centralisés au compte-courant du siège à la Banque Centrale, notamment par la voie des chèques postaux. Ainsi, le trésorier de la banque concernée dispose du maximum de ressources pour faire face au solde de compensation. Si celui-ci est créditeur, il place sur le marché monétaire; s'il est débiteur, il emprunte comme pour le marché des Euro-Devises, la confrontation des offres et des demandes s'effectue par téléphone ou par mail par l'intermédiaire des courtiers et des maisons de réescompte. Certaines opérations peuvent cependant être conclues directement entre banques, notamment dans le cadre des groupes bancaires.

## 1.2. Les opérations du marché monétaire

Il s'agit d'opérations de mobilisation c'est-à-dire d'opérations par lesquelles les établissements distributeurs de crédit se déchargent du financement de ces concours sur d'autres institutions.

Cette cession de créance suppose que le crédit que l'on veut faire « refinancer » soit représenté par un support matériel apte à circuler entre les organismes financiers.

Selon la doctrine française, les opérations du marché monétaire ne doivent comporter aucun risque. Ceci implique que les titres qui servent en fait de « gages » dans l'opération essentielle qui est l'échange de monnaie centrale au comptant contre monnaie centrale à terme soient négociables, sans limites, auprès de la Banque Centrale, d'un organisme rattaché au Trésor ou d'une autre banque (absence de risque d'illiquidité) et que, d'autre part, leur possesseur n'encoure que de faibles risques de perte sur leur valeur nominale.

a) La gamme des effets traités n'est en fait limitée que par les usages et les besoins des banques. Ce sont des effets publics mais surtout, et de plus en plus, des effets privés d'échéances assez diverses:

- *Bons du Trésor* en comptes-courants qui offrent en plus de leur sécurité une très forte diversité d'échéances.
- *Effets de mobilisation de crédits commerciaux*
  - soit, effets de commerce sur un tiers ayant bénéficié d'un crédit client (traite ou billet à ordre). Il s'agit de titres « primaires »,
  - soit billets représentatifs de crédits de mobilisation de créances commerciales sur les entreprises ayant accordé des crédits clients ici encore ces titres sont « primaires »,
  - soit effets de mobilisation à 3 mois sur les banques ayant en portefeuille des effets de commerce ou des billets. Ces effets sont représentatifs des titres « primaires » conservés par les banques.
- *Effets de mobilisation de crédits à court ou moyen terme*
  - soit billets à ordre souscrits par le bénéficiaire du crédit à l'ordre de sa banque (effet primaire),
  - soit effets de mobilisation établis par la banque elle-même qui veut obtenir un refinancement représentatifs des effets primaires en portefeuille,
  - effets de mobilisation de « ventes à tempérament » représentatifs d'une chaîne d'effets primaires (engagements mensuels de remboursement),

- effets de mobilisation de crédits à moyen terme.
- Créances exigibles du *marché hypothécaire* ou effets de mobilisation globale représentant celles-ci.

b) La forme des opérations comprend trois types :

- des *achats ou ventes fermes*, c'est-à-dire des transferts de fonds (monnaie centrale) contre *cessions définitives* d'effets. A l'échéance, la banque qui a acheté ferme l'effet se fait directement rembourser auprès du signataire de l'effet, c'est l'escompte proprement dit.
- des *pensions* transferts de fonds pour une durée momentanée en contrepartie d'une *cession temporaire* d'effets, forme la plus usuelle des opérations sur le marché monétaire. Il s'agit en fait d'un prêt garanti;
- des *prêts en blanc*, c'est-à-dire des prêts de capitaux sans exigence de titres en contrepartie, opérations plus rares.

## 2. Opérations de refinancement auprès de la Banque Centrale

La Banque Centrale peut refinancer les banques, mais tous les effets ne sont pas admis sur un pied d'égalité pour ce refinancement dont les techniques ont largement varié depuis trente ans.

### 2.1.4 Effets admis au refinancement de la Banque Centrale

A l'heure actuelle, le refinancement des banques de second rang s'effectue essentiellement par l'intermédiaire du Marché Monétaire que la Banque Centrale alimente en monnaie centrale par la technique de l'Open Market, à taux variables.

La procédure du réescompte direct à taux fixe, ne représente plus qu'un pourcentage réduit du refinancement Banque Centrale, sauf sur effets préférentiels.

a) Refinancement à taux variables sur initiative de la Banque Centrale:

L'Open Market consiste aux achats ou ventes d'effets par la Banque Centrale sur le marché monétaire par l'intermédiaire des maisons de réescompte. Ces achats ou ventes peuvent être définitifs (opérations fermes) ou temporaires (pensions). Les opérations d'Open Market de la Banque d'Algérie se réalisent selon deux modalités :

- Sur « *appels d'offres* » la Banque d'Algérie annonce son intention d'acheter ferme certaines catégories d'effets privés ou de prendre en pension des effets représentatifs de crédits à moyen terme. Le prix et la quantité de ces opérations seront fixés par la suite selon la réponse des banques à ces offres. Ces « appels d'offres », notamment «

d'achats fermes », représentent la majorité des opérations et ont lieu de une à trois fois par mois selon les besoins du marché.

- La Banque d'Algérie procède aussi à des interventions sans appels d'offres par « prises en pension ». Certaines sont consenties quotidiennement sur effets publics ou parapublics (Bons du Trésor ou des organismes rattachés), d'autres de façon épisodique sur effets privés pour régler la liquidité du marché. Dans ce dernier cas, la Banque peut aussi bien retirer de la liquidité du marché en plaçant des effets sur celui-ci que lui en fournir en prenant des effets en pension.

b) Refinancement à taux fixes sur initiative des banques de second rang:

L'escompte, ou plus exactement *le réescompte* consiste en la vente directe au comptant par une banque commerciale à la Banque Centrale d'une créance à terme.

Cette vente peut être définitive (réescompte au sens strict) ou temporaire (pensions). Depuis 1972, la procédure du réescompte se limite à deux cas extrêmes :

- La mobilisation *d'effets préférentiels*, en fait presque exclusivement les créances nées à moyen terme sur l'étranger, mobilisées au taux fixe de 4,5 %, et les Bons du Trésor sur formule à moins de 3 mois d'échéance au taux de 4 %.
- L'obtention de monnaie centrale à un taux de *pénalisation* lorsque les besoins des banques dépassent les possibilités du marché monétaire. Dans ce cas, le taux du réescompte « officiel » dépasse nettement celui des interventions de la Banque Centrale à l'Open Market afin de présenter un caractère dissuasif. En outre, la Banque Centrale peut refuser purement et simplement ce réescompte.

### **2.1.5 Les coûts de refinancement des banques commerciales**

Les coûts de refinancement pour les banques commerciales dépendent de la situation du marché monétaire, situation largement influencée par la politique mise en œuvre par la Banque Centrale. Ces coûts présentent une importance considérable à la fois pour les banques et pour les utilisateurs de crédits puisque les coûts de mobilisation se répercutent sur les conditions bancaires.

#### **2.2.5.1 Les facteurs influençant le niveau des coûts de refinancement des banques**

a) Les banques se refinançant depuis 1980 essentiellement sur le *marché monétaire*, la situation de ce marché national est bien sûr déterminante, mais le marché intérieur subit largement l'influence des marchés étrangers et internationaux.

- La situation de liquidité de l'ensemble des banques dépend tout d'abord, des *facteurs* dits *autonomes de la liquidité bancaire* : rentrées de devises liées aux excédents de la Balance de Base qui permettent d'obtenir de la monnaie centrale par l'intermédiaire du Fonds de Stabilisation des Changes, déficits du Trésor qui alimentent également le circuit des banques commerciales, conversions de monnaie fiduciaire en monnaie scripturale, enfin, qui ont la même conséquence de fournir aux banques de la monnaie centrale « gratuite ». Dans le cas où la liquidité de l'ensemble des banques est abondante, les coûts de refinancement ont tendance à être bas.
- Cependant, avec l'extension de la liberté des changes se fait sentir de plus en plus fortement *l'influence des marchés monétaires extérieurs*. L'activité internationale des banques algériennes leur permettant de procéder à des opérations de trésorerie sous forme d'emprunts et de prêts à l'étranger via le marché des changes, les taux du marché monétaire algériens sont influencés à la fois par les taux des marchés monétaires étrangers.

Pour la même raison, les cours du change au comptant et à terme exercent également une influence puisque l'alimentation (ou le placement) en monnaie centrale passe forcément par ce marché.

- b) La *Banque Centrale* intervient activement sur le marché monétaire, notamment depuis une dizaine d'années. Le volume de ses interventions combiné avec l'action sur le besoin de monnaie centrale des banques lui donne la possibilité d'exercer une influence décisive sur les taux du marché, en agissant à la fois sur la demande et sur l'offre.
- L'action de la Banque Centrale tend d'abord à augmenter la *demande de monnaie centrale* des banques en les obligeant à constituer des réserves bloquées dans des comptes non rémunérés en proportion de leurs dépôts ou de leurs crédits, ce sont les Réserves Obligatoires.
  - L'action de la Banque Centrale s'exerce ensuite sur *l'Offre de monnaie centrale*, c'est-à-dire par les concours qu'elle apporte aux banques. Elle agit à la fois par la modulation des quantités offertes et par les taux proposés pour les opérations réalisées notamment à l'Open Market.

#### **2.1.5.2 La notion de coût moyen de refinancement**

Si pour une même catégorie d'opérations les taux de mobilisation sont identiques sur l'ensemble du marché monétaire grâce à l'intervention des maisons de réescompte qui

centralisent et confrontent offres et demandes, ces taux diffèrent d'un type d'opérations à l'autre et selon les catégories d'effets refinancés. Il en résulte la nécessité de calculer un taux moyen de refinancement.

