

La Monnaie

Mme Daoud Ben Jedidia khoutem

Attention !

Ce produit pédagogique numérisé est la propriété exclusive de l'UVT. Il est strictement interdit de la reproduire à des fins commerciales. Seul le téléchargement ou impression pour un usage personnel (1 copie par utilisateur) est permis.

ULA1 : LA MONNAIE

Avant de développer les notions de base en économie monétaire, il convient de préciser « l'objet de l'étude : la monnaie » : « Qu'est ce que la M ? ». Quel est son rôle dans l'économie ? Quelles sont ses formes ? Comment la mesurer ?

Leçon 1 : L'émergence des études d'économie Monétaire

Introduction

La science économique est une science sociale s'intéressant aux faits économiques et aux institutions qui régissent les rapports entre les individus. Elle cherche à découvrir l'utilisation la plus efficace des ressources productives afin d'atteindre la satisfaction maximale des désirs matériels des hommes.

Or, les questions de l'économie politique se posent sous des angles variés et donnent lieu à diverses disciplines : l'économie de travail, l'économie du développement, l'économie monétaire.....

L'économie monétaire est une branche de la science économique qui s'intéresse aux fonctions et au rôle de la monnaie dans l'économie. Elle a également pour objectif essentiel d'analyser les liens existants entre la monnaie et l'activité économique notamment les relations causales entre le volume de la monnaie en circulation et certaines variables économiques afin de mettre en œuvre la politique monétaire la plus efficace.

1-La domination de la vision dichotomique

Historiquement, le début effectif des études d'économie monétaire était conditionné par la considération de l'importance de la monnaie.

En effet, la vision *dichotomique* entre la sphère réelle et la sphère monétaire conduisait les économistes classiques tels que J B Say à éliminer la monnaie de l'analyse économique. La monnaie est un "voile" qui cache les transactions réelles qui s'opèrent entre les agents «*les produits s'échangent contre les produits*». A cet effet, J S Mill déclare qu'«*il n'y a rien plus insignifiant que la monnaie*». Et même Walras qui considère la monnaie, il ne lui attribue qu'un rôle secondaire dans sa théorie de l'équilibre général puisqu'elle sert uniquement à convertir les prix relatifs en prix absolus.

Si on considère que la monnaie est un « voile » dissimulant la réalité de l'économie, ceci revient à considérer que la sphère réelle et la sphère monétaire de l'économie sont strictement séparées. L'équilibre au niveau de la sphère réelle est indépendant de l'équilibre monétaire. La monnaie était alors «neutre». En effet, la variation de la quantité de monnaie en circulation n'a aucune influence sur la production et l'échange.

De ce fait, la préoccupation principale était d'étudier l'équilibre au niveau de la sphère réelle (Production, Investissement, Consommation). L'étude de la monnaie est alors en dehors des préoccupations des économistes. Elle n'influence pas les décisions qui portent sur la consommation, l'offre du travail, etc....

2-La considération de l'importance de la monnaie par Keynes

Toutefois, J.M Keynes a qui a publié en 1930 le «*Treatise on Money*»¹ et «*La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*» en 1936 a montré que le volume et la valeur de la production dépendent de la monnaie et du crédit. Ceci a permis de dépasser la vision dichotomique et démontrer que la monnaie est un déterminant important du niveau de l'activité économique. En effet, selon l'auteur, le taux d'intérêt est déterminé sur le marché de la monnaie (tel que $O = M = D$ de M) et le taux d'intérêt influence l'investissement. Ainsi, dans cet esprit, le taux d'intérêt fait le lien entre sphère réelle et sphère monétaire. D'une part, le taux d'intérêt est une variable monétaire : il résulte de la confrontation entre la demande et l'offre de monnaie et d'autre part, le taux d'intérêt détermine le niveau de l'investissement.

C'est donc grâce à l'œuvre de Keynes que l'économie monétaire soit imposée au sein de l'analyse économique. L'économie keynésienne est une «*économie monétaire de production*» et non comme «*économie réelle d'échange*» considérée par la théorie classique. Par ailleurs, Keynes est le fondateur de la macroéconomie.

3-La monnaie dans l'économie moderne

La simple observation de la réalité démontre que la monnaie joue un rôle fondamental dans l'économie moderne: il existe plusieurs interactions entre la sphère réelle et la sphère financière: contrainte de financement, l'influence de l'endettement, le rôle des marchés.... La dernière crise financière de septembre 2008, «*crise des subprimes*» a affecté et continue à peser sur les économies nationales et l'économie mondiale. En 2009, les taux de croissance des pays développés étaient très faibles.

De même, l'activité réelle pèse sur le secteur monétaire: par exemple, l'augmentation de la production entraîne une demande additionnelle de monnaie ou une augmentation des possibilités nouvelles de financement offertes par les banques ou les marchés financiers.

¹ Le Traité sur la monnaie «*A Treatise on Money*» paraît en 1930 alors que Keynes était membre du Comité Macmillan chargé de «*conseiller*» le gouvernement de Ramsay MacDonald. L'ouvrage se composait de deux volumes : le premier «*La Théorie pure de la monnaie*». Le deuxième volume : «*La Théorie de la monnaie appliquée*». Toutefois, cet ouvrage n'a pas eu autant de succès que «*La théorie générale*».

Leçon 2 : Les fonctions de la monnaie

Introduction

La définition de la monnaie pose des *problèmes* étant donné son usage répandu et ses formes diverses. Ainsi, il existe plusieurs définitions de la monnaie.

- La monnaie peut être définie comme *tout ce qui sert à payer*. Or, tout ce qui permet de payer n'est pas systématiquement une monnaie. Ex : le ticket restaurant.
- Juridiquement, c'est tout moyen de paiement qui permet de régler sans délai et définitivement une dette ou un achat.
- L'approche historique et institutionnelle définit la monnaie en se référant aux différentes étapes historiques de l'émergence de la monnaie et développement des banques.
- L'approche essentialiste de la monnaie relève d'une lecture sociologique de la monnaie. La monnaie n'est pas un instrument technique au service de l'échange marchand car elle précède les sociétés de marché : la monnaie est un fait social qui permet de normaliser les rapports marchands. Elle fonde l'économie marchande et permet de représenter institutionnellement le social.
- La définition fonctionnelle de la monnaie considère les fonctions spécifiques de la monnaie ou les propriétés qu'elle doit remplir afin de jouer son rôle.

1-Les fonctions de la monnaie

Généralement, on privilégie la définition fonctionnelle de la monnaie c-à-d définir la monnaie non par ce qu'elle est mais plutôt parce qu'elle fait. La définition de la monnaie par ses fonctions est une approche instrumentale. Comme le note Hawtrey «*Certains objets trouvent dans l'usage que l'on en fait leur meilleure définition*»². Selon Walker «*Money is that money does*».

La monnaie remplit trois fonctions, à savoir:

- la fonction d'unité de compte
- la fonction d'intermédiaire d'échange
- la fonction de réserve de valeurs

1-1- La fonction d'unité de compte:

La monnaie est une mesure de la valeur des biens. Elle permet d'exprimer la valeur de chaque bien par rapport à une référence unique à la manière des unités de mesure des longueurs ou des poids.

L'unité de compte est celle dans laquelle les prix sont fixés et les comptes sont tenus. La monnaie est appelée «numéraire». Les valeurs des différents biens sont exprimées en une seule unité.

² Selon Hawtrey « la notion de la monnaie comme celle de cuillère à thé ou de parapluie appartient à un groupe de notions qui se définissent avant tout par *la fonction ou le but que chacun se propose* ».

Certains économistes considèrent que cette fonction est la première qui se manifeste puisque même avec le troc, une référence unique de la valeur des différents biens et services s'impose.

Cette référence unique des biens est d'autant plus nécessaire que le nombre des éléments de l'échange augmente multipliant ainsi le nombre des combinaisons possibles. En effet, en présence de n biens, l'opération bilatérale des échanges c-à-d l'échange de 2 à 2 donne lieu à l'analyse combinatoire :

$$C_n^2 = n! / 2! (n-2)! = n(n-1)/2.$$

Toutefois, lorsqu'un bien parmi les autres joue le rôle de la monnaie, les rapports de l'échange se réduisent à $(n-1)$ et on abandonne les prix relatifs au profit des prix absolus. Comme unité de compte, la monnaie réduit le nombre des prix nécessaires dans une économie, ce qui réduit les coûts de transaction.

Par exemple : Si on a 20 biens à évaluer, il faut établir 190 combinaisons possibles. En effet, grâce à l'analyse combinatoire.

$$C_n^2 = n! / (n-2)! * 2! = n(n-1) / 2 = (20 * 19) / 2$$

Si un des biens sert d'étalon en lui donnant la valeur 1, le nombre de combinaisons est moins important, il est de $n-1$ ($20-1 = 19$) soit 19 prix.

Ainsi, en harmonisant les multiples évaluations, la monnaie simplifie le système des prix, les négociations, les comparaisons et les calculs économiques et favorise les transactions économiques.

Cette fonction nécessite la confiance en la valeur de la monnaie, une confiance que la Banque Centrale cherche à entretenir.

1-2- La Fonction d'intermédiaire d'échange

La monnaie est un intermédiaire dans la circulation des marchandises. A chaque fois que les marchandises circulent, la monnaie circule. Cette situation succède au régime du troc (marchandises contre marchandises) qui pose des difficultés :

- La rencontre de deux agents présentant une désidérabilité mutuelle.
- La possibilité de comparaison entre les deux éléments faisant l'objet de l'échange dont les valeurs doivent être identiques pour que l'échange soit bénéfique et qu'il se réalise dans l'équité. Ce pose alors le *problème de la détermination des termes de l'échange*.
- L'indivisibilité des biens.

Le troc entraîne que les agents consacrent beaucoup de temps, d'effort, des coûts d'information et de transaction pour pouvoir réaliser des transactions.

Or, grâce à un intermédiaire général dans les échanges, les transactions se trouvent facilitées et le processus d'échange devient plus facile et plus efficient. Ainsi, la monnaie dissocie le troc (flux réel contre flux réel) en 2 opérations: une opération de vente qui permet d'obtenir la monnaie utilisée ensuite pour une opération d'achat. L'économie monétaire se distingue de l'économie de troc par la *circulation de la monnaie*.

Pour que la monnaie joue d'une façon unanime le rôle d'intermédiaire, elle doit circuler et jouir d'un :

- Cours légal : la monnaie ne peut pas être refusée en paiement dans un espace économique ou une zone monétaire donnée bien déterminée.
- Pouvoir libératoire : la monnaie doit permettre d'effectuer des paiements immédiats et définitifs et donc se libérer immédiatement des dettes.

1-3- La Fonction de réserve de valeurs

Si la monnaie permet d'acheter un bien et un service, elle offre aussi la possibilité de différer une telle acquisition. Ainsi, elle autorise *le transfert du pouvoir d'achat* d'une période à une autre sans pour autant garantir le « pouvoir réel » étant donné l'inflation.

La monnaie serait un instrument permanent de réserve de valeurs. Elle permet d'aménager les décisions par rapport au présent, au passé et à l'avenir et offre les avantages des choix temporels. Selon Keynes: " l'importance de la monnaie découle essentiellement du fait qu'elle constitue un lien entre le présent et l'avenir ". Les agents sont alors incités à épargner³.

Toutefois, la fonction de réserves de valeurs n'est pas spécifique pour la monnaie et certains biens peuvent constituer une réserve de valeurs plus sûre que la monnaie.

La monnaie est une partie intégrante du patrimoine des agents économiques. Le patrimoine de l'agent est l'ensemble de sa richesse se composant de 3 catégories d'actifs:

- Actifs réels : terrains, constructions, équipements,....
- Actifs financiers : actions, obligations.....
- Actifs monétaires : Billets de banque, compte courant....