**a) L'hétérogénéité des taux de refinancement**

- Les taux des *opérations entre intermédiaires financiers de second rang* peuvent être classés en 4 grandes catégories :
  - le taux de *Y argent au jour le jour* contre effets privés sous dossier qui est, en fait, le taux directeur du marché;
  - le taux des *effets représentatifs de crédits à moyen terme* très fluctuant selon la demande des banques ne traitant pas ces crédits, mais qui sont cependant astreintes à se constituer un portefeuille minimum de ce type d'effets;
  - les taux des *opérations à terme* à un mois, trois mois, six mois et un an;
  - les taux des *opérations à préavis* pour les mêmes échéances.
- Les taux des opérations entre la Banque Centrale et les banques de second rang sont également hétérogènes. On peut essayer de les regrouper en trois grandes catégories:
  - les *taux préférentiels* notamment ceux des créances à moyen terme à l'exportation sur l'étranger admis à l'escompte à taux fixe;
  - les *taux dits normaux*, c'est-à-dire ceux concernant les opérations d'Open Market, qu'il s'agisse d'opérations réalisées sur « Appels d'Offres » (achats fermes d'effets privés de première catégorie et pensions concernant les effets représentatifs de crédits à moyen terme) ou qu'il s'agisse d'opérations « sans appels d'offres » concernant des pensions sur Bons du Trésor (à un mois, trois mois ou six mois) ou sur bons des organismes rattachés (un mois et trois mois);
  - enfin les *taux de pénalisation* à l'escompte ordinaire ou concernant les avances sur titres.

**b) Coût croissant du refinancement et calcul d'un *taux moyen de refinancement des banques***

- Du fait de l'hétérogénéité des taux de mobilisation, *le refinancement s'effectue à taux croissants*. Les banques mobilisent, en premier lieu, les effets dont les taux sont les plus bas, soit des *effets préférentiels* admis au réescompte à taux fixe de la Banque Centrale.

Les banques recourent ensuite aux *opérations* de la Banque Centrale à l'*Open Market*, appels d'offres périodiques et pensions quotidiennes sur effets publics et assimilés dont l'éventail n'est guère plus ouvert que d'un demi-point.

- En troisième ligne arrive le *refinancement quotidien auprès d'autres banques* pour des taux extrêmement proches des précédents parce qu'ils en subissent l'influence.
- Enfin, dans le cas où les banques n'ont pas pu se refinancer normalement sur le marché monétaire, elles vont au *refinancement pénalisateur de la Banque Centrale*.
  - On peut calculer un *coût moyen* de refinancement des banques prenant en compte l'ensemble des opérations de mobilisation pondérées selon leur montant et leur durée.

### 2.1.5.3 Le rôle du coût moyen de refinancement

Le coût moyen de refinancement détermine en partie les charges financières des banques réagissant sur leur profit et se répercute sur les conditions bancaires faites aux clients.

Comme nous l'étudierons ultérieurement la variation des charges de refinancement exerce une action sur *le profit des banques*, notamment si elles ne peuvent pas répercuter la totalité de ces charges sur les clients par les taux débiteurs, ce qui est le cas pour les crédits déjà accordés. Cependant le poids de cette charge varie avec le pourcentage de crédits refinancés et la durée des besoins de liquidité.

En général, en effet, une banque ne finance qu'une quantité limitée de ses propres crédits. Dès lors, la charge financière moyenne calculée sur la masse totale des opérations réalisées par les banques peut devenir relativement faible.

**a)** C'est ensuite, à partir du coût moyen de refinancement et notamment de celui concernant les opérations avec la Banque de France que les banques fixent leur *taux de base*. Il s'agit du taux minimum appliqué aux entreprises jouissant d'une réputation de premier plan et qui est le taux directeur des conditions applicables à la clientèle.

## 2.2 Gurley et Shaw: La demande de monnaie liée au financement de l'économie

Les travaux de **Gurley et Shaw**<sup>133</sup> réalisés entre 1955 et 1960 dans plusieurs articles puis complétée et synthétisée dans un livre *Money in a Theory of Finance*. Ils cherchent à déterminer l'évolution de la demande de monnaie dans une économie développée en situation de croissance.

---

<sup>133</sup> Gurley, J. G, et Shaw, E. S, Financial aspects of economic development, American Economic Review, 1955.

Comme **Keynes**<sup>134</sup>, ils donnent une explication dualiste de la demande de monnaie, une partie est transactionnelle, fonction stable de la croissance du Revenu National, un autre est patrimonial en ce sens que les actifs liquides sont une forme de détention de richesse entrant en compétition avec les actifs financiers.

L'aspect le plus intéressant de cette étude concerne *la liaison établie entre demande de monnaie et financement de l'Économie*. L'idée directrice est la suivante: **la création de monnaie se fait à l'heure actuelle essentiellement en contrepartie de créances sur l'Économie**. Lorsque les banques répondent à la demande de monnaie des agents, elles acquièrent des actifs financiers dont l'émission sert à financer la croissance. L'offre d'actifs financiers est un des aspects de la demande de monnaie. *La demande de monnaie va donc dépendre* des besoins financiers non couverts par l'autofinancement, c'est-à-dire *de l'endettement*, notamment *des entreprises* et celui-ci suivra le rythme des Investissements, lui-même lié au rythme de la croissance économique.

Pour comprendre cet apport essentiel de **Gurley** et **Shaw**, il faut donc, d'abord, insister sur certaines caractéristiques du financement des économies développées. Ensuite, il est plus aisé de présenter les composantes et les facteurs de la Demande de Monnaie.

### 2.2.1 Le financement de l'Économie et les notions de base de l'analyse

La croissance économique exige une formation continue de capital dont le financement peut se faire, soit sur ressources d'épargne soit sur ressources monétaires, c'est à dire par création de monnaie.

Le financement sur *ressources d'épargne* peut donner lieu soit à *autofinancement* (l'agent finance son investissement avec sa propre épargne), soit à *endettement* (l'agent investisseur emprunte les capitaux nécessaires à un épargnant).

Dans ce dernier cas, le *financement* peut être *direct* passant généralement par le marché financier (émission d'actions ou d'obligations) ou *indirect mettant en cause des Intermédiaires Financiers empruntant pour prêter*, permettant une centralisation de l'épargne formée et transformant en outre, assez souvent, des fonds confiés à court terme en fonds prêtés à long terme.

Dans le cas où le financement direct ou indirect sur ressources d'épargne ne suffit pas, les Intermédiaires Financiers *bancaires* créent des *ressources monétaires* supplémentaires

---

<sup>134</sup> Keynes, J. M, The General Theory of Employment, Interest and Money, London: Macmillan, 1936.

pour financer les investissements désirés, qu'il s'agisse de capital fixe ou de stocks. La compréhension de l'étude de **Gurley et Shaw** suppose que soient définies les notions utilisées par ces auteurs pour décrire les mécanismes de financement d'une économie développée caractérisée par un réseau diversifié d'opérations et d'intermédiaires Financiers.

### **A. Les comportements financiers des agents non financiers<sup>135</sup>**

L'activité principale de certains agents économiques est d'ordre non monétaire et non financier, ils *consomment, produisent, investissent* en fonction de leur budget. Il s'agit des Ménages, des Entreprises Non Financières, des Administrations et, le cas échéant, de l'Extérieur, ces catégories étant celles de la Comptabilité nationale. **Gurley et Shaw** les désignent sous le terme d'agents ultimes *ou* unités de dépenses.

#### **1. Classification de ces agents selon l'état de leur budget**

**a)** Certaines de ces unités de dépense ont généralement un *budget en déficit*, car ils investissent au-delà de leur épargne et donc s'endettent d'autant plus que le taux de croissance de l'Économie est élevé et exige une masse d'investissements importante. C'est globalement le cas des *Entreprises Non Financières*.

**b)** Une seconde catégorie a généralement un *budget en excédent*, ses investissements restant inférieurs à son épargne. Elle sera d'autant plus apte à financer le déficit des Entreprises Non Financières, en souscrivant les titres d'emprunt émis par ces dernières, que sa propension à épargner sera élevée et surtout sa préférence pour la liquidité faible grâce à une offre de titres diversifiés à rendements élevés. C'est le cas des *Ménages* pris dans leur ensemble.

Administrations et Extérieur peuvent être, selon les périodes, soit emprunteurs, soit prêteurs ultimes. On peut, dans un premier temps, en faire abstraction, étant entendu que le *Trésor Public* qui, peut jouer un rôle important dans le financement de l'Économie, *est rattaché* non aux Administrations, mais *aux Intermédiaires Financiers*. Ajoutons que l'exclusion de l'Extérieur est assez discutable, compte tenu de l'importance prise à l'heure actuelle par les investissements étrangers, mais tout schéma doit être, dans un premier temps, simplifié.

#### **2. Dette primaire et finance directe**

Le comportement financier des unités de dépense va évidemment décemment de pendre de leur situation budgétaire.

---

<sup>135</sup> Monique Béziade, Op-Cit, PP 227-228.

**a)** Ceux qui n'ont pas un revenu suffisant pour financer leurs investissements c'est à dire les *Entreprises Non Financières* dont l'autofinancement ne couvre pas l'intégralité des besoins, vont émettre des titres tels que les actions, obligations, ou effectuer des emprunts auprès des banques (crédit à court terme ou à moyen terme) qui seront également représentés par des titres de créances tels que les effets commerciaux ou des effets financiers. *L'ensemble de ces emprunts des E.N.F. auprès du Public ou des Institutions Financières est désigné sous le terme de Dette Primaire.* Cet endettement est cumulatif et augmente avec la croissance réelle de l'Économie.

**b)** Les unités de dépenses excédentaires, c'est-à-dire essentiellement *les Ménages*, vont transférer leur épargne disponible aux E.N.F. en leur achetant une partie des titres de la Dette Primaire émis. Il s'agira dans ce cas d'actifs financiers, ce qui suppose que ces types d'actifs destinés aux Ménages (actions et obligations) les satisfont et qu'en conséquence ils acceptent de les souscrire et de les conserver.

**c)** Le circuit court de financement *des E.N.F.* (emprunteurs ultimes) *aux Ménages* (prêteurs ultimes) ne mettant pas en cause les Intermédiaires Financiers, constitue ce que les auteurs ont appelé *la Finance Directe* (prêtage de capitaux mettant uniquement en cause des « unités de dépense »).

C'est la *Finance Directe* que retiennent dans leurs analyses aussi bien Keynes que les classiques. *Dans la réalité* cependant *les Ménages* ne satisfont pas intégralement les besoins d'emprunt des E.N.F; *ils ne souscrivent pas la totalité de la Dette primaire* qui s'offre à eux sous forme d'actifs financiers, parce qu'ils ne veulent pas immobiliser la totalité de leur épargne. Leur préférence pour la liquidité les incite à conserver une partie de cette épargne sous forme d'actifs sans risque et liquides, monnaie ou quasi-monnaie. Les Intermédiaires Financiers ont alors un rôle à jouer.

## **B. Le rôle essentiel des Intermédiaires Financiers<sup>136</sup>**

Les agents groupés dans la catégorie Intermédiaires Financiers font des opérations financières l'objet même de leur activité. Ils ont pour fonction de *centraliser les capitaux disponibles, de les redistribuer et de les compléter par une création de monnaie nouvelle.*

Ils jouent un rôle essentiel dans le financement des E.N.F. qui est *d'acheter la partie de la Dette Primaire qui n'aurait pas été souscrite par les Ménages* ou que ceux-ci ne voudraient pas conserver.

---

<sup>136</sup> Monique Béziade, Op-Cit, PP 228-229.

Les Intermédiaires Financiers détiennent un pourcentage croissant de la Dette Primaire depuis la seconde moitié du xx<sup>e</sup> siècle, assurant ainsi un niveau de financement des investissements qui ne pourrait pas être réalisé sans leur intervention.

Ces achats de titres primaires sont effectués grâce à la collecte de l'épargne des Ménages non utilisée à l'achat d'actifs financiers ou bien grâce à une création de monnaie. Les I.F doivent donc être subdivisés en deux groupes selon l'origine de leurs ressources.

## **1. Classification des Intermédiaires Financiers et composition de la Dette Secondaire**

Selon la terminologie de **Gurley et Shaw**, la *Dette Secondaire* est composée de l'ensemble des titres de créance à court, moyen ou long terme, émis par les *Intermédiaires Financiers* en contrepartie des titres de la Dette Primaire qu'ils achètent.

**a)** Les Intermédiaires Financiers *monétaires ou bancaires* émettent des actifs secondaires dits aussi indirects essentiellement constitués par les différentes formes de *monnaie* en circulation, mais ils émettent également une quantité non négligeable de Quasi-Monnaie et un pourcentage minime d'actifs financiers.

Ces I.F monétaires comprennent l'ensemble des banques (Banque Centrale et banques de second rang) et, en outre, le Trésor Public.

L'émission de monnaie contre actifs primaires constitue ce que Gurley et Shaw appellent la monnaie interne, la monnaie externe étant la monnaie créée au cours d'opérations avec l'Extérieur ou les Administrations.

**b)** Les Intermédiaires Financiers *non monétaires ou non bancaires* n'ont pas le pouvoir de créer de la monnaie. Ils *émettent* à titre principal de la *Quasi-Monnaie* et à titre accessoire également des actifs financiers, notamment des Valeurs Mobilières. Ce sont des organismes collecteurs d'épargne liquide du type Caisse d'Épargne et les Compagnie d'Assurances.

## **2. L'importance de la Dette Secondaire et le rôle de la Finance Indirecte**

**a)** L'existence des Intermédiaires Financiers est justifiée par le fait que la nature des titres qu'ils offrent aux prêteurs est différente de celle des titres qu'ils achètent aux emprunteurs.

Ils *échanget* de la dette primaire composée d'*actifs financiers risqués* contre de la dette secondaire composée essentiellement d'*actifs liquides*, titres dont les modalités répondent mieux à la préférence pour la liquidité des ménages et qui permettent à ceux-ci de diversifier leur portefeuille.

**b)** Les I.F adaptent donc des désirs de prêts et d'emprunts contradictoires dans leur forme, les

ménages offrent du court terme, les E.N.F désirent du moyen ou du long terme; *les I.F recueillent des fonds à vue ou à court terme qu'ils transforment en prêts à moyen et long terme.*

Sans eux, le transfert total d'épargne serait impossible; ils évitent ainsi l'apparition d'une thésaurisation importante et permettent donc un plus haut niveau de financement et donc d'investissement. Cette *transformation des formes d'épargne* entre la « capacité de financement » des Ménages et le « besoin de financement » des E.N.F. constitue la *Finance Indirecte*.

La masse des actifs indirects ou secondaires émis par les I.F et détenus par les unités de dépense correspond exactement à la partie de la dette primaire non souscrite par les ménages.

En conséquence, le portefeuille ou patrimoine financier des unités de dépense comprendra deux types d'actifs:

- d'une part, les titres de la dette primaire qui ont fait l'objet d'un financement direct.
- d'autre part, les titres de la dette secondaire dont le total correspond au montant des titres de la dette primaire figurant au bilan des I.F.

### **2.2.2 Les facteurs de la Demande de Monnaie:**

Dans leur étude, **Gurley et Shaw** s'intéressent à la liquidité de l'économie, parce que l'équilibre économique, niveau des prix et de l'activité économique, n'est pas seulement influencé par la quantité de monnaie au sens étroit, mais également par l'ensemble des actifs liquides.

Une décision d'achat, par exemple, ne dépend pas seulement des disponibilités monétaires détenues, mais de la possibilité de se procurer facilement des moyens de paiement, soit en mobilisant des actifs quasi-monétaires sans subir de pertes en capital et avec des coûts faibles, soit en empruntant.

Ceci dit, **Gurley et Shaw** ne confondent pas monnaie et quasi-monnaie<sup>137</sup>, mais, au contraire, insistent sur leur substituabilité dans le portefeuille des agents.

La demande de monnaie chez Gurley et Shaw comprend une partie transactionnelle et une partie dite de diversification du Patrimoine, chacune d'elle dépendant de facteurs différents.

---

<sup>137</sup> La monnaie inclut, comme dans la théorie keynésienne, la monnaie manuelle (currency), les dépôts à vue et les dépôts à terme.

## A. La demande transactionnelle de monnaie<sup>138</sup>

### 1. L'encaisse transactionnelle est une fonction stable du Revenu:

Au cadre global, les facteurs déterminant la monnaie active sont, d'une part (Y), d'autre part, les techniques de paiement.

**a)** Les techniques de paiement déterminent la valeur du ratio (t) *rapport entre les encaisses actives et le Revenu National*. Ce rapport est considéré comme un coefficient structurel stable en courte période et même en longue période pour des économies développées dont l'évolution, en matière de techniques financières et monétaires, peut être considérée comme terminée.

La constance du ratio (t) fait qu'il est identique calculé en moyenne ou en valeur marginale. Les facteurs qui déterminent la valeur de (t) sont les mêmes que dans les études précédentes à savoir, le rythme des paiements et des recettes, les habitudes de règlement et de crédit sur lesquelles peuvent se faire sentir l'influence des Institutions Financières.

**b)** L'encaisse transactionnelle est donc liée au Revenu National par un rapport stable, comme dans la théorie keynésienne. Elle peut être calculée :

- soit en valeur moyenne :  $Mt = tY$
- soit en valeur marginale :  $dMt = dtY$

### 2. *Encaisse transactionnelle et Dette Primaire détenue par les Intermédiaires Financiers*

La contrepartie de la monnaie émise pour répondre à la demande d'encaisses transactionnelles est l'achat par les Intermédiaires Financiers Monétaires dit aussi bancaires de titres de la dette primaire.

**a)** C'est essentiellement dans les opérations avec les entreprises non financières et accessoirement dans les opérations de crédit à la consommation des ménages que s'effectue la création de la dette secondaire monétaire.

Les entreprises agricoles, industrielles, commerciales et de services demandent des crédits aux banques pour financer la croissance de la production nationale. Elles offrent, en contrepartie, des titres de la dette primaire à long ou à court terme, c'est-à-dire soit des valeurs mobilières, soit des effets de commerce, soit des crédits à court, moyen ou long terme.

La croissance de la masse monétaire suit donc fidèlement la croissance de la masse des titres primaires détenus par les banques, il y a correspondance étroite entre les deux

---

<sup>138</sup> Monique Béziade, Op-Cit, P 230.

grandeurs.

**b)** La monnaie mise en circulation contre endettement des agents financiers constitue la monnaie interne. Cette partie de la masse monétaire est parfaitement endogène, c'est à dire qu'elle n'est pas déterminée de façon autonome par les autorités monétaires, mais ne fait que répondre à la demande des agents non financiers.

**c)** Les liens ainsi précisés entre encaisses ou émission de dette secondaire et quantité de dette primaire détenue par les Intermédiaires Financiers sont valables non seulement en ce qui concerne la monnaie transactionnelle, mais également pour l'encaisse de diversification de portefeuille.

## **B. La demande de monnaie en vue de diversifier le Patrimoine Financier ou Portefeuille<sup>139</sup>**

La demande d'actifs liquides et parmi ceux-ci la demande de monnaie proprement dite est analysée par Gurley et Shaw dans le cadre d'une théorie de gestion de patrimoine, comme le font tous les auteurs contemporains.

Dans cette optique, deux facteurs sont pris en compte, le patrimoine et les rendements comparés des actifs primaires et des actifs secondaires.

### **I. Patrimoine Financier et effet de diversification**

L'idée générale est que la demande d'actifs liquides, notamment de monnaie oisive, suit l'accroissement de la richesse mobilière des agents, c'est à dire de leur portefeuille dans le but de diversifier ce dernier.

**a)** La variable d'échelle est le portefeuille. La variable de dimension prise en compte n'est donc pas le patrimoine total mais le seul Patrimoine Financier Net comprenant les actifs primaires et les actifs secondaires ou indirects selon la terminologie de **Gurley et Shaw**. Il s'agit donc d'une gestion de portefeuille au sens strict.

**b)** Il faut rappeler ici que la valeur du patrimoine financier pris en compte est égale à la valeur de la dette primaire en circulation, que les titres soient détenus par les ménages, les Entreprises Non Financières et les Administrations ou qu'ils soient détenus par les Intermédiaires Financiers ayant émis en contrepartie des actifs secondaires notamment liquides.

La liaison entre monnaie et patrimoine financier pourra donc apparaître sous la forme d'une liaison entre dette primaire ou endettement cumulé des agents non financiers.

---

<sup>139</sup> Monique Béziade, *Op-Cit*, PP 231-237.

L'évaluation du patrimoine financier peut donc être faite grâce à l'utilisation d'un coefficient d'endettement dont la valeur dépendra du comportement financier des unités de dépense et notamment de l'importance de l'autofinancement par rapport à la masse des investissements projetés.

L'endettement des agents non financiers, notamment des E.N.F, pourra donc être utilisé comme un indice à la fois de l'offre de titres primaires et du patrimoine financier des agents non financiers.

Quant à la demande de titres primaires par les agents non financiers ou si l'on préfère le pourcentage du total de la dette primaire qu'ils désireront conserver, il dépendra du rendement total de ce type d'actifs par rapport au rendement des actifs secondaires, y compris les rendements d'usage.