Les actifs réels procurent des satisfactions ou des revenus. De plus, ils peuvent être une source de plus-value. De même, les actifs financiers peuvent offrir des revenus alors que les actifs monétaires ne rapportent quasiment rien, au contraire, ils peuvent être source de « moins-value réelle » en cas d'inflation. Ainsi, chaque agent détermine la répartition de son patrimoine par arbitrage entre tous les actifs qui peuvent composer son patrimoine afin de minimiser le risque et les moins values tout en maximisant les gains. Généralement, les déterminants du choix de détention d'actifs des individus dépendent de la richesse de l'individu, du rendement anticipé pour une période d'un actif relativement aux autres actifs, du risque d'un actif par rapport aux autres et aussi de la liquidité d'un actif par rapport aux autres.

La monnaie possède la qualité d'être un moyen de paiement général, immédiat et plus liquide. Depuis son traité de 1930, Keynes a développé la « notion de préférence pour la liquidité » définit la liquidité comme des éléments réalisables dans un bref délai et sans pertes :

³ Si cette épargne est conservée sous forme de monnaie non rémunérée en dehors du circuit bancaire et financier, elle est appelée *thésaurisation*.

La liquidité englobe deux caractéristiques :

- la disponibilité
- la surt te nominale

En effet, il existe trois degrés de liquidité:

- La liquidité primaire que l'on confère aux actifs monétaires qui sont immédiatement mobilisables et sans coûts : ex : billets de banques, dépôts à vue
- La liquidité secondaire est attribuée aux actifs financiers non immédiatement disponibles mais réalisables rapidement sans coûts onéreux : ex : dépôts à terme
- La liquidité tertiaire: elle est relative aux effets non escomptables réalisables à un coût potentiellement élevé et pouvant entraîner une perte financière : ex : les actions.

Comparée aux autres actifs financiers, la monnaie présente *trois caractéristiques* :

- Les coûts de transactions les plus faibles en raison de sa liquidité qui tient à son aptitude à être utilisée pour régler des dettes et des achats sans délai. Toutefois, tous les autres actifs doivent d'abord être transformés en monnaie pour assurer ce rôle, ce qui entraîne des coûts.
- Son rendement est nul alors que les dépôts à terme et les obligations rapportent des intérêts.
- Sa valeur nominale est constante. Toutefois, elle peut présenter un risque de *moins value réelle* en cas de l'inflation.

Il s'en suit que la détention de la monnaie comme réserve de valeurs résulte de *la préférence pour la liquidité*.

CARACTÉRISTIQUES	générale	physique	temporelle
1. Intermédiaires d'échange	liquidité	concret	immédiat
2. Unité de compte	numéraire	abstrait	immédiat
3. Réserve de valeur	actif	concret	intertemporel

Source : <http://zonecours.hec.ca/documents/H2005-1-228291.NOTE05complet.pdf>

RQ : certains auteurs intègrent une autre fonction de la monnaie : instrument de la politique économique. Or, la considération de la monnaie comme instrument de politique économique qui permet aux autorités d'influencer l'activité économique (  développer en ULA4).

Leçon 3: Les formes de la monnaie

La monnaie actuelle est l'aboutissement d'une évolution longue et mouvementée. Elle se présente sous des formes diverses: M métallique, M fiduciaire-papier et M scripturale.

Suite à la spécialisation, la division du travail et le développement des échanges, le troc a été abandonné et un bien s'est imposé comme intermédiaire dans les échanges: c'est l'émergence de la «Monnaie- marchandise : *Commodity money*». C'est une marchandise connue et d'usage courant qui en plus de son utilisation normale comme bien de consommation ou bien de production, sert aussi de moyen de paiement. Par exemple : le blé dans les sociétés agricoles, le poisson séché ou les coquillages sur les îles, le riz, le sel, le thé...⁴

1- La Monnaie-métallique

Dès l'origine, les monnaies métalliques sont des poids, puis elles ont pris la forme de lingots (M pesée), ensuite elles se sont présentées sous forme quelconque (M comptée) et enfin des pièces (M frappée).

Les M-Métalliques sont au début fabriquées à partir des métaux non précieux (fer, cuivre, Bronze) remplacées après par des métaux précieux (argent et/ou or). L'or et l'argent présentent des qualités de constance, d'homogénéité et de divisibilité. Ensuite, il y a eu le passage du bimétallisme vers le monométallisme (depuis 1819 en Grande Bretagne).

Au début, la fabrication des pièces métalliques était le fait de ceux qui travaillent les métaux entraînant ainsi une circulation monétaire très *hétéroclite*. Il s'en suit que les bonnes pièces n'étaient jamais utilisés alors que les pièces usées et mauvaises demeurent toujours en circulation, d'où la loi de Gresham « la mauvaise monnaie chasse la bonne ».

Au début, l'Etat intervient sous forme d'une apposition d'un sceau (attestant du poids et de teneur en métaux précieux) sur les pièces en circulation. Mais ceci n'était pas suffisant. Ensuite, le droit de battre la M sera confié à la puissance publique. Or, le besoin grandissant de la M des princes et des souverains de même que la rareté relative des métaux ont entraîné une dépréciation de la valeur de la monnaie. On abandonne la correspondance entre la valeur réelle et la valeur nominale grâce à des mutations réelles (modification soit de l'*alliage* de la pièce de M soit de la qualité du métal qu'elle contient) ou encore des mutations nominales (modification du rapport d'équivalence liant la M de compte à la M réelle).

Rq : La M divisionnaire actuelle admet une valeur faciale qui n'a aucun rapport avec la valeur du métal qu'elle contient. Elle permet d'assurer les transactions de faible valeur.

⁴ Toutefois, ces biens présentent certains inconvénients : l'encombrement, la non homogénéité et la périssabilité. Par ailleurs, pour employer la Marchandise-M, la société doit soit réduire ses autres utilisations soit en produire des quantités supplémentaires en utilisant les ressources rares.

2- La Monnaie fiduciaire-papier

Historiquement, la monnaie métallique est devenue un instrument peu commode pour les transactions à distance qui se multiplient avec le développement du commerce. Pour éviter le risque de perte et de vol, les commerçants se sont mis à confier leurs fonds aux *orfèvres* contre des reçus. Ils peuvent ainsi trouver un endroit sûr pour stocker leurs monnaies et les reprendre quand ils en avaient besoin. Les reçus permettent de régler les transactions. Ultérieurement, les orfèvres londoniens Goldsmith ont pensé à fractionner les reçus en coupons de sommes rondes, ainsi, les reçus anonymes se substituent à la M métallique, c'est l'apparition du billet de banque.

Dès le milieu du 17ème siècle, le banquier suédois Palmstruch a eu l'idée qu'une banque peut faire circuler plus de billets qu'elle encaisse en délivrant des reçus sans contreparties : prêter de la monnaie sous forme de billet sans pour autant disposer de son équivalent en or : c'est le crédit.

C'est la banque d'Angleterre qui après la Banque de Stockholm a constitué le modèle des banques modernes émettant les billets de banques. Ainsi, l'émission de la M-papier bénéficie de la garantie des pouvoirs publics, tout le monde lui fait confiance et elle est acceptée en règlement de toutes les transactions. L'Etat donne donc à la M fiduciaire-papier un cours légal (*Fidus= Confiance*).

Les billets de banque étaient entièrement couverts par une contrepartie métallique⁵. Toutefois, à l'issue de la première guerre mondiale, les pays de l'Europe ont été obligés de décréter l'inconvertibilité des billets. C'est le passage du cours *légal au cours forcé* (imposé).

3- La monnaie scripturale

Lorsque un agent confie son argent à la banque, cette dernière ouvre un compte au nom du déposant, inscrit à son crédit le montant déposé et enregistre le dépôt dans ses livres comptables. La monnaie revêt alors la forme écrite sur les livres de la banque: c'est la monnaie scripturale (*Script = écriture*). C'est l'ensemble des inscriptions dans les comptes en banque. La monnaie scripturale est l'ensemble des dépôts auprès des institutions financières⁶.

Elle est plus commode que la monnaie de papier : facilite les paiements à distance, évite les transports d'espèces et ses mouvements, laisse des traces écrites, simplifie la tenue de la et l'apport des preuves de paiement....

Les moyens de mobilisation de la M scripturale sont :

-Le retrait de l'argent : le retrait d'une partie de l'avoir à la banque sous forme de billets.

-Le chèque : c'est un ordre de paiement écrit adressé à la banque que le tireur remet au bénéficiaire.

-Le virement c-à-d un transfert de fonds d'un compte à un autre compte.

Or, le chèque et le virement présentent à côté de leurs nombreux avantages pour les usagers, l'inconvénient d'un coût de gestion élevé pour les banques. C'est pour réaliser des économies que le traitement de la M scripturale s'est automatisé et qu'un

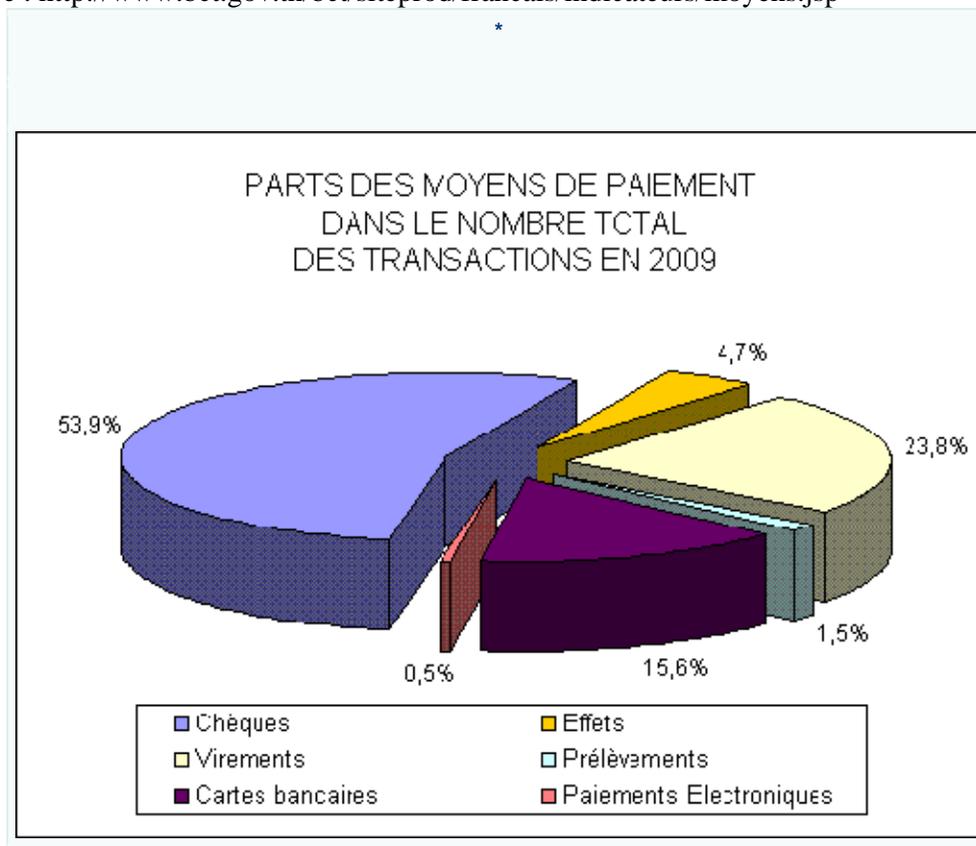
⁵ Un débat « currency school »/« banking school » quant à la liberté ou réglementation de l'émission.

⁶ Historiquement, la monnaie scripturale est apparue au 12ème siècle en Italie. Mais, elle n'a commencé à se généraliser qu'au 19ème siècle en Grande Bretagne.

nouveau support a été adopté: la carte magnétique (on distingue la carte de retrait, la carte de paiement et la carte de crédit).