**c)** Dans ce cadre, l'accroissement de la demande de monnaie et de quasi-monnaie avec la croissance du patrimoine financier répond au souci des agents de diversifier leurs actifs en portefeuille afin d'atténuer les risques d'une détention exclusive d'actifs financiers tels que les valeurs mobilières.

De ce point de vue la monnaie et les autres actifs liquides présentent des avantages qui peuvent se mesurer en termes de rendements d'usages liés notamment à la sécurité qu'ils procurent.

Cet effet de diversification se traduisant par une demande accrue d'actifs liquides sans risque en valeur nominale est cependant contrebalancé par un effet de substitution qui traduit la recherche du rendement financier ou monétaire, ce dernier étant largement dépendant du niveau et de la structure des taux d'intérêt. Ainsi l'agent diversifie son portefeuille pour tenter de concilier le plus haut rendement et le moindre risque.

### **1. Niveau et structure du taux d'intérêt et maximisation du rendement net**

Les rendements comparés des différents actifs (rendements *d'usage* + rendements *monétaires*) déterminent la Demande de titres primaires des agents non financiers ou, si l'on préfère, le partage du patrimoine financier entre dette primaire et secondaire.

On suppose, tout d'abord, que le choix des agents s'effectue seulement entre actifs financiers, d'une part, monnaie au sens étroit de l'autre. Dans cette hypothèse, c'est le niveau du taux d'intérêt qui est essentiel pour la comparaison de rendements qui est effectuée.

Ensuite, on introduit la quasi-monnaie dont l'existence oblige à tenir compte, pour effectuer la comparaison de rendements, non seulement du niveau, mais encore de la structure

des taux d'intérêt.

**a)** En l'absence d'actifs indirects non monétaires, soit à titre essentiel de Quasi Monnaie, l'agent compare le rendement d'usage<sup>140</sup> de la monnaie et le rendement monétaire (ou financier) des actifs primaires. Le niveau du taux d'intérêt joue un rôle primordial dans la détermination des deux composantes du rendement monétaire, revenu et gain ou perte en capital - et, en conséquence, influence la proportion dans laquelle la monnaie est préférée aux actifs primaires. En cela **Gurley et Shaw** sont proches de **Keynes** et des théories de gestion de portefeuille en termes de rendements nets comparés.

A des prix d'émission en hausse, correspondant à des taux d'intérêt en baisse, les agents diminuent leur pourcentage de titres primaires en portefeuille ( $e$ ) et accroissent donc leur pourcentage d'encaisse ( $1-e$ ). La demande de monnaie est décroissante avec la hausse du taux d'intérêt comme dans la courbe de liquidité keynésienne.

Le paramètre ( $e$ ) subit également l'influence des facteurs structurels qui modifient la sécurité et les possibilités de mobilisation des actifs primaires.

**b)** L'existence d'actifs secondaires non monétaires oblige à prendre en considération, outre le niveau des taux d'intérêt, la structure des taux ainsi que les rendements d'usage propres aux actifs indirects non monétaires. Si l'écart entre taux d'intérêt à court terme rémunérant la Quasi Monnaie et taux d'intérêt à long terme rémunérant les actifs financiers du type obligations n'est pas suffisant, la Quasi-monnaie se substituera aux actifs risqués dont le rendement monétaire ne compense qu'insuffisamment les risques. Le paramètre ( $b$ ) qui mesure le pourcentage de revenu détenu sous forme d'actifs indirects non monétaires tendra à augmenter.

D'autre part, l'existence d'actifs secondaires non monétaires accroît l'élasticité-intérêt de la demande de monnaie. En effet, s'il existe des substituts proches de la monnaie aussi bien en tant que moyens de paiement mobilisables à bref délai et sans coût qu'en tant que réserve de valeur, ils seront préférés à la monnaie qui n'a pas de rendements monétaires.

Les encaisses-oisives diminueront donc fortement avec l'élévation des taux d'intérêt notamment à court terme, la substitution jouant non seulement entre actifs financiers et actifs liquides, mais à l'intérieur des actifs liquides eux-mêmes.

La substitution entre quasi-monnaie et monnaie est mesurée par un paramètre ( $w$ ) sur la

---

140 Le rendement d'usage se mesurant par les coûts d'illiquidité évités par la détention d'une encaisse.

valeur duquel agissent donc à la fois la structure des taux d'intérêt et les rendements d'usage comparés des deux types d'actifs liquides.

La diversification des actifs de portefeuille favorisée par l'action des Intermédiaires Financiers entraîne donc un double effet sur le niveau désiré des encaisses en monnaie proprement dite:

- un effet de dimension, l'encaisse variant en fonction directe du patrimoine financier des agents non financiers dont la croissance suit celle de la dette primaire,
- un effet de substitution, l'encaisse variant en fonction inverse du rendement des autres types d'actifs, actifs primaires et actifs secondaires non monétaires.

Pour Gurley et Shaw, la demande de monnaie est liée de façon étroite à la croissance.

### **2.3 La monnaie, facteur actif de l'équilibre et de la croissance**

A l'heure actuelle, les modèles de fonctionnement de l'Économie accordent tous à la monnaie un rôle important dans la réalisation de l'équilibre et le rythme de la croissance. Ils mettent en relief les relations entre, d'une part, les phénomènes monétaires et financiers, d'autre part, les variables réelles, consommation, investissement, production et emploi.

Dans ces schémas, non seulement la politique monétaire, mais également la politique financière reprennent de l'importance. Elles sont étroitement liées, d'abord parce que, dans le cadre des théories de gestion de patrimoine, la demande de monnaie apparaît substituable à la fois aux actifs réels et aux actifs financiers, d'autre part, parce que l'offre de monnaie est considérée comme une variable déterminante en tant que moyen alternatif de financement permettant d'atteindre un niveau maximum d'investissement.

#### **2.3.1 Les monétaristes: Milton Friedman<sup>141</sup>**

A l'encontre des keynésiens, les monétaristes essaient de démontrer que la demande de monnaie étant stable, toute variation de l'offre de monnaie se répercute automatiquement sur la demande globale et, par son intermédiaire, sur le revenu national nominal.

Dans ce but ils utilisent les effets liquidité et d'encaisses réelles déjà définis par les quantitativistes, les agents, lorsqu'ils constatent une modification non désirée de la composition relative de leur patrimoine.

En conséquence, un mécanisme d'échange d'actifs se déclenche accroissant les transactions sur l'ensemble des marchés, monétaire, financier, des biens et services. C'est le

---

<sup>141</sup> Monique Béziade, Op-Cit, PP 331-338

mécanisme du **multiplicateur monétaire** qui mesure la relation entre une variation de la Masse Monétaire et la variation corrélative du Revenu National Nominal.

Dans cette pensée néo-quantitativiste, l'action de la monnaie sur la production est relativement importante, notamment à court terme, puisque l'accroissement de Mo ne se contente pas d'exercer ses effets sur le niveau des prix comme dans la théorie quantitative pure, mais peut également se faire sentir sur le volume de production si le Plein Emploi n'est pas atteint.

Bien que l'action par variation de la quantité de monnaie soit pour Friedman bien plus efficace que la politique budgétaire keynésienne, il n'envisage pas de l'utiliser de façon conjoncturelle et discrétionnaire parce que ses délais d'action sont trop longs. Pour lui, la seule politique acceptable est d'ajuster le taux d'émission de la Masse Monétaire au taux de croissance réelle de l'Économie.

Nous étudierons successivement les hypothèses de la théorie néo-quantitative, le mécanisme du multiplicateur monétaire, enfin le rôle et la mise en œuvre de la politique monétaire qui découle de ce schéma.

### **A. Les hypothèses de la théorie néo-quantitative**

#### **1. La croyance en l'existence de mécanismes régulateurs des variables réelles de l'économie:**

Dans leur ensemble, les monétaristes conservent la croyance fondamentale en l'existence de mécanismes régulateurs jouant à long terme, dont le principal reste le mécanisme des prix.

En conséquence, tout déséquilibre est considéré comme momentané à la condition que ces régulateurs puissent jouer librement sans faire l'objet de blocage de la part des groupes ou de l'État.

L'école néo-classique libérale considère donc la dynamique de longue période comme mue par les forces réelles de l'Économie et présente la monnaie comme un facteur perturbateur à court terme de l'équilibre qui se réalise à long terme. Ceci explique certaines contradictions quant aux rôles respectifs des facteurs réels et monétaires dans le fonctionnement de l'Économie à court et à long terme.

**a)** Le volume de production reste à long terme lié aux ressources disponibles et à l'état de la technique, mais à court terme, il peut rester inférieur au volume réalisant le Plein Emploi, parce qu'il dépend de la demande qui, elle-même, subit l'influence des comportements monétaires. La **loi des débouchés** de **Jean-Baptiste Say** est ainsi rejetée parce que l'on

reconnaît à la monnaie un rôle d'actif de patrimoine pouvant provoquer la formation d'encaisses oisives.

**b)** De même, la structure de la production et les prix relatifs sont, à long terme, commandés par l'état des préférences et la rareté relative des biens, alors qu'à court terme ils subissent l'influence des variations de la Masse Monétaire ( $M_0$ ) et du niveau général des prix ( $P$ ). Tous les marchés ne sont pas, en effet, affectés au même moment, ni au même degré, par les effets liquidités et d'encaisses réelles, ce qui aboutit à une modification temporaire de la structure de la production et des prix.

**c)** Il existe ainsi, dans le court terme, une relation de causalité entre monnaie et facteurs réels.

Les monétaristes, contrairement aux quantitativistes purs, admettent que la monnaie influence le volume et la structure de la production, modifie même les prix relatifs. Toute variation de l'équilibre sur le marché des encaisses se répercute sur le marché des titres ainsi que sur celui des biens et services et, par eux, sur le marché des facteurs, notamment du travail. Cette influence cependant s'exerce uniquement à court terme; à long terme, on en revient généralement à un simple effet sur le niveau général des prix.

Il faut ajouter que les marchés n'apparaissent pas véritablement interdépendants, même à court terme, parce que les effets de « feed back » des marchés réels vers les marchés monétaires sont limités par les hypothèses concernant la monnaie.

## **2. Les hypothèses monétaires:**

**a)** La *demande de monnaie* en valeur réelle  $M$  est une fonction *stable* du Patrimoine représenté par le Revenu Permanent en valeur réelle. Les facteurs déstabilisants tels que le taux d'intérêt ou le niveau des prix ne doivent donc jouer qu'un rôle marginal.

**Friedman** s'efforce donc de montrer, afin d'éliminer l'hypothèse de la trappe à monnaie keynésienne, que l'élasticité-intérêt de la demande de monnaie est faible. De même, il doit limiter l'influence des variations du niveau général des prix aux périodes, considérées comme exceptionnelles, d'inflation déclarée, afin d'éliminer la possibilité d'une préférence absolue pour les actifs réels et certaines conséquences découlant de l'hypothèse d'absence d'illusion monétaire.

**b)** Pour Friedman, les agents ne sont pas sujets à l'illusion monétaire, ils raisonnent en valeur réelle et non en valeur nominale. Cette hypothèse n'a cependant pas les mêmes conséquences pour les monétaristes que pour les quantitativistes purs, puisque la monnaie peut,

tout au moins à court terme, modifier les prix relatifs.

En conséquence, si la fonction de demande de monnaie par rapport aux prix absolus reste homogène de degré un, ce qui signifie que la Demande de Monnaie n'est stable qu'en valeur réelle, si les prix doublent, la demande de monnaie double, par contre, les offres et demandes de biens et d'actifs financiers ne sont plus homogènes de degré zéro par rapport au niveau des prix, lorsque les prix montent, il se produit une variation de la structure de la demande et du patrimoine qui accompagne la variation des prix relatifs, préférence envers les actifs réels et les titres dont la valeur réelle reste constante, défiance envers les actifs monétaires et les actifs financiers dont seule la valeur nominale reste constante.

Comme il existe une contradiction entre l'idée d'une fonction de demande de monnaie homogène de degré un et le comportement entraîné par la dépréciation de la monnaie, Friedman minimise au maximum ce dernier.

c) *L'Offre de Monnaie* est considérée comme une variable *exogène* comme dans les schémas néo-classiques et keynésiens. Elle est supposée déterminée de façon autonome par les Autorités Monétaires sans subir l'influence de la Demande de Monnaie, ce qui implique que soient réalisées deux conditions:

- d'une part, que la Banque Centrale soit parfaitement maîtresse du réglage de la liquidité bancaire grâce à des instruments de politique monétaire tels que les réserves obligatoires ou l'Open Market permettant de compenser l'effet des facteurs autonomes de la liquidité bancaire;
- d'autre part, que le multiplicateur de crédit soit stable et joue de façon automatique, établissant un lien rigide entre la monnaie centrale et la masse monétaire totale. **Friedman** ayant affirmé que les élasticités-intérêt des agents sont faibles, limite les effets de ces réactions et établit la quasi-automaticité du multiplicateur de crédit.

De ces hypothèses, Friedman va tirer deux idées directrices :

- Si l'on accepte que, malgré l'influence perturbatrice des variations de prix, la vitesse de circulation de la monnaie qui permet de déterminer un flux de dépenses à partir d'un stock monétaire donné, soit considérée comme stable, il existe une relation directe et elle-même stable entre les variations de la quantité de monnaie ( $M_0$ ) et les variations de la Demande Globale (effet liquidité).
- Puisque les Autorités Monétaires ont le pouvoir de déterminer la Masse Monétaire ( $M_0$ ) grâce à la base monétaire et à l'existence d'un multiplicateur de crédit stable, elles ont également le pouvoir d'agir sur la Demande Globale grâce à la politique monétaire afin de l'ajuster à

l'offre potentielle ou production de Plein Emploi.

## **B. Le mécanisme du multiplicateur monétaire**

Le mécanisme du multiplicateur monétaire est une généralisation des effets liquidité (variation de  $M_0$ ) et d'encaisses réelles (variation de  $P$ ).

Pour **Friedman**, chaque agent considère comme optimale une certaine répartition de son patrimoine entre actifs réels, financiers et monnaie, cette dernière étant un actif parmi d'autres.

En conséquence, toute variation des encaisses effectives réelles  $M_0/P$  due :

- soit à une variation de la quantité de monnaie en circulation ( $M_0$ ) modifiant la valeur des patrimoines en même temps que leur structure, puisque le pourcentage de monnaie dans le total s'accroît,
- soit à une variation du niveau des prix ( $P$ ) modifiant les prix relatifs des actifs et donc la structure en valeur du patrimoine puisqu'en cas de hausse de prix par exemple, la valeur des actifs financiers non indexés et celle de la monnaie diminuent par rapport à celle des actifs réels et des actifs financiers indexés, provoquera une réaction des agents en vue de rétablir la structure désirée de leur patrimoine. Cette réaction consistera en une réallocation, c'est-à-dire en des échanges d'actifs mettant en œuvre l'ensemble des marchés et provoquant, par là même, expansion de l'activité économique et mouvement des prix.

### ***1. Effets d'une modification du taux de croissance de la Masse Monétaire sur le Patrimoine des agents:***

*a)* Supposons une économie en évolution équilibrée dans laquelle le stock de monnaie croisse à un taux légèrement supérieur au taux de croissance du revenu permanent afin de tenir compte d'une élasticité-revenu de la demande de monnaie supérieure à l'unité. Le niveau général des prix est stable.

La Banque Centrale élève le taux de croissance de la Masse Monétaire en augmentant le taux de ses achats à l'Open Market.

Si l'on raisonne, comme Friedman, dans le cadre du système monétaire américain, ces achats s'effectuent sur un marché monétaire « ouvert » auquel ont donc accès non seulement les banques, mais également les agents non monétaires. Il s'ensuit que l'effet sur la Masse Monétaire de la politique d'Open Market est en partie directe (opérations avec le Public), en partie indirecte mais effective du fait de l'hypothèse d'un multiplicateur de crédit automatique (opérations avec les banques).

**b)** La politique de l'Open Market de la Banque Centrale modifie la valeur et la structure du patrimoine des agents.

- Le pourcentage des *actifs monétaires* s'est accru à la fois en valeur nominale et en valeur réelle si les prix sont restés stables. En conséquence, le rendement d'usage de la monnaie tend à baisser (application de la loi des utilités décroissantes).

Le pourcentage des *actifs financiers* a baissé en quantité de titres, mais tend à rester

- relativement constant en valeur nominale et réelle puisque les achats de la Banque Centrale exercent une pression à la hausse de leur cours. Cette hausse des cours tend à déprimer le rendement de ce type d'actifs, puisque cours et rendement des titres varient en sens inverse.

- Le pourcentage des *actifs réels* diminue puisqu'en quantité, en valeur nominale et réelle, ils n'ont pas bougé dans un patrimoine qui s'est gonflé des nouveaux actifs monétaires sans que la valeur du patrimoine sous forme d'actifs financiers diminue pour autant.

- 

## **2. La réaction des agents face à la modification de leur patrimoine:**

**a)** Les agents constatent un excédent de leurs actifs monétaires par rapport à leurs actifs financiers, mais surtout, compte tenu de ce qui a été expliqué précédemment, par rapport à leurs actifs réels. En conséquence :

- Les *ménages* vont échanger leurs liquidités excédentaires de préférence contre des actifs réels, biens de consommation durables et immobiliers. La décision de dépense est fonction des encaisses.

- Les *entreprises* face à l'accroissement de leur trésorerie procèdent à des investissements autofinancés. Ceux-ci pourront d'ailleurs les entraîner à des émissions ou à des emprunts bancaires pour complément de financement. Cet endettement est favorisé par la baisse des taux d'intérêt induit de l'Open Market sur le marché monétaire et de la baisse des rendements sur le marché financier.

- Les *banques* dont les emplois en actifs réels sont limités utiliseront leur monnaie centrale excédentaire en achats d'actifs financiers et en crédits supplémentaires aux entreprises, renforçant ainsi le mécanisme amorcé par la Banque Centrale.

**b)** L'ensemble de ces comportements exerce des effets sur le niveau de production et, par conséquent, sur l'emploi.

- Pour **Friedman**, l'expansion de la masse monétaire (Mo) se répercute sur l'ensemble des marchés. Il généralise l'effet liquidité aussi bien par rapport aux quantitativistes (monnaie-output) que par rapport aux keynésiens (monnaie-marché financier).

Dans l'expansion due à une politique d'Open Market, le marché de l'*output* est favorisé du fait de la réaction du cours des actifs financiers. Cependant si l'accroissement de Mo était dû à un déficit budgétaire ou à un excédent de la balance des transactions courantes, le résultat serait le même avec un cheminement différent, accroissement simultané de la demande d'actifs réels et financiers, puis baisse du rendement des titres favorisant la demande de biens et services.

- De toute façon, la Production de biens et services est encouragée par l'expansion de la demande et éventuellement par la hausse de prix qui l'accompagne et facilitée par les possibilités de financement offertes par les banques et par les ménages.

L'expansion de la Production entraîne un accroissement de la demande de facteurs de production, une hausse du niveau de l'emploi. La masse des revenus distribués se gonfle, le processus est cumulatif et entraîne un accroissement plus que proportionnel du Revenu National monétaire.

### 3. *Le multiplicateur monétaire, conséquence de la généralisation de l'effet liquidité:*

- Le multiplicateur monétaire exprime la relation stable entre les variations de la Masse Monétaire et la variation corrélative du Revenu National nominal.

- Cette relation est de la forme :  $dY_m = k \cdot n \cdot Mo$  dans laquelle la valeur du *multiplicateur monétaire*  $k$  est :

- une fonction directe : de la vitesse de circulation de la monnaie, de la sensibilité de la consommation à la variation des encaisses effectives, de la sensibilité de l'investissement à la fois aux encaisses réelles et au taux d'intérêt,

- une fonction inverse : de l'élasticité-intérêt de la demande de monnaie.

- Il faut remarquer que  $Y_m$  est le Revenu National Nominal. **Friedman** dit expressément que l'augmentation de la quantité de monnaie agit à la fois sur le volume de production et sur le niveau général des prix. En ceci, il diffère des quantitativistes pour lesquels l'effet liquidité ne s'exerce que sur le niveau des prix, et des keynésiens pour lesquels l'action indirecte de Mo par le taux d'intérêt s'exerce sur le seul Revenu Réel, les prix étant supposés constants.

a) Il reste cependant à préciser l'importance respective des variations en volume et des

variations nominales pures dans le mécanisme. De ce point de vue, les monétaristes opposent courte et longue périodes.