La M électronique dont le développement a été favorisé par des techniques électroniques de l'information se définit comme «*l'ensemble des techniques informatiques, magnétiques, électriques et télématiques permettant l'échange de fonds sans papier*». La carte à puce jouit d'un ordinateur miniaturisé permettant de stocker des informations. Le statut de la monnaie électronique dépend de la nature de l'émetteur. Si la carte est émise par un agent non financier (société de service), c'est un pouvoir d'achat utilisable sur le marché des biens et services en fonction des dépenses contenu dans la carte mais dont l'acceptation de la carte en paiement est limitée. Le pouvoir de cette carte est limité. Si l'émetteur est un établissement de crédit, l'opération est une simple substitution d'une forme de monnaie, la carte à une autre, les dépôts ou billets⁷. Dès lors, la M électronique n'est pas en soi une nouvelle forme de M, mais c'est un nouveau moyen de mobilisation de la M scripturale.

Source : <http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/francais/indicateurs/moyens.jsp>



L'évolution historique de la monnaie permet de constater :

- La coexistence des différentes formes de monnaie.
- La dématérialisation progressive c-à-d la disparition progressive du support matériel tangible : blé, pièces d'or, billets de banque, écritures puis impulsion magnétique.
- L'utilité de la monnaie dans l'échange est la même quel que soit sa forme et sa valeur intrinsèque.

⁷ Par exemple, le e-dinar, émis par la poste qui gère la monnaie postale est considéré comme monnaie scripturale.

Leçon 4 : Les agrégats monétaires

Les agrégats monétaires permettent de mesurer la masse monétaire.

La masse monétaire est l'ensemble des moyens de paiements détenus par les agents non financiers leur permettant d'acquérir des biens et des services à un moment donné.

La mesure précise et exacte de la monnaie est essentielle pour un grand nombre de variables économiques. Les agrégats sont des grandeurs définies par les autorités monétaires qui regroupent dans des rubriques homogènes mesurables et contrôlables la monnaie et ses substituts proches⁸ en se basant sur différents critères :

- Le critère monétaire qui distingue parmi les actifs ceux dont la proximité monétaire est la plus grande.
- Le critère institutionnel qui privilégie dans la définition des agrégats la qualité de ou du gérant (Banque Centrale, banque, trésor, entreprise).
- Le critère financier qui range les actifs selon leur degré de liquidité.

Aujourd'hui, les mesures de la monnaie sont difficiles à effectuer suite aux innovations financières depuis les années 80 entraînant la prolifération des actifs financiers et le développement des marchés financiers. Ces innovations ont rendu délicate la séparation entre les actifs monétaires et les actifs financiers. La limite entre monnaie et épargne est floue. Ainsi, en plus de la monnaie au sens strict, on considère les actifs qui sont facilement et rapidement convertibles en moyens de paiement puisque les coûts de transaction d'un actif à un autre sont devenus très faibles. Les agrégats sont devenus instables et doivent être révisés périodiquement. En Tunisie, on recense M1, M2, M3 et M4. Ces agrégats sont calculés par simple sommation et reflètent des composantes de la masse monétaire. Ils sont emboîtés du plus au moins liquide.

La masse monétaire admet aussi des contreparties (développées en ULA3).

1-La MM au sens de M1

M1 ou les disponibilités monétaires comprend les moyens de paiement immédiats, à savoir la M manuelle sous forme de billet de banque, de pièces métalliques et les dépôts à vue auprès du système monétaire détenus par les ANF. Ces disponibilités monétaires servent directement d'instruments de paiement.

$M1 = M \text{ Fiduciaire}^9 + M \text{ scripturale}$

$M1 = \text{Billets} + M \text{ divisionnaire} + \text{Dépôts à vue auprès des banques et auprès des CCP}$

Remarque: Les dépôts à vue en devises sont exclus de M1, leur conversion en dinars comporte un risque de capital.

⁸ Ceci permet de suivre l'évolution de la masse monétaire dans ses diverses composantes, contrôler sa croissance et mener la politique monétaire.

⁹ Monnaie Fiduciaire = Billets et monnaie en circulation – (encaisses des banques + encaisses de trésor).

2-La MM au sens de M2

M2 est plus large que M1. Elle est obtenue en ajoutant la quasi-M à M1 c-à-d des avoirs qui peuvent être transformés rapidement et sans coûts onéreux en moyens de règlement.

$M2 = M1 + \text{quasi-monnaie}$

$M2 = M1 + \text{Dépôts à terme} + \text{dépôts d'épargne} + \text{certificats de dépôts} + \text{avoirs en devises ou en dinars convertibles.}$

Les dépôts d'épargne = les comptes spéciaux d'épargne+ l'épargne au CEP+ les autres dépôts d'épargne

Les certificats de dépôts sont des titres de créances négociables émis par les banques sur le marché monétaire.

3-La MM au sens de M3

M3 englobe l'ensemble des moyens de paiement permettant d'acquérir des biens et services que ces moyens soient immédiatement utilisables ou qu'ils soient constitués sous forme de placements rapidement et facilement transformables en M. M3 est composée de M2 à la quelle on ajoute l'épargne affectée.

$M3 = M2 + \text{l'épargne affectée}$

$M3 = M2 + \text{Epargne-Logement} + \text{Epargne projet et investissement} + \text{Emprunt obligataire}$

L'épargne projet et investissement: il s'agit de dépôts d'une durée de 5 ans qui sont destinés à acheter des titres de sociétés.

Emprunt obligataire: il s'agit des titres émis en bourse par les institutions financières et les entreprises.

4-Masse monétaire au sens de M4

M4 est l'agrégat le plus large puisqu'il regroupe l'ensemble des liquidités de l'économie. M4 comporte les composantes de M3 ainsi que des titres étroitement substituables aux actifs liquides inclus dans M3.

$M4 = M3 + \text{Autres Titres de Créances Négociables}$

$M4 = M3 + \text{Titres de l'Etat auprès du public} + \text{Billets de trésorerie}$

Les Titres émis par l'Etat = Bons d'équipement + Bon de trésor + Emprunt National

Rq : Dès 1992, l'émission des bons d'équipement a été abandonnée. Par ailleurs, l'Etat a arrêté l'émission des bons de trésor cessibles sur le marché monétaire depuis 99. Ces bons ont été intégralement remboursés depuis 2003. Ainsi, l'agrégat M4-M3 se limite aux billets de trésorerie.

La vitesse de circulation de la monnaie

Grâce à « l'équation des échanges » proposée par Irving Fisher en 1911 : $M V = P T$ (M: le stock de M en circulation, P: le niveau général des prix, T : le volume des transactions), on peut calculer la vitesse de circulation de la M.

$V = (P T) / M$: La vitesse-transaction est obtenue en divisant la valeur globale des transactions par la quantité de M qui a servi à le

V désigne le nombre moyen de paiements qu'effectue un instrument de paiement durant une période donnée. C'est la fréquence avec laquelle une unité monétaire

change de propriétaire au cours d'une période donnée: c'est aussi le taux de rotation de la monnaie par an.

Toutefois, l'école de Cambridge notamment avec Pigou et Marshall avait proposé une nouvelle formule de cette équation : $M V = P Y$ (Y: le revenu national réel).

On peut alors calculer la vitesse-revenu: $V = (P Y) / M$ ou $V = PIB / M$

V exprime le nombre de fois, par période de temps qu'une unité monétaire entre dans le revenu de quelqu'un.

Cette vitesse peut être calculée pour M1, M2; M3, M4.

Le Taux de liquidité

L'ensemble des actifs liquides constitue la liquidité de l'économie. Ces actifs permettent aux agents de rentabiliser leurs trésoreries et au système financier de disposer de ressources plus stables que les dépôts à vue.

Le taux de liquidité est le rapport exprimé en pourcentage entre la somme des moyens de paiement disponibles et un indicateur de l'activité économique le produit intérieur brut : $L_i = M_i / PIB$; $i = 1, \dots, 4$, donc, $L_i = 1/V_i$

Il permet d'étudier le degré de liquidité par rapport aux besoins de l'économie. Si l'économie est très liquide, ceci signifie que les ANF détiennent un volume important de M et permet d'alimenter une forte demande de consommation et cause une inflation. Toutefois, le manque de liquidité entraîne des tensions de financement des entreprises, ce qui risque de freiner la croissance économique.

**Source : Statistiques
 Financières, N°170, Mars
 2010**

(Chiffres en milliers de dinars)

	DEC 2007	DEC 2008	DEC 2009
AGREGAT M4	27905902	31943909	35961280
MASSE MONETAIRE SENS LARGE M3	27643252	31687809	35757730
MASSE MONETAIRE SENS STRICT M2	26250612	30131875	34049025
MONNAIE M1	11104643	12410140	14333218
Monnaie fiduciaire	4098936	4399727	5010614
Bill.& monnaies en circulat	4347660	4641107	5276089
Moins:Encaisse des banques	-241185	-235178	-258461
Encaisse du Trésor	-7539	-6202	-7014
Monnaie scripturale	7005707	8010413	9322604
Dép. à la BCT des AEC	5017	7403	11293
Dép. à la BCT entrep.&part.	38243	21750	13591
Dépôts monét.aux banques	6270658	7000334	8293824
Dépôts des entreprises et particuliers au CCP	691789	980926	1003896
QUASI-MONNAIE	15145969	17721735	19715807
Dép. à terme&autr.prod.fin.	7184715	8625960	9208389
Certificats de dépôt	987500	1332500	1729000
Comptes spéciaux d'épargne	5778336	6365481	7235224
Autres produits d'épargne	256815	285080	334578
Avoirs en devises ou en dinar convertible	224422	355750	365708
Autres sommes dues à la clientèle	714181	756964	842908
M3 - M2	1392640	1555934	1708705
Epargne logement	1121717	1168073	1209388
Epargne projets et investis.	7172	7982	9201
Emprunts obligataires	263751	379879	490116
M4 - M3	262650	256100	203550

Le système monétaire et financier

Mme Daoud Ben Jedidia khoutem

Attention !

Ce produit pédagogique numérisé est la propriété exclusive de l'UVT. Il est strictement interdit de la reproduire à des fins commerciales. Seul le téléchargement ou impression pour un usage personnel (1 copie par utilisateur) est permis.

ULA2 : Le système monétaire et financier

Introduction

Selon Gurley et Shaw, les opérations réelles (consommation, investissement,...) ont comme support les opérations de financement et la création de monnaie.

L'objectif de cette Unité Logique d'Apprentissage est de comprendre comment s'effectue l'intégration de la monnaie au sein du système de financement de l'économie. La première leçon s'intéresse au financement de l'économie et conduit à étudier les institutions financières lors de la deuxième leçon et les marchés de capitaux dans la dernière leçon. Nous nous intéressons notamment au système monétaire et financier tunisien.

Leçon 1 : Les modes de financement de l'économie

La sphère financière est un système complexe composé d'un ensemble de pratiques, d'institutions et de marchés permettant de concilier les préférences financières des agents économiques.

Le financement englobe toutes les procédures servant à financer des activités économiques. Le financement assure la mise à disposition des ressources financières nécessaires pour l'activité des agents économiques et l'allocation adéquate aux besoins.

Le financement peut être classé en financement interne et financement externe.

- Le financement interne signifie que l'agent va résoudre seul son problème de financement à l'aide de ses propres moyens sans émission d'actifs financiers. C'est l'autofinancement au sens large. Ces agents disposent d'une épargne qu'ils utilisent pour investir eux-mêmes.