- Une étude statistique de **Philippe Cagan** portant sur la période 1875-1960 semble montrer qu'en longue période l'influence des facteurs monétaires se ferait essentiellement sentir sur les valeurs nominales, soit sur le niveau général des prix comme dans la relation quantitative classique. La croissance en volume du produit réel dépendrait des ressources disponibles et de la technique.

A court terme, par contre, une étude de **M. Friedman** et **Anna Schwartz** établit clairement l'influence des facteurs monétaires *sur le volume même de la production*, le niveau des prix dépendant du degré d'utilisation des capacités de production, du rapport entre évolution des salaires et de la productivité, des prix étrangers.

## 2.4 Le multiplicateur de crédit traditionnel

Le multiplicateur de crédit permet de mesurer les possibilités de création monétaire des banques commerciales à partir d'une liquidité bancaire effective donnée ou, à l'inverse, le besoin de liquidité effective provoqué par une création de monnaie scripturale ex nihilo.

L'idée directrice est donc qu'il existe un lien rigide entre la monnaie centrale mise en circulation par la Banque Centrale et la quantité de monnaie scripturale créée par l'ensemble des banques commerciales. Les autorités monétaires peuvent, en conséquence, contrôler la masse monétaire totale en réglant quantitativement la base monétaire. En théorie, la politique monétaire apparaît simple et efficace.

Le multiplicateur de crédit est un outil d'analyse qui a été forgé aux États-Unis, pays dans lequel l'organisation et le fonctionnement du système bancaire sont très différents des nôtres. La formule américaine devra donc être adaptée à d'autres structures. Enfin, le mécanisme du multiplicateur de crédit comporte certaines limites qu'il faudra préciser.<sup>142</sup>

### 2.4.1 Le multiplicateur de «cash» aux États-Unis

La théorie du multiplicateur de cash américaine, tel que nous allons le décrire, suppose un système monétaire spécifique dont il faut rappeler les traits principaux.

a) Le système monétaire américain présente trois caractéristiques :

- La première est que les processus de création et de destruction de monnaie y sont directs et rapides. En effet, une grande partie des opérations de monétisation d'actifs financiers porte

---

<sup>142</sup> Monique Béziade, Op-Cit, PP 283-288.

sur des titres: Valeurs Mobilières, Titres d'État détenus par le Public et que les banques achètent en Bourse. Le processus est beaucoup plus rapide que celui qui consiste à développer des crédits. Développer les crédits prend en effet du temps et il faut, en outre, trouver les demandeurs solvables, alors qu'acheter des titres en Bourse est à peu près toujours possible. Dans le système américain l'achat de titres par les banques correspond à une expansion immédiate de la monnaie scripturale et, surtout, la vente d'obligations, toujours par les banques, correspond à une contraction immédiate de la monnaie scripturale. Il y a là une différence fondamentale avec les autres systèmes dans lequel il faut attendre le remboursement des crédits accordés pour qu'il y ait démonétisation, c'est à dire destruction de monnaie. Cette différence est essentielle quant à la mise en œuvre d'une politique monétaire.

- La seconde caractéristique du système américain est que le besoin de monnaie centrale des banques, en dehors de celui créé par les Réserves Obligatoires, est faible, d'une part parce que la préférence du Public pour le billet est elle-même très basse.
- Dès deux premières caractéristiques en découle une troisième: les banques ne sont pas endettées auprès de la Banque Centrale, elles ne pratiquent pas ou très peu le refinancement. Elles comptent non sur leurs liquidités potentielles pour faire face à leurs besoins, mais sur leurs seules liquidités effectives. Ceci entraîne deux conséquences: la première est l'importance du cash ou liquidité effective pour le banquier américain et la répercussion immédiate sur la création de monnaie de tout accroissement de ce cash. La seconde est que pour employer un excédent de cash les banques américaines font forcément des opérations avec les agents non monétaires.

*b)* Le lien entre base monétaire et création de monnaie que décrit le multiplicateur de cash est donc rigide et mécanique. Compte tenu de ce que nous venons d'expliquer, lorsque le banquier américain voit s'accroître ses réserves libres, c'est-à-dire l'excédent de la monnaie centrale qu'il détient sur ses réserves obligatoires, il développe ses placements et ses avances. A l'inverse, s'il voit diminuer son cash, il liquide ses placements, soit sur le marché monétaire, soit sur le marché financier, il s'agit dans les deux cas d'opérations avec le Public, et détruit donc de la monnaie.

Le mécanisme du multiplicateur de cash peut être formalisé.

Désignons par :

Ms : la monnaie scripturale ou dépôts bancaires.

Ch : le cash ou réserves libres des banques une fois constituées les Réserves Obligatoires

$\hat{a}$  : le ratio moyen d'encaisse des banques tel que  $\hat{a} = \frac{Ch}{Ms}$

Ceci étant, le comportement du banquier est un ratio  $\hat{a}$  entre son cash Ch et ses dépôts Ms et l'on a :  $Ms = \hat{a} = \frac{1}{a} Ch$  <sup>143</sup>

Dès lors, tout accroissement autonome de Ch fera naître un mécanisme multiplicateur de Ms qui prendra fin lorsque Ms sera égal au cash multiplié par le terme  $\frac{1}{a}$ . Si  $\hat{a}$  est égal à 25 %, ou si l'on préfère 0,25, le multiplicateur est égal à 4 et toute augmentation autonome de cash donnera lieu à une création de monnaie scripturale quatre fois plus forte.

A l'inverse, toute diminution autonome de la base monétaire Ch donnera lieu à une destruction de monnaie bancaire quadruple.

c) La théorie du multiplicateur de cash a des conséquences quant à la mise en œuvre de la politique monétaire.

Si l'on croit à la relation mécanique entre base monétaire et création de monnaie bancaire, il est relativement simple de contrôler la masse monétaire totale, il suffit de régler la base monétaire.

La liquidité bancaire subit comme partout l'influence des facteurs autonomes de variation, notamment le change, mais il suffit à la Banque Centrale d'annuler, si elle l'estime nécessaire, ces mouvements de la liquidité pour tenir en main la masse monétaire. C'est ce qui est fait aux États-Unis où les deux principaux instruments de politique monétaire sont les Réserves Obligatoires et l'Open Market.

L'Open Market aux U.S.A a un caractère spécifique en ce sens que les opérations de la Banque Centrale se font aussi bien avec les agents non financiers qu'avec les banques, car elles portent essentiellement sur des obligations du Trésor. Dans le cas d'opérations avec le Public, la ponction ou l'accroissement de la masse monétaire sont immédiats et l'impact de l'Open Market.

Ces caractéristiques du système et de la politique monétaire américains expliquent que dans les modèles de comportement des banques, la Liquidité bancaire soit considérée comme totalement déterminée par la Banque Centrale (Fédéral Reserve System), car le maniement des Réserves Obligatoires et les opérations d'Open Market sont supposés pouvoir compenser tous les mouvements autonomes de la liquidité bancaire.

Une politique purement quantitative semble donc être possible et donner au F.R.S. une maîtrise totale de la masse monétaire américaine. Cependant toute une série de modèles

---

<sup>143</sup> - on peut comparer ce mécanisme à celui concernant le multiplicateur d'investissement.

construits à partir de 1964 montrent que la relation qui relie base monétaire et monnaie scripturale n'est pas aussi mécanique et inclut des comportements des banques et du Public dont il faut tenir compte dans le résultat final.

#### 2.4.2 Limites de la théorie du multiplicateur de crédit

Le modèle du multiplicateur permet bien de décrire et de quantifier une certaine liaison entre monnaie centrale et masse monétaire, mais le schéma proposé ne correspond pas, tout au moins d'autres pays, aux mécanismes réels de la création de monnaie scripturale; surtout, la relation entre monnaie centrale et masse monétaire totale n'est pas toujours automatiquement vérifiée.

**a)** Dans la description traditionnelle du multiplicateur de crédit on suppose que les crédits accordés par les banques se réalisent par vagues successives de prêtage en monnaie centrale donnant lieu à chaque vague à un accroissement des dépôts par rentrée d'une partie de cette monnaie centrale.

- En fait, les banques créditent les comptes contre remise par les clients d'actifs financiers, c'est à dire créent de la monnaie scripturale à la demande des clients pour un montant  $A Ms$  en s'assurant qu'elles ont ou qu'elles pourront obtenir, grâce à leur liquidité potentielle, la valeur  $A Mc$  nécessaire à leurs besoins de liquidité.

Les banques devront donc avoir ou pouvoir obtenir facilement de la monnaie centrale pour un montant:

$$\Delta Mc = b \Delta Ms + r (1 - b) \Delta Ms = (r + b - rb) \Delta Ms$$

**b)** Quelle est la signification exacte de la théorie du multiplicateur de crédit?

On veut prouver que la Banque Centrale dispose d'une maîtrise totale de la création de monnaie, en restreignant son offre de monnaie centrale, elle entraîne, pour un multiple, une diminution de l'émission de monnaie scripturale, en accroissant la liquidité des banques, elle provoque une expansion plus que proportionnelle de la masse monétaire totale.

Si un tel mécanisme peut être considéré comme valable, quoique dans certaines limites.

- Tout d'abord, un accroissement de la liquidité bancaire n'y entraînera pas automatiquement une expansion de l'offre de monnaie bancaire et ceci pour deux raisons:

La première est qu'en Algérie la création de monnaie s'effectue à titre essentiel par des crédits à court et moyen terme aux entreprises. Il faut donc qu'une demande de crédits existe et que les demandeurs offrent des garanties suffisantes. Un accroissement de liquidités bancaires ne suffit donc pas à provoquer une expansion de la masse monétaire. De plus celle-ci étant liée

aux mécanismes de crédit demande du temps.

Ensuite, les banques algériennes étant endettées en permanence auprès de la Banque d'Algérie, un accroissement de leurs liquidités peut les inciter à se désendetter vis à vis de celle-ci, plutôt que de répondre à la demande de crédits des entreprises.

Le multiplicateur de crédit permet donc de calculer des limites théoriques maximales à l'émission de monnaie des banques étant donné un certain niveau de la liquidité bancaire; il ne permet pas de prévoir exactement la création de monnaie qui sera effectivement réalisée, car celle-ci dépendra du comportement des demandeurs de crédit et des banques.

## **2.5 Autonomie de la base monétaire par rapport à la demande de monnaie**

Pour que l'offre de monnaie centrale puisse être considérée comme autonome par rapport à la demande de monnaie, il faut que son émission soit régie par des règles plus ou moins rigides ou qu'elle soit orientée activement par les autorités monétaires selon une tendance prédéterminée dans le cadre d'un plan.<sup>144</sup>

### **2.5.1 La base monétaire reliée à l'encaisse or**

L'étalon-or qui a régné sur la plus grande partie du monde au XIX<sup>e</sup> siècle et jusqu'au début du XX<sup>e</sup> siècle semble effectivement donner lieu à une création de monnaie centrale presque totalement indépendante de la demande, puisqu'elle dépend du stock d'or.

Dans les pays qui avaient adopté le Gold Standard l'unité monétaire était définie par un certain poids d'or et les particuliers pouvaient obtenir à la Banque Centrale, sans limitation, de l'or en échange des autres formes de monnaie billets ou monnaies scripturales. L'or pouvait être librement importé ou exporté et couvrait les besoins de paiement nationaux et internationaux.

a) Les principes des Gold Specie et Bullion Standard:

- Le premier principe de l'étalon-or implique que *l'unité monétaire nationale soit définie par un certain poids d'or.*

- Le second principe concerne la convertibilité des monnaies fiduciaires et scripturales en or. La masse monétaire comprend jusqu'en 1914 des pièces d'or qui circulent en même temps que les billets et les dépôts bancaires, c'est le système du *Gold Specie Standard* ou étalon-or pur.

---

<sup>144</sup> Monique Béziade, Op-Cit, PP 298-292.

Cette monnaie métallique est tout-à-fait différente de notre monnaie divisionnaire actuelle en ce sens que la valeur marchande ou valeur du métal inclus dans les pièces était égale à la valeur nominale portée sur celles-ci, ce qui n'est absolument pas le cas de nos pièces actuelles.

Après la guerre de 1914, la masse monétaire comprend uniquement des billets, de la monnaie scripturale et de la monnaie divisionnaire, toutes trois convertibles, non plus en pièces d'or, mais en lingots d'or.

- Le troisième principe, celui d'un lien plus ou moins rigide entre l'encaisse-or et les autres formes de monnaie en circulation découlait des deux précédents. La convertibilité, notamment la convertibilité totale du Gold Specie, aboutissait à imposer un rapport relativement fixe entre l'encaisse-or de la Banque Centrale, d'une part, les billets et monnaies scripturales en circulation, d'autre part.

L'application plus ou moins stricte de l'obligation de couverture-or selon les pays ou les époques a déterminé le degré d'autonomie de l'émission de la monnaie centrale par rapport à l'encaisse-or.

b) L'application du principe du Gold Standard a été différente d'un pays à l'autre. Nous prendrons deux exemples, celui de la Grande-Bretagne et celui de la France.

- En Grande-Bretagne les règles de l'Étalon-or ont été appliquées de façon rigide selon le « *Currency Principle* »<sup>145</sup>.

L'Act de Peel de 1844 stipulait que la Banque d'Angleterre ne pourrait émettre de billets que contre remise d'or à l'exception d'un certain montant fixé à l'origine à 14 millions de Livres-Sterling émis à découvert, c'est-à-dire sans contrepartie or. L'autonomie de l'émission par rapport à la demande de monnaie fiduciaire était donc totale.

On peut ajouter que cette rigidité, d'une part faisait, en quelque sorte, du billet de la Banque d'Angleterre un certificat d'or et a fondé la réputation internationale de la Livre entraînant le développement de la place financière de Londres, d'autre part a provoqué, face aux besoins des transactions dans un pays en forte expansion, le développement de la monnaie scripturale obéissant à des règles beaucoup plus souples.

- En France, au contraire, l'Institut d'Émission a toujours été libre de son émission de billets effectuée, soit contre remise d'or comme en Grande-Bretagne, soit au cours d'opérations de crédit, notamment d'escompte d'effets de commerce, c'est à dire par une émission à

---

145- L'émission de monnaie est une affaire d'État et non une activité privée; elle doit donner lieu à une réglementation rigide.

découvert sans contrepartie or.

C'est l'application du Banking Principle selon lequel l'émission doit rester libre, liée au degré d'activité économique. Il est bien évident que dans ce cadre rémission de monnaie centrale n'est plus autonome, mais *dépend en partie de la demande* de crédit, c'est à dire de la demande de monnaie.

Cependant la réponse de la Banque de France aux demandeurs de billets restait malgré tout limitée par l'obligation de convertibilité. La Banque devant, à tout moment, être en mesure de convertir, au gré des porteurs, les billets contre de l'or, elle devait obligatoirement observer un rapport entre la masse de billets qu'elle émettait et ses réserves d'or, rapport de « sécurité » qu'elle calculait elle-même librement.

Cette liberté n'était supprimée que lors des périodes où l'obligation de convertibilité se trouvait suspendue et pendant lesquelles il n'y avait donc plus aucune barrière à l'émission, ce qui fût le cas en 1848, 1870 et 1914.

L'ensemble du système du Gold Standard fonctionna fort bien jusqu'à la première moitié du xx<sup>e</sup> siècle et assura une remarquable stabilité monétaire au détriment malheureusement de la stabilité économique, l'expansion étant souvent sacrifiée à la valeur de la monnaie.

**c)** Sous le régime de l'Étalon-Or, l'Offre de Monnaie Centrale, et dans une certaine mesure la Masse Monétaire tout entière puisque les billets représentaient à l'époque plus de 60 % de celle-ci, sont reliées de façon plus ou moins rigide au stock d'or qui peut varier pour des considérations étrangères au fonctionnement interne de l'Économie.

En ce sens, on peut considérer l'Offre de Monnaie notamment centrale comme une variable exogène à laquelle devait s'adapter, à l'époque, tant bien que mal, les comportements économiques et financiers. Particulièrement, en période de restriction du stock d'or, la réduction de l'Offre de Monnaie exerçait une action déflationniste, soit une action de baisse des prix et de l'activité économique acceptée comme une purge nécessaire au bon fonctionnement du système.

### **2.5.2 La base monétaire déterminée indépendamment de la demande dans le cadre d'une politique générale**

En dehors de la contrainte de l'étalon-or à peu près totalement disparue au cadre interne depuis 1930, la Banque Centrale peut-elle déterminer de façon autonome la quantité de monnaie centrale émise?

Une réponse positive à cette question implique, d'une part, que la Banque Centrale

détermine la quantité théorique de monnaie centrale à mettre en circulation indépendamment de la pression de la demande, d'autre part qu'elle ait le contrôle technique parfait de son émission effective.

**a)** La création de monnaie par la Banque Centrale peut être orientée activement par les autorités monétaires pour modifier l'évolution conjoncturelle selon un modèle macroéconomique prédéterminé dans le cadre d'un plan visant à atteindre certains objectifs économiques et sociaux.

- Les objectifs les plus généralement retenus dans les économies développées contemporaines sont, d'une part, la stabilité relative des prix et l'équilibre de la Balance des Paiements, d'autre part le plein emploi de la main-d'œuvre et une croissance maximale de la production et des niveaux de vie.

Ces deux types d'objectifs sont souvent difficilement conciliables et on privilégie, volontairement ou involontairement, soit la stabilité et l'équilibre, soit le plein emploi et la croissance.

La maîtrise totale de la quantité de monnaie centrale à la disposition des banques est la seconde condition importante pour que l'on puisse considérer la base monétaire comme échappant à l'influence de la demande de monnaie.

**b)** Les banques peuvent être alimentées en monnaie centrale grâce aux mouvements de billets entre elle et le Public, aux opérations du Trésor Public et surtout par les opérations avec l'Extérieur qui leur permettent d'obtenir de la monnaie centrale à peu près sans coût, ni limitation de quantité.

La Banque Centrale a peu de pouvoirs directs sur ces mouvements autonomes de la liquidité bancaire. Le problème posé est dès lors de savoir si elle a la possibilité de les compenser afin de reprendre en main le contrôle du niveau des réserves libres des banques.

## **2.6 Endogénéité, l'offre de monnaie dépend du comportement des banques et du Public**

Dire que l'offre de monnaie est une variable endogène, c'est penser qu'elle échappe à l'autonomie de décision des autorités monétaires.

Elle peut, tout d'abord, n'échapper que partiellement au contrôle des autorités monétaires dans le cas où, bien que celles-ci restent maîtresses de la quantité de monnaie centrale en circulation, la relation entre monnaie centrale  $M_c$  et masse monétaire  $M_t$  (multiplicateur de crédit) n'est ni automatique, ni proportionnelle, mais dépend du comportement des banques commerciales et du Public, notamment des demandeurs de monnaie (A).

Mais la masse monétaire peut aussi échapper totalement au contrôle des autorités monétaires, si la création de monnaie par la Banque Centrale ne fait que répondre passivement aux impulsions de l'économie qui partent de la base, c'est à dire de la demande de monnaie émanant des entreprises et des ménages.

Dans ce cas, le schéma selon lequel la base monétaire détermine la masse monétaire en circulation se trouve inversé et c'est, en fait, la création de monnaie des banques commerciales sous l'impulsion des agents non monétaires qui force en quelque sorte la Banque Centrale à fournir, bon gré, mal gré, la monnaie centrale nécessaire au fonctionnement du système : le multiplicateur joue à l'envers.

### **2.6.1 Les fonctions d'offre de monnaie des banques commerciales et la critique du multiplicateur de crédit traditionnel <sup>146</sup>**

Le multiplicateur de crédit traditionnel établissait une relation mécanique entre variation de la quantité de monnaie centrale et variation de la masse monétaire totale. Cependant pour qu'un accroissement de la liquidité bancaire provoque effectivement une expansion de monnaie scripturale, il faut, d'une part, que cette création de monnaie soit demandée par les entreprises et les ménages, d'autre part que les banques aient intérêt à ce type d'opération, qu'enfin le comportement du Public utilisateur de monnaie le permette.

#### **1. La condition d'une offre d'actifs financiers**

Le multiplicateur de crédits ne peut jouer que si des actifs financiers sont offerts aux banques commerciales. Dans le cas de l'Algérie, ces actifs financiers seront essentiellement la contrepartie de crédits bancaires.

a) La création de monnaie a été définie comme une monétisation d'actifs financiers, c'est à dire un échange d'actifs financiers contre création de monnaie. Il faut donc, pour qu'il y ait création de monnaie, que les agents non monétaires offrent aux banques des actifs financiers à monétiser. La détention de liquidités et le désir des banques de créer de la monnaie ne suffisent pas à déclencher le mécanisme de la création de monnaie.