- Le financement externe¹ suppose une dissociation entre l'épargnant et l'investisseur. Il met en relation des agents à capacité de financement et des agents à besoin de financement. Les agents à capacité de financement disposent d'un solde positif entre les ressources et les emplois. Généralement, ce sont les ménages qui disposent d'une capacité et d'un excédent de financement. De nos jours, on considère aussi les investisseurs institutionnels, les assurances, Mutuelles, les SICAV et les caisses de retraite comme des agents à capacité de financement. A l'inverse, le besoin de financement représente un solde négatif entre les ressources et les emplois, ce qui nécessite la recherche de fonds. En effet, leur épargne est inférieure aux investissements qu'ils veulent réaliser. Le besoin et le manque de financement sont associés aux entreprises et à l'Etat.

On distingue la finance directe et la finance indirecte :

¹ Dans la suite de cette ULA2, on s'intéresse au financement externe.

1-La finance directe

Le financement direct ou les techniques de distribution correspondent à une confrontation de l'ensemble de l'offre et de la demande de capitaux, des titres de créances, des obligations et des placements à long terme. Ainsi, l'apporteur de fonds est en relation directe avec l'emprunteur final grâce aux mécanismes de marché et à l'échange de titres. Ce qui signifie que les unités à déficit empruntent directement auprès des unités à excédent en leur vendant des titres de dettes primaires en contrepartie de la monnaie².

Les marchés financiers doivent éviter des crises financières qui causent une rupture profonde de leur fonctionnement. Ces crises, le résultat de l'intensification de l'anti-sélection et du risque moral, empêchent l'allocation des fonds aux projets productifs et entraînent une contraction de l'activité économique.

L'économie de marché financier est une économie où domine le financement externe
Or, on considère aussi d'autres critères pour distinguer l'économie de marché financier de l'économie d'endettement : le critère de la modalité de fixation du taux d'intérêt et le critère du sens de causalité entre la base monétaire et la masse monétaire.

2-La finance indirecte

Le financement indirect ou les techniques d'intermédiation font appel à des institutions financières qui demandent des actifs financiers (primaires) aux prêteurs ultimes et fournissent des actifs indirects (secondaires) aux emprunteurs ultimes. Le rôle des intermédiaires financiers dans le financement de l'économie a été mis en évidence par Gurley et Shaw (1960).

L'intermédiation financière est l'interposition d'une institution financière entre un agent à capacité de financement et un agent à besoin de financement. Les intermédiaires collectent les fonds des agents à excédents et les intègrent dans leurs bilans et les prêtent aux différents agents à besoin de financement. Ils mobilisent ainsi l'épargne et la transforment en source de financement. Le profit de la banque traditionnelle provient de la différence entre d'une part les intérêts reçus des emprunteurs et d'autre part les intérêts payés aux prêteurs et les frais de gestion. L'intermédiation exige la confiance, la liquidité, et la solvabilité³.

L'intermédiation implique une transformation des actifs et une prise du risque. La banque supporte des risques sur l'emprunteur final et s'adapte à ses besoins par une transformation des échéances (CT vers le LT) et génère la liquidité. Les fonds des épargnants se caractérisent par des petits montants, des risques faibles et une

² Le financement direct est une priorité pour les néoclassiques. Pour les néoclassiques, l'épargne est une renonciation à la consommation (C) immédiate et donc une consommation différée dans le temps. Revenu --> taux d'intérêt--> consommation ou épargne.

³ Selon les keynésiens, les banques occupent une place prépondérante. Leur octroi de crédits va permettre à l'activité économique de se développer. Pour les Keynésiens, l'épargne est un résidu dépendant de l'importance du revenu. Revenu --> Consommation --> Taux d'intérêt --> thésaurisation ou épargne.

liquidité. Or, les financements demandés par les emprunteurs se caractérisent par de gros montants, des risques élevés et de longues échéances. Ainsi, la transformation permet d'accommoder les besoins des unités en surplus et celles en déficit.

Les intermédiaires jouent un rôle important dans le système financier puisqu'ils réduisent les coûts de transaction, améliorent le partage des risques et réduisent les problèmes liés à l'asymétrie d'information en l'occurrence les problèmes d'anti-sélection et le risque moral.

Par ailleurs, les fonctions assurées par les intermédiaires sont diverses : les fonctions de courtage (la mise en contact entre unités en surplus et unités en déficit sans que l'institution financière prenne elle-même position), les services de paiement,...

L'économie d'endettement "overdraft economy" selon J. Hicks est une économie où domine le financement externe indirecte.

Gurley et Shaw ont distingué les intermédiaires financiers monétaires et les intermédiaires financiers non monétaires. Les IFM peuvent créer la monnaie en monétisant le titre que lui cède l'emprunteur, dans ce cas, on parle de financement monétaire. Toutefois, les IFNM créent d'autres formes d'actifs indirects non monétaires. Elles empruntent les ressources qu'elles reprêtent.

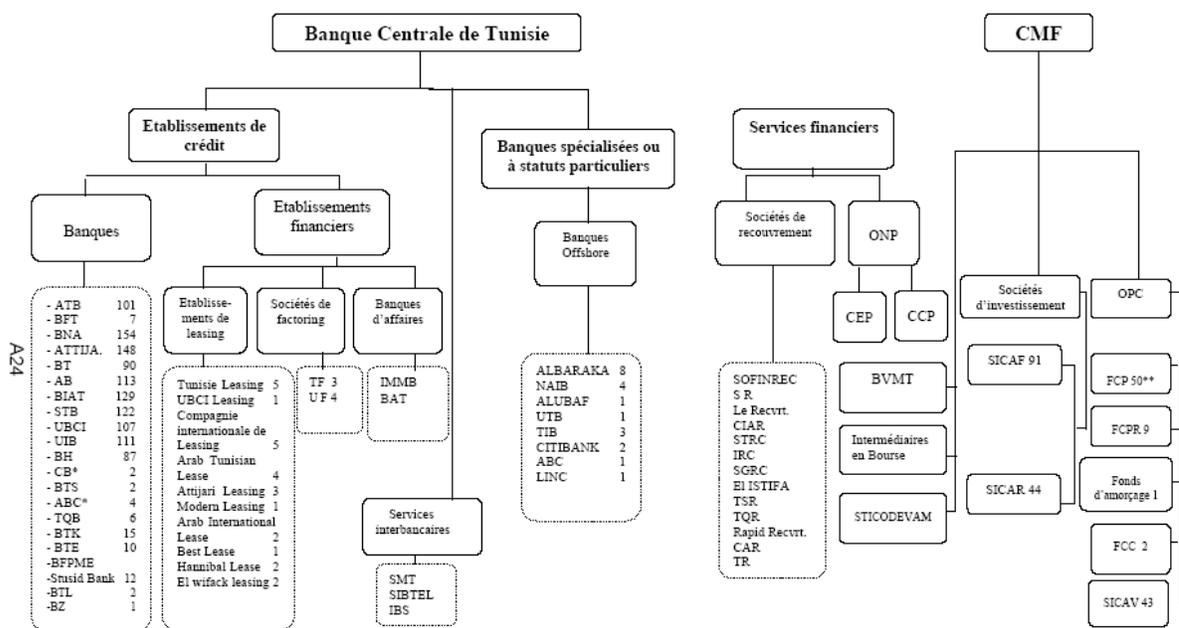


Il est important de remarquer que, de nos jours, la distinction entre les placements directs et intermédiés n'est pas évidente. En effet, suite aux mutations financières des années 80, la marchandisation, l'institutionnalisation des marchés et leur globalisation ont engendré de fortes relations entre les intermédiaires-marchés. Les banques et les institutions financières aident les marchés à fonctionner et permettent aux petits investisseurs et aux petits emprunteurs de bénéficier des marchés financiers et ce faisant améliorer l'efficacité économique. Les banques sont devenues des intermédiaires importants entre les ménages ou les entreprises et les marchés en offrant un meilleur accès à l'information et gestion des risques. Les nouvelles recherches en intermédiation insistent sur les coûts de participation et la



gestion des risques (Allen et Santomero, 1998, 2001). En principe, les deux modes de financement directs et indirects sont plus complémentaires que concurrents.

ORGANISATION DU SYSTEME BANCAIRE ET FINANCIER



NB : Les chiffres présentés désignent le nombre d'agences (en activité) pour les banques et les établissements financiers et spécialisés, celui des unités en activité pour les sociétés d'investissement. En plus des 2 agences, la BTS dispose de 23 bureaux de représentation.
 * La Citibank et l'ABC possèdent deux branches d'activité : l'une onshore et l'autre offshore.
 ** dont 2 FCPG (fonds commun de placement garanti) et 2 FCP indiciel.

Source : Statistiques Financières, n°170, Mars 2010.

Leçon 2 : Les institutions financières

L'industrie financière est formée d'une multiplicité d'institutions financières. Les institutions financières se distinguent en banques, les institutions financières non bancaires, le Trésor public et la Banque Centrale.

1- La Banque Centrale

Créée par la loi du 19 septembre 1958, la Banque Centrale de Tunisie (BCT) est un établissement public doté de personnalité civile et d'autonomie financière. La mission principale est de *préserver la stabilité des prix*⁴. Elle se charge notamment de contrôler la circulation monétaire, de veiller au bon fonctionnement des systèmes de paiement, de superviser les établissements de crédit, de veiller sur la politique monétaire et aussi de préserver la stabilité et la sécurité du système financier.

Dans ce contexte, les missions particulières sont :

1-1- La BCT : Institution d'Emission de la monnaie nationale

La BC exerce pour le compte de l'Etat, le privilège exclusif d'émettre sur le territoire des billets de banque et des pièces métalliques. Elle s'intéresse aussi à leur diffusion à travers tout le territoire et au contrôle de leur qualité.

1-2-La BCT : La banque des banques

Comme banquier des banques, la BC

- tient les comptes courants des banques et assure le fonctionnement des services de compensation⁵.
- assure le refinancement des banques et joue le rôle du prêteur en dernier ressort.
- tient un service de centrale des risques, un service des risques bancaires afin d'évaluer les risques des crédits accordés par les banques

⁴ En mai 2006, il y eu amendement de la loi organique portant création de la BCT. En effet la loi n° 2006-26 du 15 mai 2006 a redéfini les attributions de la BCT dont la mission principale est, désormais d'assurer la stabilité des prix. Elle vise aussi de renforcer de la politique de transparence ; renforcer l'indépendance de la BCT et renforcer des opérations de contrôle et d'audit. Auparavant, la BCT a pour mission principale de veiller à la bonne marche du système financier et de défendre la valeur interne et externe de la monnaie. Par ailleurs, la loi n°2007-69 du 27 décembre 2007 relative à l'initiative économique a permis à la BCT de demander aux sociétés de recouvrement de créances, au même titre que les établissements de crédit, de lui fournir toutes les statistiques et les informations utiles pour connaître l'évolution du crédit et la conjoncture économique. Cette loi a aussi chargé la BCT de fixer les données techniques qui doivent être respectées par tous les organismes lors de la communication des informations au fichier des crédits non professionnels.

⁵ Si la banque reçoit de nombreux chèques tirés sur d'autres banques, alors le règlement des soldes est effectué par écritures aux comptes des différentes banques à la Banque Centrale.

- centralise les informations sur les incidents de paiements et les chèques sans provision.

1-3-La BCT : La banque de l'Etat : La BC tient le compte courant du trésor et assure les opérations de caisse, de banque et de crédit de l'Etat. Elle participe à la gestion de la dette publique, se charge des opérations relatives à l'emprunt de l'Etat et offre une assistance et conseils aux autorités publiques à agir convenablement.

1-4-La BCT : La gestion d'or et de devises

La BC est chargée de centraliser les avoirs en devises des différents agents économiques. Elle gère les réserves publiques de change affectant les ressources en devises du pays entre les différents agents économiques et les différents secteurs d'activité. Elle veille à la stabilité du taux de change, effectue la réglementation des changes et assure un rôle de surveillance des relations financières du pays avec l'étranger afin de protéger l'économie.

1-5- La BCT : Organe de contrôle des banques

La BC a pour mission de préserver la crédibilité et la fiabilité du système de paiement. La fonction d'autorité et de contrôle assure la sécurité des dépôts et du système bancaire. Elle édicte des règles des réserves obligatoires, de gestion comptable et des normes prudentielles (ex : les ratios entre les fonds propres et les engagements, les ratios de liquidité).

1-6- La BCT : Un appui à la politique économique de l'Etat

La BCT peut proposer à l'Etat les mesures qui généralement cherchent le développement de l'économie nationale telles que les mesures qui peuvent exercer une action favorable sur l'évolution des prix, la balance des paiements, les finances publiques etc...

1-7-La BCT : Suivi de la qualité des services bancaires : grâce à l'Observatoire des Services Bancaires, la BCT vise l'amélioration de la qualité des services bancaires et la compression des charges rattachées supportées par les clients. Ceci traduit la volonté des pouvoirs publics de préserver le droit de la clientèle bancaire et d'assurer sa pleine satisfaction et effectuer la mise à niveau des institutions bancaires et de consolider leur compétitivité.

2-Les banques

Généralement, la classification des banques diffère d'une économie à une autre selon différents critères:

- Banques universelles/Banques spécialisées : la banque universelle est habilitée à accomplir toutes opérations de la banque. La banque spécialisée ne peut accomplir que quelques opérations de banques étroitement liées.

- Banque conventionnelle/Banque islamique : la banque conventionnelle est une banque qui effectue les opérations bancaires traditionnelles. Toutefois, la banque islamique est une banque qui s'interdit le taux d'intérêt : «*interest free bank* ». Elle se fonde sur le partage du profit et des pertes entre l'épargnant et la banque et entre la banque et l'investisseur. Au delà des comptes courants, elle tient des comptes d'épargne et des comptes d'investissement. Les financements sont notamment des opérations de murabaha, musharaka, mudaraba. La murabaha consiste pour la

banque à acheter des biens et à les revendre à comptant ou au crédit moyennant une marge bénéficiaire. La musharaka est une technique de prise en participation en fonds propres qui implique un partage des gains et des pertes. Dans le cadre de la mudaraba, la banque apporte la totalité des fonds et l'entreprise s'occupe seulement de la gestion, les pertes sont essentiellement supportées par la banque.

L'intérêt pour les banques islamiques s'est notablement accru depuis la crise financière 2008. Ces banques ont été épargnées de cette crise. Toutefois, la finance conventionnelle se trouve face à des problèmes majeurs puisque les marchés financiers sont fragilisés par les anticipations irrationnelles des agents qui font fluctuer les cours d'une manière déconnectée de la sphère réelle⁶.

- Etablissement de crédit/ Banques spécialisées ou à statut particulier : La classification en Tunisie se base actuellement sur cette distinction. La loi du 10 juillet 2001 a institué la notion d'Etablissements de crédit qui comprend les banques et les établissements financiers (sociétés de factoring, les sociétés de leasing et des banques d'affaires). Cette réforme avait aboli la distinction entre les banques pour adopter le principe de banque universelle. Auparavant, les banques étaient classées en banque de dépôts, banque de développement, banque off-shore et banque d'affaires. Les banques de développement sont des institutions de financement créées notamment au début des années 80 pour apporter un appui financier aux entreprises⁷. Or, depuis la loi 94 les attributions de la banque de dépôt et de la banque de développement ont été définies d'une manière nouvelle en faveur d'une grande variété des opérations financières assurées.⁸.

2-1-Les banques universelles

Les banques de dépôt ou les banques commerciales devenues universelles remplissent plusieurs fonctions. Elles sont considérées comme des institutions financières monétaires puisqu'elles créent leur propre monnaie. Leur rôle consiste notamment à exercer les opérations bancaires à titre de profession habituelle et d'autres opérations liées à son activité à titre d'intermédiaire:

- Collecter les dépôts auprès des différents agents économiques quelque soit la durée et la forme.
- Assurer des crédits sous toutes les formes.
- Assurer le service de change et les opérations du commerce international pour le compte des opérateurs économiques.

⁶ Une solution avancée est la " reréglementation " à travers notamment la taxation des mouvements de capitaux spéculatifs comme la taxe Tobin.

⁷ Traditionnellement, ces banques distribuent des crédits à long terme et peuvent prendre des participations dans le capital social des entreprises. Elles peuvent collecter des dépôts à vue de leur personnel et des entreprises dont elles détiennent la majorité du capital. Elles identifient les projets, cherchent l'amélioration de la productivité et des performances des entreprises publiques et participent à la recherche des débouchés à l'extérieur et à la promotion du marché financier.

⁸ Peu à peu, les banques de développement ou d'investissement se sont transformées en banques universelles. En effet, la Banque de Développement Economique de la Tunisie (BDET) et la Banque Nationale du Développement touristique (BNDT) ont exercé leur fonction jusqu'à leur absorption par la Société Tunisienne de Banque (STB) en 2001. Tunisian Qatar Bank (TQB), la Banque Tuniso-Koweïtienne de développement et la Banque de Tunisie et des Emirats d'investissement (BTEI) se sont transformées en banques universelles en 2004 et la Société Tuniso-Saoudienne d'investissement et de développement (Stusid Bank) en Avril 2005.

- Mise à la disposition de la clientèle de la gestion des moyens de paiements tels que la tenue des comptes, les opérations de caisse et les traitements des chèques.
- Conseil et assistance en matière de gestion du patrimoine, gestion financière, ingénierie financière et d'une manière générale tous les services destinés à faciliter la création, le développement et la restructuration des entreprises.
- Prise de participation dans le capital des entreprises sous certaines conditions⁹.

En Mars 2010, les banques universelles tunisiennes sont au nombre de 21 : Arab tunisian bank (ATB) ; Banque franco-tunisienne (BFT) ; Banque nationale agricole (BNA) ; Attijari Bank (Attijari ex-BS) ; Banque de Tunisie (BT) ; Amen Bank (AB); Citibank (onshore) ; Arab Banking corporation (ABC onshore); Banque internationale arabe de Tunisie (BIAT) ; Société tunisienne de banque (STB) ; STUSID BANK ; Union bancaire pour le commerce et l'industrie (UBCI) ; Union internationale de banques (UIB) ; Banque de l'habitat (BH, ex-CNEL) ; Banque tunisienne de solidarité (BTS) ; Tunisian Qatar Bank (TQB, ex-BTQI); Banque tuniso-koweïtienne (BTK) ; Banque de Tunisie et des Emirats (BTE) ; Banque de financement des petites et moyennes entreprises (BFPME) ; Banque tuniso-libyenne (BTL) et Banque Zitouna (BZ qui est une banque spécialisée dans la finance islamique entrée en activité depuis mars 2010).

Les emplois des banques de dépôts : concours à l'économie, créances sur l'Etat, compte de trésorerie, autres poste nets.....

Les banques financent le crédit grâce à trois types de ressources :

- L'épargne liquide et à CT qu'elle collecte (dépôts à vue, dépôts à terme, placement contractuels (plans d'épargne logement), et le placement à court terme (certificats de dépôts).
- La monnaie créée par les banques qui alimente les dépôts (*Voir ULA3*)
- Les ressources empruntées à long terme et leurs capitaux propres.

La plupart des crédits accordés sont au profit des ménages et des entreprises. Les ménages demandent des crédits personnels, des crédits à la consommation et des crédits au logement. Les entreprises demandent des crédits à court terme, crédit à moyen terme et crédit à long terme. L'activité des banques a été libéralisée depuis 87¹⁰.

Les banques sont exposées à une multitude de risques : risque de liquidité, risque de crédit, risque de change, risque de taux.

2-2- Les banques d'affaires

Cette catégorie de banque a été prévue par la loi 49-25 du 7-2- 94 dans le but d'orienter l'activité bancaire en Tunisie vers la spécialisation objective. Ces banques

⁹ En effet, une banque de dépôt ne doit pas affecter plus de 10% de ses fonds propres à une participation dans une même entreprise ni détenir plus de 30% du capital d'une même entreprise.

¹⁰ La libéralisation des conditions de banque ayant été réalisée progressivement en janvier 87, puis en juin 94 (libéralisation totale des taux débiteurs appliqués aux activités non prioritaires), en novembre 96, (libéralisation des taux débiteurs appliqués aux activités prioritaires, suppression de la technique de réescompte en tant que technique de refinancement), en Avril 2008 (banques peuvent fixer librement le taux d'intérêt annuel appliqué aux montants inscrits dans les CSE. Ce taux ne doit pas être inférieur au taux de rémunération de l'épargne (TRE) qui est égal au taux moyen du marché monétaire (TMM) du mois précédent diminué de deux points de pourcentage).

ne collectent pas des dépôts et n'accordent pas des crédits, mais fournissent des services d'assistance et d'ingénierie financière. L'activité principale est d'effectuer des opérations liées à l'activité bancaire telles que les services de conseil et d'assistance en matière de gestion du patrimoine et de gestion financière, des services d'ingénierie financière et tous les services destinés à faciliter la création, le développement et la restructuration des entreprises.

Ces banques¹¹ contribuent à la création et au développement d'une activité de placement des titres sur les marchés de capitaux. Par conséquent, elles jouent un rôle actif de « pont » entre les entreprises d'une part et les marchés d'autre part.

2-3- Les banques Off-Shore

Les banques off-shore sont classées comme banques spécialisées ou à statuts particulier. La loi du 12-07-76 a autorisé la création de ces banques non résidentes travaillant en off-shore c-à-d avec les non résidents. Le but est de promouvoir l'Investissement Direct Etranger en Tunisie et de résoudre les difficultés financières que peuvent rencontrer les entreprises non résidentes. Elles sont habilitées à :

- Recevoir des dépôts des non résidents quel que soit la durée et la forme.
- Recevoir des fonds en provenance de l'étranger.
- Accorder des crédits aux non résidents.
- Participer au capital des entreprises non résidentes et souscrire aux emprunts émis par ces dernières.
- Effectuer en qualité d'intermédiaire agréé les opérations de change et de commerce extérieur de leurs clientèles résidentes.
- Résoudre les difficultés financières que peuvent rencontrer les entreprises non résidentes produisant pour l'exportation¹².

RQ : Ces banques ont été autorisées depuis 85 à collecter des dépôts et à accorder des crédits en dinars sous certaines conditions.

3- Les Institutions Financières Non Bancaires (IFNB)

Les IFNB tentent de satisfaire les besoins de financement mais au moyen des ressources non monétaires c-à-d dans la mesure où elles ont au préalable collecté les ressources correspondantes. Vis-à-vis du système bancaire, le rôle complémentaire des IFNB consiste à collecter d'autres ressources d'épargne et les adapter aux financements des besoins de l'économie, des financements différents de ceux offerts par les banques.

Les IFNB sont classées selon leur principale fonction.

3-1- Les IFNB de collecte d'épargne : Ces institutions collectent une épargne au delà de celle collectée par les banques.

¹¹ Il s'agit de l'International maghreb merchant bank (IMMB) et de la Banque d'affaires de Tunisie (BAT).

¹² En fin 2008, les emplois des banques non résidentes à la fin de 2008 sont répartis : crédits : 33,2% ; opérations de trésorerie 49,9%, portefeuille titres 8,6% et autres emplois 8,3%.

- Le Centre d'Épargne Postale : CEP (ex-CENT : Caisse D'épargne Nationale de Tunisie) est un organisme public dont la gestion est assurée par l'administration de la Poste.
- Les organismes de protection sociale : sont des collecteurs d'épargne dite forcée puisque sous forme de prélèvements obligatoires (ex : cotisation de la retraite) et aussi facultatives (ex : l'assurance maladie) tel que la Caisse Nationale de Retraite et de Prévoyance Sociale (CNRPS) qui offrent une couverture sociale aux affiliés. Elles offrent aussi des crédits aux affiliés et des placements sur le marché monétaire et financier.
- Les compagnies d'assurances : collectent des fonds auprès de leurs assurés afin de faire face aux frais de fonctionnement, à l'indemnisation des sinistres et investissent en emprunts obligataires, placements sur le marché monétaire, ... Leurs ressources sont constituées de primes contractuelles obligatoires (ex : automobile) et aussi facultatives (ex : assurance du logement contre l'incendie).