- Les actifs financiers offerts aux banques par les agents non financiers peuvent être, soit des créances sur l'étranger, c'est à dire des devises, soit des créances sur des tiers telles que les valeurs mobilières et les titres publics, soit enfin des créances sur les demandeurs de monnaie eux-mêmes, cette demande de monnaie prenant, dans ce dernier cas, la forme d'une demande

---

<sup>146</sup> Monique Béziade, Op-Cit, PP 293-297.

de crédits accordés à court, moyen ou long terme par les banques.

- Aux États-Unis l'initiative de la monétisation peut revenir aux banques qui, dans le cadre de leur gestion de portefeuille, se portent acquéreurs de valeurs mobilières ou de titres publics sur le marché, notamment celui de la Bourse des Valeurs, ou encore de devises sur le marché des changes. Par contre, l'offre d'actifs financiers nés de crédits bancaires dépend de l'initiative des clients des banques bénéficiaires de ces crédits.

- Sauf dans le cas des crédits que nous étudierons au paragraphe suivant, l'offre d'actifs financiers dépendra de la gestion de portefeuille du Public, c'est à dire à la fois de variables de dimension tel que le patrimoine et du rendement comparé des actifs financiers et monétaires dans lequel le niveau et la structure des taux d'intérêt jouent un rôle essentiel.

Il suffit donc de rappeler les facteurs qui déterminent la demande de crédit pour expliquer dans quels cas les banques seront sollicitées pour créer de la monnaie.

Pour qu'il y ait demande de crédit, il faudra, en premier lieu, que se manifeste un besoin de financement non couvert par l'autofinancement. L'importance de la demande dépendra de la possibilité pour l'emprunteur de faire face aux charges financières découlant de son emprunt, cette possibilité variant avec son patrimoine et le niveau d'endettement déjà atteint.

Enfin, la part de la demande de crédit qui ira vers les banques dépendra du niveau relatif des taux d'intérêt bancaires.

## **2. Le rôle du comportement des banques**

*Dans le cas où une offre d'actifs financiers incite les banques à créer de la monnaie et où une liquidité bancaire excédentaire permettrait cette expansion encore faut-il que les banques aient un intérêt à ce type d'opération.*

a) *Les banques peuvent, en effet, choisir entre plusieurs emplois alternatifs d'un excédent de liquidité bancaire.*

- Certains de ces emplois sont à la source d'une création de monnaie: achats de valeurs mobilières ou de devises aux agents non monétaires et crédits à l'économie.

- D'autres ne sont pas source d'une création de monnaie scripturale: désendettement auprès de la Banque Centrale, placements sur les marchés monétaires intérieurs et extérieurs nationaux ou internationaux, achats de titres à la Banque Centrale dans le cadre de l'Open Market ou encore souscription de Bons du Trésor. Ajoutons que les banques peuvent également conserver, en caisse ou à la Banque Centrale, les liquidités excédentaires.

b) *Le comportement des banques peut être analysé en termes de gestion de portefeuille et*

d'encaisse et dépendra donc essentiellement du risque et des rendements comparés des différents emplois possibles de la liquidité excédentaire.

Les facteurs déterminant la réponse des banques seront les risques, mais surtout la comparaison entre le rendement des crédits et le coût de refinancement directement lié aux taux pratiqués sur les marchés monétaires national et extérieurs.

On peut donc dire que la création de monnaie variera en fonction directe du taux d'intérêt sur les crédits bancaires et en fonction inverse des taux pratiqués sur les marchés monétaires.

### **2.6.2 Le rôle du comportement des utilisateurs de monnaie scripturale bancaire**

La gestion de portefeuille, mais surtout la gestion d'encaisse des entreprises non bancaires et des ménages, agissent sur l'environnement financier et monétaire des banques et, donc, sur leurs possibilités de création de monnaie.

Les choix d'actifs du Public peuvent, en effet, influencer le taux de fuite hors du circuit des banques commerciales et modifier le montant des réserves à constituer. Ce sont, d'une part, le choix effectué entre actifs émis par les agents non monétaires et actifs émis par les agents monétaires, et d'autre part, à l'intérieur de cette dernière catégorie, le choix entre les différentes formes de monnaie et de quasi-monnaie.

a) Le choix entre actifs émis par les agents monétaires et actifs émis par les agents non monétaires est lui-même double:

- Il concerne, en premier lieu, l'alternative entre souscription de titres primaires essentiellement émis par les entreprises non financières (actions et obligations) et souscription de titres secondaires émis par les Intermédiaires Financiers.

Il s'agit d'un choix de portefeuille qui met en balance risques de perte et d'illiquidité et rendements comparés de ces deux types d'actifs.

- Cependant, les titres de la Dette Secondaire ne sont pas exclusivement émis par des agents monétaires, aussi faut-il tenir compte, en second lieu, du partage effectué entre titres émis par les créateurs de monnaie et titres émis par les I.F. non monétaires.

Ce partage dépendra des rendements comparés, rendements d'usage et rendements monétaires, largement influencés par les avantages exorbitants du droit commun accordés aux I.F. non monétaires appartenant au secteur parapublic, exonérations fiscales concernant les revenus perçus, liquidité plus grande à taux d'intérêt égal, etc.

b) Le partage entre monnaie ou quasi-monnaie bancaire et liquidités émises par la Banque Centrale ou le Trésor détermine l'importance des fuites hors du circuit bancaire et donc le

degré de l'indépendance des banques vis à vis de la Banque Centrale.

- Il s'agira notamment des formes de la monnaie détenue, monnaie scripturale bancaire, d'une part, toutes les autres formes de monnaie d'autre part, billets, monnaie divisionnaire, monnaie scripturale Trésor ou Banque Centrale.

La préférence du Public pour la monnaie centrale et la monnaie Trésor est représentée par le coefficient « b » dont l'évolution modifie la valeur du multiplicateur de crédit.

- Il est donc important de déterminer les facteurs qui peuvent influencer ce choix du Public concernant la forme sous laquelle sera détenue la monnaie.

Le coefficient « b » sera d'autant plus faible, et donc l'effet multiplicateur potentiel élevé que:

- le patrimoine des agents sera important, car l'utilisation des comptes bancaires augmente avec la richesse,
- le coût de gestion des comptes bancaires est nul ou faible,
- les services annexes offerts aux déposants sont intéressants: prélèvements automatiques, cartes de crédit, relevés plus ou moins fréquents des comptes, etc.,
- le besoin d'anonymat des utilisateurs est faible: les paiements en espèces peuvent permettre certaines fraudes, notamment fiscales.

c) Enfin, un troisième choix d'actifs influence les possibilités d'offre de monnaie des banques commerciales; il concerne la répartition des actifs liquides bancaires entre dépôts à vue et quasi-monnaie.

- L'effet de ce choix est double:

Il concerne, tout d'abord, les réserves des banques: l'accroissement de la Quasi-monnaie diminue les réserves désirées aussi bien pour satisfaire à l'obligation des réserves obligatoires, puisque le taux est moins élevé sur la quasi-monnaie, que pour constituer les encaisses de précaution des banques. Le second effet s'exerce sur le coût d'obtention des liquidités bancaires, puis qu'elles paient un intérêt sur la Quasi-monnaie et ne versent rien sur les dépôts à vue.

- La préférence du Public pour la quasi-monnaie est fonction de trois facteurs :
  - du Patrimoine, parce que la quasi-monnaie représente une forme d'épargne, notamment pour les ménages, une épargne liquide qui peut croître en valeur absolue sinon en valeur relative avec la richesse,
  - des taux d'intérêt créditeurs versés par les banques,
  - des services liés à ce type de liquidités : possibilité d'obtenir plus facilement du crédit, facilités de transformer cette quasi-monnaie en monnaie (facteur important pour les

entreprises).

### 2.6.3 Les fonctions d'offre de monnaie scripturale

Les modèles concernant l'offre de monnaie scripturale dont l'un des plus intéressants est celui de Brunner et Metzler<sup>147</sup> construit pour les États-Unis, utilise l'ensemble des éléments présentés pour montrer qu'une augmentation ou une diminution de la liquidité bancaire due à l'intervention de la Banque Centrale ne provoque pas automatiquement une augmentation ou une diminution correspondante de la création de monnaie scripturale des banques.

**a)** L'intervention de la Banque Centrale sur la liquidité bancaire modifie non seulement la quantité de liquidité des banques, mais aussi l'ensemble des taux d'intérêt du marché. Elle provoque, en conséquence, des ajustements de portefeuille et d'encaisse des banques et du Public qui modifient les conditions dans lesquelles se réalise la création de monnaie. Le problème est alors de savoir si cette action de « feed-back » ne va pas annuler l'incitation émanant de la Banque Centrale.

La baisse des taux peut provoquer des réactions :

- Du Public en tant qu'offreur d'actifs financiers, notamment contre crédits bancaires, puisque les taux débiteurs ont baissé. L'effet normal sera un accroissement de la demande de crédits aux banques.
- Des banques qui vont devoir choisir l'emploi de leur excédent de liquidité. On peut se demander quelle sera la réaction des banques face à la baisse des taux, un accroissement de leur offre de monnaie parce que les coûts de refinancement baissent, ou à l'inverse une restriction des crédits offerts parce que les conditions de banque sont moins avantageuses. Ne seront-elles pas tentées de placer sur les marchés étrangers si les taux y sont restés plus élevés que sur le marché national? Dans ce cas, il n'y aurait pas de création de monnaie.
- Du Public dans ses choix de portefeuille et d'encaisse: la baisse des taux peut déprimer la formation de la Quasi-Monnaie au profit des Dépôts à vue ou même au profit des Valeurs Mobilières dont les cours sont en hausse du fait de la baisse des taux d'intérêt.

Dans le premier cas, les banques devant accroître leurs réserves (puisque les taux sur les Dépôts à vue sont plus élevés que ceux concernant la quasi- monnaie) verront se réduire leurs liquidités disponibles ; dans le second cas, la Quasi-Monnaie sort du circuit bancaire et constitue une « fuite » ayant un effet analogue.

**b)** Le modèle de Brunner et Metzler montre que le résultat final de cet ensemble de réactions aux modifications des taux d'intérêts dépendra des élasticités intérêt comparées de l'ensemble

---

<sup>147</sup> Brunner et Metzler, Studies on money and monetary policy, Journal of Finance, Mai 1964, PP 213-225.