3-2- Les IFNB de financement : Ces institutions s'intéressent au financement des entreprises et proposent des formules adaptées et différentes du financement bancaire traditionnel.

- *Les sociétés de leasing ou crédit bail*¹³: Le leasing est une cession d'un droit d'usage à durée déterminée. Il peut donner accès à la propriété à l'expiration du contrat. En effet, le contrat de leasing est un contrat de location des biens mobiliers ou d'immeubles où l'entrepreneur peut rendre le bien à la fin du contrat, le louer à nouveau ou l'acquérir pour une valeur généralement prévue au moment de l'établissement du contrat¹⁴. Les ressources d'un organisme de leasing proviennent des fonds propres et aussi des emprunts obligataires.
- *Le factoring* : c'est une technique permettant à un créancier de pouvoir transférer ses créances à un tiers. Ces sociétés assurent la gestion des créances des entreprises. Elles achètent *avant leur échéance* les créances des entreprises et en supportent le risque de non paiement en prenant en charge (complètement ou partiellement) le risque d'insolvabilité des clients¹⁵.

¹³ En mars 2010, ce sont : Tunisie-Leasing (TL), UBCI leasing, la Compagnie internationale de leasing (CIL), Arab tunisian lease (ATL), Amen lease (AL) (en liquidation à partir de janvier 2008), Attijari leasing (Attij.L), Modern leasing (ML), Arab international lease (AIL), Best Lease (BL), Hannibal lease (HL) et El Wifack leasing (WL).

¹⁴ Le leasing présente certains avantages par rapport au financement traditionnel :

- couvrir la totalité de l'investissement puisqu'il constitue un financement à 100% alors que le financement bancaire exige que l'agent économique assure un certain autofinancement.
- limiter les pertes en cas d'échec du projet
- s'adapter au progrès technologique tout en modernisant les biens de leasing
- se prémunir contre un risque de réparation.

¹⁵ Parmi les avantages du factoring :

- Eviter une part importante des frais administratifs ce qui économise les frais du personnel, des bureaux et des marchés et allège par conséquent les charges de gestion.
- Une amélioration de la liquidité grâce à la baisse des arriérés de paiements.
- L'entreprise se prémunit du risque de créances impayées imprévisibles puisqu'on vend les créances avant leur échéance.

- *Les sociétés de recouvrement des créances* : la loi du 98-4 du 2 février 1998 relative au recouvrement des créances précise que ces sociétés ont pour objet l'achat de créances pour leur propre compte et le recouvrement des créances pour le compte des tiers. Les opérations de recouvrement de créances et de cession concernent les *créances échues, impayées* et déterminées dans leurs montant soit pour leur propre compte soit pour le compte des tiers et ce à titre de mandataire. En mars 2010, sociétés de recouvrement en activité sont au nombre de 13.

3-3 Les IFNB de placement : Ce sont essentiellement des sociétés d'investissement et des organismes de placement collectif.

--*Les sociétés d'investissement* sont des institutions spécialisées dans la vente, le placement et la négociation des titres financiers. Ces sociétés servent comme intermédiaires entre les marchés et les épargnants. Elles permettent à la petite épargne d'accéder aux avantages des placements importants de capitaux. Elles sont composées de Sociétés d'Investissement à Capital Fixe (SICAF (91)) et des Sociétés d'Investissement à Capital Risque (SICAR (44)).

* Les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF) : elles gèrent grâce à l'utilisation de leurs fonds propres un portefeuille de valeurs mobilières. Leur capital minimum est de 500 000 dinars. Les entreprises créent généralement des SICAF afin de gérer leurs portefeuille-titres et bénéficier aussi des avantages fiscaux.

* Les sociétés de capital risque (SICAR) : elles permettent un financement en fonds propres destiné aux PME présentant des risques telles que celles créées par de nouveaux jeunes promoteurs et celles réalisant des investissements à un fort volet technologique et innovatif. Les SICAR prennent des participations soit pour leur propre compte soit pour le compte des tiers et ce en vue de sa rétrocession, au encore pour le renforcement des leurs fonds propres.

--*Les organismes de placement collectif (OPC)*¹⁶ collectent l'épargne auprès du public afin de la placer sur les marchés financiers. Ils sont composés des Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV (43)), Fond Commun de Placement en valeurs mobilières (FCP (50)), Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR (9)), fonds d'amorçage (1), Fond Commun de Créances (FCC (2)).

*Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) : Elles ont pour objet l'acquisition et la gestion, pour leur propre compte, d'un portefeuille de valeurs mobilières exclusivement à partir de leurs fonds propres. L'actif des ces sociétés doit être composé de façon constante de valeurs mobilières ayant fait l'objet d'une émission publique ou cotées en bourse, de titres émis ou garantis par l'état et de fonds en dépôt. Leur capital est variable en fonction des nouvelles souscriptions (achat d'actions SICAV par des personnes physiques ou morales) et des rachats (vente des actions SICAV par des personnes physiques ou morales).

*Les fonds commun de placement (FCP) : Ils ont le même objectif de gestion que les SICAV, mais juridiquement, ils n'ont pas de personnalité morale puisque les FCP ne

¹⁶ Il est important de souligner que les classements et appellations de ces institutions ne cessent de changer. Par exemple, en 2004 et 2005, on parle plutôt des OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) que des OPC qui collectent l'épargne auprès du public afin de la placer sur les marchés financiers.

sont pas des sociétés mais des co-propriétés, les investisseurs sont des porteurs de parts et non des actionnaires. Leur gestion est confiée à un gérant (une banque, un intermédiaire en bourse, une société de gestion).

*Les fonds communs de créances (FCC) : Ce sont des co-propriétés dépourvues de personnalité morale ayant comme objectif d'acquérir des créances saines et de les transformer en titres négociables cédés sur le marché financier : c'est la technique de *titrisation* des créances. La titrisation permet la mobilisation de l'épargne longue et le refinancement pour les banques

*Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR) :

Le fond commun de placement à Risque permet de faciliter et de promouvoir le développement des PME innovantes notamment pour des projets innovants et à fort contenu technologique que présentent les diplômés de l'enseignement supérieur. En principe, le FCPR participe à hauteur de 49% aux fonds propres des nouveaux projets dont le coût total d'investissement ne dépasse pas 5MD. Ceci permet de favoriser la création des entreprises, la création des emplois pour les diplômés de l'enseignement supérieur, l'amélioration de la productivité de l'industrie tunisienne etc..

* Fonds d'amorçage : La loi n°2005-58 du 18 juillet 2005 a défini les fonds d'amorçages comme des fonds communs de placement en valeurs mobilières dont l'objet est le renforcement des fonds propres des projets innovants avant la phase de démarrage effectif. Ils aident les promoteurs à exploiter les brevets d'invention, achever l'étude technique et économique du projet, développer le processus technologique du produit avant la phase de la commercialisation et aussi achever le schéma de financement. Il est à remarquer que les porteurs de parts de fonds d'amorçage ne peuvent demander le rachat de celles-ci avant l'expiration de la période fixée dans le règlement intérieur du fonds. Le gestionnaire d'un fonds d'amorçage est soit une banque soit un intermédiaire en bourse ou une société habilitée légalement à gérer des portefeuilles en valeurs mobilières pour le compte des tiers

4-Le trésor Public

Le trésor est l'Etat mais considéré du point de vue de ses activités financières, la personnalisation financière de l'Etat. C'est une administration financière qui joue essentiellement 2 fonctions :

-- La fonction de caissier de l'Etat : le trésor pour fonction essentielle de percevoir les recettes de l'Etat et d'assurer ses paiements dans le cadre de ses décisions budgétaires.

Les recettes de L'Etat sont composées des recettes fiscales (Impôts directs, impôts indirects) et des recettes non fiscales tels que les recettes en capital de la vente des stocks stratégiques, de terrain et des actifs incorporels....

Les dépenses de l'Etat se distinguent en dépenses ordinaires (dépenses de fonctionnement, intérêts de la dette, subventions aux fonds spéciaux.....) et aussi les

dépenses d'équipement (investissement direct, opérations financières, principal de la dette.....).

-- La fonction de banquier de l'Etat : le trésor permet à l'Etat d'accéder aux multiples sources de financement et contribue à la mobilisation d'une grande partie de l'épargne existante. Pour financer le déficit budgétaire de l'Etat, le trésor public a recours essentiellement à 4 ressources :

- Les dépôts des correspondants : les correspondants du trésor dont les ressources sont constitués en partie des ressources ou des cotisations à caractère obligatoire sont tenus de déposer leurs fonds au trésor (municipalité, université, PTT,...).

- Les emprunts intérieurs : le trésor emprunte de l'argent sur le marché intérieur en s'adressant directement aux banques commerciales ou encore aux ANF qui achètent les bons de trésor. Depuis 89, l'Etat émet plusieurs types de bons de trésor¹⁷.

- Les emprunts extérieurs : le trésor peut emprunter pour le compte de l'Etat de l'argent de l'extérieur auprès des banques étrangères, organismes financiers internationaux.

- Les avances de la BCT : les avances peuvent être provisoires ou définitives.

RQ :

*La tendance récente du financement du déficit budgétaire est en faveur du développement du financement externe comme l'endettement sur le marché financier japonais, américain et européen. Par ailleurs, le trésor préfère actuellement émettre des bons de trésor sur le marché financier plutôt que sur le marché monétaire.

*Le trésor joue le rôle d'intermédiaire financier. Il gère les dépôts grâce au centre de chèques postaux (CCP), collecte les fonds d'épargne grâce au Centre d'épargne postale (CEP ex. CENT) et apporte ses concours à l'économie sous forme de crédits aux entreprises, de participation au capital de certaines entreprises, octroi de subventions, etc....

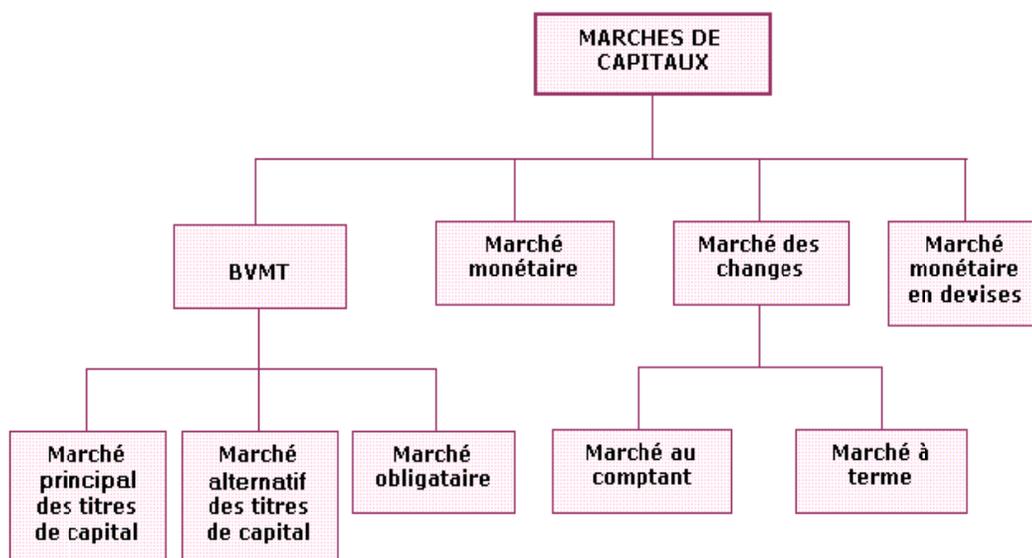
¹⁷ On distingue les Bons de Trésor Cessibles (BTC institués en 89), négociables en bourse (BTNB 93), assimilables (BTA en mars 99), et ceux à court terme (BTCT en octobre 99) et ceux à zéro coupon (juillet 2006) gardés en portefeuille par les banques.

Leçon 3 : Les marchés des capitaux

Les marchés de capitaux sont des lieux où les emprunteurs émettent des titres (*demande de fonds prêtables*) à l'intention des épargnants (*offre de fonds prêtables*). Les marchés assurent le financement direct de l'économie.

Généralement, on distingue le marché de fonds à court terme : «le marché monétaire » et le marché de fonds à long terme «Le marché financier».

En Tunisie, l'organisation des marchés de capitaux est la suivante (*Source : Site de la BCT, consulté le 16 Août 2010*)



1- Le marché monétaire

Le marché monétaire est le lieu de rencontre des offreurs et des demandeurs à court terme. Le marché monétaire se subdivise en deux :

- Le marché interbancaire : le lieu d'échange de liquidité entre les banques à excédents à liquidité et celles à déficit de liquidité. C'est le marché où se détermine le taux de l'argent de court terme pour la banque qui lui servira de taux de base bancaire.
- Le marché des titres de créance négociables : où s'échangent les titres négociables de court terme contre des fonds. Ce marché est ouvert, en plus des banques, à tous les agents économiques remplissant certaines conditions.

En Tunisie, au début, il y a eu un échange libre de liquidités entre les banques. A partir de 1963, le marché monétaire a été institutionnalisé, ce qui signifie que la BCT organise le marché interbancaire en centralisant les offres et les demandes de liquidité. Le marché monétaire demeure un marché interbancaire c-à-d réservé aux banques. Toutefois, depuis le Programme d'Ajustement Structurel en 1986, une série

de réformes a été engagée afin de dépasser les procédures centralisées et créer un marché où tous les opérateurs économiques (banques, trésor, entreprises) peuvent intervenir grâce à l'instauration d'une nouvelle organisation du marché où le taux d'intérêt peut être négocié librement.

1-1-Les intervenants sur le marché monétaire

Le marché monétaire est un marché où interviennent :

- Les agents détenant un excédent de liquidité qui cherchent à placer leur argent, à effectuer des opérations d'arbitrage grâce aux différents cours et donc à rentabiliser leurs excédents de liquidité.
- Les agents ayant un déficit de liquidité qui cherchent à emprunter la quantité de monnaie nécessaire au règlement de leurs déficits. Ceci permet aux institutions financières de résoudre les problèmes de transformation qui se posent surtout pour les financements de long terme.
- La Banque Centrale intervient de façon permanente afin de mettre en œuvre la politique monétaire. En effet, ce marché est utilisé pour la régulation et le contrôle de la liquidité bancaire et la création monétaire. La BCT influence le niveau de fixation du taux du marché monétaire qui est un taux pilot pour l'ensemble des taux. Elle intervient pour fournir des liquidités sous forme d'achats sur appel d'offres et sous forme de prise en pension. La BCT intervient également pour éponger des liquidités sous forme d'adjudication. Par ailleurs, afin d'influencer le taux d'intérêt du marché monétaire, la BCT peut effectuer des opérations ponctuelles d'injection et de ponction de liquidités sur le marché monétaire.
- L'appel d'offre : La BCT offre un montant de monnaie centrale en fonction des besoins prévisionnels des banques. Le taux de l'appel d'offre est le taux planché du marché monétaire.
- La prise en pension de 1 à 7 jours¹⁸ : La BCT peut octroyer un prêt sous forme de pension de 1 à 7 jours dont les banques choisissent la durée qui leur convient. Ce prêt s'effectue contre la remise d'effets publics ou privés. La cession de titres de créances est assortie d'une clause de rachat tout aussi ferme et au comptant augmentée des intérêts, à une date convenue à l'avance. Le taux de la prise en pension est le taux plafond du marché monétaire.
- La ponction de liquidité sous forme d'adjudication : La BCT informe les banques de son intention d'emprunter des liquidités en précisant la période de l'emprunt. Après les soumissions des banques à l'adjudication, la BCT conclue les emprunts en fonction du montant à éponger en commençant par les taux d'intérêt les moins élevés.

¹⁸ En novembre 2001, il y a eu la première opération de prise en pension des bons du Trésor par voie d'appel d'offres mensuel. Cet instrument permet à la Banque Centrale d'avoir un taux d'intérêt à 3 mois qui va contribuer à la hiérarchisation des taux d'intérêt sur le marché monétaire.

- Les opérations ponctuelles: La BCT intervient en dernier ressort pour assurer une liquidité pour 24 heures en cas d'insuffisance des liquidités ou encore pour éponger en cas de surliquidité du marché.

EVOLUTION DU VOLUME DES OPERATIONS DE POLITIQUE MONETAIRE

(Données de fin de période en MDT)

Désignation	Déc. 2007	2 0 0 8			
		Mars	Juin	Sept.	Déc.
Appels d'offres	-279	-337	-1.128	-1.199	0
Prises en pension de 1 à 7 jours	0	0	+78	0	0
Opérations ponctuelles nettes	0	0	0	0	0
Opérations d'open-market	+25	+25	+25	+25	+25
Pensions livrées	0	0	0	0	0
Total	-254	-312	-1.025	-1.174	+25

Source : Rapport Annuel de la BCT 2008.

1-2- Les instruments de l'échange

Actuellement, les titres échangés sur ce marché sont :

- Les certificats de dépôts : sont des titres de créances nominatifs négociables par transfert de compte en compte émis par banques d'une durée maximum de 5 ans. Ces titres sont représentatifs de dépôts effectués auprès des établissements de crédit. Ces certificats permettent aux banques de se procurer des liquidités et les aide à maintenir leur rôle d'intermédiation.
- Les Billets de trésorerie sont émis par les entreprises pour un montant minimum nominal représentant un multiple de cinquante mille dinars. Les billets doivent être domiciliés auprès d'une banque. Les billets de trésorerie offre une rémunération à taux fixe déterminée lors de l'émission et ne peuvent comporter de prime de remboursement.

RQ : Les Bons de Trésor Cessibles émis par le trésor sur le marché monétaire ayant constitué la dynamique du marché ne sont plus émis étant donné la préférence du trésor pour les ressources extérieures et à plus longue échéance. En effet, depuis 1999, l'Etat a cessé d'émettre ces Bons de Trésor Cessibles sur le marché monétaire. Ces derniers ont été intégralement remboursés en juin 2003. Depuis, l'Etat n'émet des bons de trésor que sur le marché financier.

La cession des titres de créances peut être définitive (prise ferme) ou assortie d'une clause de rachat au comptant et à une date convenue à l'avance (prise en pension).

2- La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis

La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis est le marché financier. C'est le lieu de rencontre entre les offreurs et les demandeurs de capitaux à moyen et long terme permettant l'émission et l'échange de titres qu'on appelle valeurs mobilières. Ce

marché permet de mobiliser l'épargne financière à long terme pour financer l'investissement des entreprises et de l'Etat¹⁹.

2-1- Les intervenants sur le marché

- Les émetteurs de titres sont des agents qui ont besoin d'un capital soit pour fonder une entreprise soit pour financer leurs investissements, leurs fonds de roulement ou leurs déficits.
- Les offreurs de capitaux : sont des agents qui désirent rentabiliser leurs fonds²⁰. On distingue les épargnants, les investisseurs et les spéculateurs.
- Les intermédiaires en bourse : leur mission est de rapprocher les offreurs et les demandeurs de capitaux. Ils ont le rôle de réaliser la négociation et les placements des valeurs mobilières.

2-2- Les instruments de l'échange

- Les actions sont des titres de propriété représentatifs d'une part du capital. Elles sont émises à l'occasion de la constitution des sociétés ou d'un accroissement de leur capital. Ces titres offrent des dividendes en fonction des résultats des sociétés et de la décision prise de distribution des bénéfices. Les actions permettent à l'actionnaire de participer aux décisions de l'entreprise (conseil d'administration). C'est le marché de fonds propres.
- Les obligations sont des titres de créances à long terme représentant une dette et donnant droit à une rémunération fixe, les intérêts.

Toutefois, on constate une tendance vers la diversification des titres négociés en bourse et la création de nouveaux titres de capital tels que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, les certificats d'investissement et des titres hybrides (les titres participatifs, les obligations convertibles en actions). Par exemple, les titres participatifs donnent droit à une rémunération qui comporte une partie fixe et une partie variable avec le résultat de l'entreprise.

On distingue :

- Le marché primaire/ le marché secondaire : les émissions des titres s'effectuent sur le marché primaire (le marché des titres neufs qui cherchent à apporter du capital à

¹⁹ Au 31 mars 2010, le nombre des sociétés cotées en bourse s'élève à 52 dont 19 sociétés financières (11 banques, 5 sociétés de services financiers, 3 compagnies d'assurances) ; 4 Sociétés d'investissement et holdings, 4 sociétés des Services aux consommateurs (4) ; 8 sociétés de Biens de consommation ; 7 sociétés d'industrie ; 4 sociétés de Matériaux de base ; 1 société de Pétrole et gaz (1) ; 1 société de Télécommunications et 2 sociétés de Santé.

Pour connaître la réglementation de la bourse : <http://www.cmf.org.tn/pdf/textes-ref/reglementations/version-fr/bourse/rgb.pdf>.

²⁰ Selon James Tobin, le Q de Tobin est à la base des décisions d'investissement des entreprises. Le Q de Tobin est le rapport entre la valeur en Bourse du capital et le coût de remplacement du capital. En effet, lorsque la valeur en Bourse est supérieure à la valeur de remplacement ($Q > 1$), les entreprises sont favorables à l'investissement dans la mesure où la valeur attendue des profits est supérieure à la valeur des nouveaux investissements, dans le cas inverse, les entreprises préfèrent désinvestir. La valeur en Bourse du capital d'une entreprise est équivalente à ses profits présents et attendus.

l'émetteur). Ce marché assure le financement direct de l'économie. Toutefois, les négociations des titres anciens se réalisent sur le marché secondaire (le marché d'occasion qui assure les transactions d'achats et de ventes des titres déjà émis). Ce marché assure la liquidité des titres.

- La cote de la bourse/ hors cote :

--Depuis septembre 2007, la cote de la bourse comprend 3 marchés :

* Le marché principal des titres de capital : ouvert aux sociétés anonymes qui présentent un certain nombre de critères d'ouverture du capital au public, de taille, de performance, de liquidité et de transparence ;

* Le marché alternatif des titres de capital ouvert aux PME qui peuvent être cotées sur le marché principal avec des conditions assouplies et celles créées par appel public à l'épargne notamment celles qui réservent à l'APE une partie du financement des «grands projets » dès leur création.

* Le marché obligataire : ouvert aux titres de créance émis par l'Etat, les collectivités publiques locales et tous les autres titres de créance émis par les organismes de droit privé admis à la négociation sur le marché.

-- Le Marché hors cote : sont échangées, dans ce cadre, les actions et les obligations qui ne sont pas admises à la cote de la Bourse. Certaines entreprises qui étaient admises à la cote de la bourse peuvent être radiées et transférées à la hors cote²¹.

Selon le Bulletin officiel n° 3642 du mercredi 14 juillet 2010, le marché principal comporte 52 entreprises, le marché alternatif comporte 3 sociétés, les sociétés non admises à la cote s'élèvent à 103 et les organismes faisant appel public à l'épargne s'élèvent à 93 entreprises. Source : http://www.cmf.org.tn/pdf/informations_ste/liste_ste_ape.pdf

Historiquement, le marché boursier tunisien a été créé par la loi du 28 février 1969. Il a été longtemps considéré comme une simple caisse d'enregistrement dans la mesure où le volume de l'épargne mobilisée ne dépasse pas 2.5% de l'épargne nationale en 87. A partir de 89, on a introduit une série d'innovations dans le but de dynamiser la bourse et d'orienter l'épargne vers les placements en bourse : un nouveau statut des intermédiaires, la réduction des impôts sur les bénéfices pour les entreprises cotées (de 35% à 20% sur les bénéfices imposables pendant une période de 5 ans pour les entreprises cotées), une nouvelle réglementation des sociétés d'investissement et des emprunts obligataires, l'exonération de la plus-value boursière et des dividendes et la création de nouveaux produits financiers tels que les fonds communs de placements, la gestion de portefeuille et de nouveaux titres, l'introduction de l'Appel Public à l'Epargne²², l'institution des "compte épargne en actions" afin d'inciter les personnes physiques à épargner à long terme dont 80% au moins sont affectés à l'acquisition d'actions en 99, la loi 99-92 du 17 août 99 relative à la relance du marché financier, le lancement du Marché Alternatif, l'introduction du

²¹ Par exemple, certaines sociétés ont été radiées de la cote de la Bourse et transférée à la «hors-cote» tels que Amen Lease (19 septembre 2005), Carte (2 juin 2008), El Mazraa (17 juin 2008) et Karthago Airlines (26 juin 2008), le titre PBHT (1 février 2010).

²² L'appel public à l'épargne nécessite l'information du public de l'organisation de la société, son activité ainsi que les caractéristiques et l'objet du titre qu'elle se propose d'émettre.

rating fin 96 grâce à *Magreb Rating*²³ et le passage à la version V900 du système de cotation électronique NSC en Décembre 2007, etc... Mais, la réforme la plus importante du marché financier est la loi 94-117 qui a réorganisé le marché, elle a séparé la fonction de contrôle de la fonction de gestion du marché. On distingue :

- *Le Conseil du marché financier* qui organise et assure le bon fonctionnement du marché et des produits financiers et veille à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières sous la tutelle du ministère des finances. Il surveille la bourse ainsi que tous les intervenants sur le marché, édicte des réglementations, supervise et assure la transparence de l'information financière.

- *La société la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT)* est une Société anonyme détenue par les intermédiaires en bourse. Elle s'occupe de la gestion matérielle des titres. Elle assure la sécurité matérielle, enregistre les transactions effectuées et les cours établis et s'assure que les opérations boursières se déroulent conformément aux conditions réglementaires.

- *La Société Tunisienne Interprofessionnelle pour la compensation et le dépôt des valeurs mobilières (STICODEVAM)* : c'est un dépositaire central de titres qui assure la mise en place d'un système comptable des titres permettant le transfert de leur propriété par une compensation scripturale inter-comptes, la simultanéité de paiement et la cession des valeurs mobilières, la garde des titres et aussi la livraison des titres. Ainsi, elle assure le dénouement des opérations financières²⁴.

- *Le Fonds de Garantie de Marché (FGM)* : il s'interpose entre les intermédiaires en Bourse afin d'assurer la bonne fin des transactions pour éliminer les éventuels défauts entre eux. Il est alimenté par les différentes contributions des intermédiaires à ce fonds Il a commencé ses activités parallèlement au nouveau système de cotation électronique à partir du 25 octobre 1996.

RQ : Les indices boursiers permettent d'apprécier la performance du marché financier.

- La capitalisation boursière : elle correspond au produit du nombre des actions inscrites à la cote de la Bourse par leurs derniers cours de la période. La capitalisation boursière permet d'apprécier la taille du marché boursier.

- Indice général - BVMT (base 100 le 30 septembre 1990) : cet indice intègre un échantillon de référence des actions admises en bourse. Depuis 31 mars 98, le nouvel échantillon se limite aux valeurs dont la fréquence de cotation est supérieure à 60%. L'évolution de cet indice reflète celle du rendement moyen du marché. Depuis le 2 janvier 2009, l'indice BVMT n'est plus publié.

- Indice TUNINDEX : c'est un indice de capitalisation boursière, base 1000 le 31 décembre 1997, publié le 1er avril 1998. Il considère l'évolution moyenne des cours boursiers pondérés par les nombres de titres émis. L'échantillon de base regroupe les valeurs admises par leurs actions ordinaires à la cote de la Bourse et dont la

²³ Le rating est un processus d'évaluation où une note est accordée à un émetteur de titres. Il évalue la capacité de cet émetteur à honorer ses engagements et permet d'apprécier le risque de contrepartie.

²⁴ Dans le cadre du dénouement, le règlement des espèces (pour l'acheteur) et la livraison des titres (pour le vendeur) s'effectuent simultanément à la date J+3

période de séjour dans l'un des marchés de la cote est de 6 mois au minimum. Toutefois, depuis début janvier 2009, l'indice n'est plus pondéré par la capitalisation boursière totale mais par la capitalisation flottante. Ceci signifie que le nombre de titres pris en compte dans le calcul de la capitalisation boursière est le nombre de titres mis à la disposition du marché et non plus comme auparavant le nombre de titres admis.

Evolution de l'activité du marché financier 2004-2008

Désignation	2004	2005	2006	2007	2008
Emissions de l'Etat*	2.596	1.631	1.495	1.480	735
-Bons du Trésor assimilables (BTA) et Bons du Trésor à zéro coupon (BTZc)	1.916	1.137	1.009	945	612
-Bons du Trésor à court terme (BTCT)	680	494	486	535	123
Encours des bons du Trésor (fin de période) -BTA et BTZc	5.159	5.267	6.074	6.412	5.973
	4.448	4.776	5.577	5.868	5.850
-BTNB	51	27	10	0	0
-BTCT	660	464	487	544	123
Encours des bons du Trésor/PIB (en %)	14,7	13,9	14,6	14,3	12,0
Emissions des entreprises par APE*					
Montants visés	181	167	426	348	640
- Augmentations de capital	70	67	198	94	266
- Emprunts obligataires	111	100	228	254	374
Fonds levés	174	195	365	489	644
- Augmentations de capital	70	64	164	126	252
- Emprunts obligataires	104	131	151	313	392
- Fonds commun de créances (FCC)	-	-	50	50	-
Contribution du marché financier au finan- cement de la FBCF du secteur privé (en%)	3,8	4,0	6,7	7,5	8,3
Montant des transactions sur la cote de la bourse	317	701	746	915	2.109
- Titres de capital(a)	283	621	707	836	1.914
- Titres de créance	34	80	39	79	195
Nombre de sociétés cotées (en unités)	44	45	48	51	50
Capitalisation boursière(b) Capitalisation boursière/PIB (en %) TUNINDEX en points (base 1.000 le 31/12/1997) Taux de rotation annuel(a/b) (en %) Taux de liquidité (en %)	3.085 8,8 1.331,82 9,2 38	3.840 10,2 1.615,12 16,2 55	5.491 13,3 2.331,05 12,9 52	6.527 14,3 2.614,07 12,8 49	8.301 16,5 2.892,40 23,1 63
Montant des transactions sur le marché hors-cote	20	25	39	41	48
Montant des enregistrements et déclarations	352	934	3.822**	788	1.973
Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (hors Fonds commun de placement à risque					

(FCPR) -Unités en activité	34	35	44	57	76
-Actifs gérés	1.998	2.357	2.639	3.042	3.640

Source : Rapport Annuel BCT.2008

3-Le marché de change

Le marché de change est le lieu où s'établit la valeur des Monnaies étrangères en terme de monnaie nationale et par conséquent la valeur de la monnaie nationale en fonction des monnaies étrangères. C'est le lieu où s'échangent les devises contre d'autres devises ou contre le dinar.

Le transfert de fonds d'un pays à un autre pays (sauf dans la zone euro) implique la conversion de la devise du pays d'origine en devise du pays de destination. Les opérations de change portent aussi bien sur des billets (change manuel) que sur les avoirs en compte à l'étranger (change scriptural)²⁵.

3-1- Le marché des changes au comptant :

Le marché des changes au comptant a été institué depuis mars 1994 dans le cadre des mesures d'assouplissement du contrôle de change et de délégation des responsabilités de la BCT aux intermédiaires agréés. C'est le lieu où interviennent les intermédiaires agréés résidents et non-résidents. Les banques interviennent sur ce marché soit pour le compte de leurs clients soit pour leurs propres comptes. La BC intervient pour défendre la valeur de la monnaie nationale. De nos jours, la BCT mène une politique de change flexible. On note aussi les intermédiaires agréés du marché qui sont courtiers et qui assurent l'information du marché et mettent les acheteurs et les vendeurs en relation.

Le taux de change au comptant (spot) concerne une opération de change immédiate. Le taux de change du dinar a connu, depuis le début de l'année 2010 et jusqu'au 28 juillet, une baisse de 9,3% par rapport au dollar américain et une quasi-stabilité vis-à-vis de l'euro.

²⁵ Les opérations sur le marché des changes se distinguent en opérations d'arbitrage (réaliser un gain en profitant du différentiel des taux de change en achetant une devise bon marché et en la revendant plus cher) ; les opérations de couverture (se couvrir pour ne pas courir le risque lié aux fluctuations de taux de change) et les opérations de spéculation (chercher à vendre les devises dont il anticipe la dépréciation et acheter celles dont il anticipe l'appréciation).

Cours sur le Marché des Devises Cotées en dinar tunisien
 Moyens le Marché des Devises Cotées en dinar tunisien
 des le Marché des Devises Cotées en dinar tunisien
 (Opération en Compte et au Comptant) des Devises Cotées en dinar tunisien

Journée du 17/08/2010



Monnaie	Sigle	Unité	Valeur
DINAR ALGERIEN	DZD	10	0,1928
RYAL SAOUDIEN	SAR	10	3,8808
DOLLAR CANADIEN	CAD	1	1,4006
COURONNE DANOISE	DKK	100	25,1347
DOLLAR DES USA	USD	1	1,4666
LIVRE STERLING	GBP	1	2,2743
YEN JAPONAIS	JPY	1000	17,0413
DIRHAM MAROCAIN	MAD	10	1,7070
COURONNE NORVEGIEENNE	NOK	100	23,6750
COURONNE SUEDOISE	SEK	10	1,9841
FRANC SUISSE	CHF	10	14,0500
DINAR KOWEITIEN	KWD	1	5,0540
DIRHAM DES EAU	AED	10	3,9623
EURO	EUR	1	1,8886
DINAR LIBYEN	LYD	1	1,1505
OUGUIYA MAURITANIEN	MRO	100	0,5086
DINAR DE BAHREIN	BHD	1	3,8603
RYAL QUATARI	QAR	10	3,9979

Répartition par devise des transactions sur le marché des changes (opérations en compte et au comptant)

(en MDT)

Désignation	2009			6 mois 2010		
	Marché interbancaire	BCT	TOTAL	Marché interbancaire	BCT	TOTAL
USD	4885	529	5414	2814	1151	3965
EUR	8765	1324	10089	4444	1540	5984
JPY	127	0	127	67	0	67
Autres	94	51	145	12	15	27
Total	13871	1904	15775	7337	2706	10043

Source : <http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/francais/indicateurs/changes.jsp>

3-2- Le marché des changes à terme :

La création de ce marché à terme est intervenue en 1997. C'est le lieu où les intermédiaires agréés résidents et non-résidents peuvent se constituer contreparties dans les opérations de change à terme pour le compte de leur clientèle résidente et ce, au titre des opérations d'importations de B et S et des opérations de prêts et d'emprunts pour une durée maximum de 12 mois et des opérations pour une durée

maximum de 9 mois²⁶. Depuis 2001, l'utilisation des couvertures de change à terme s'est étendue aux opérations financières au-delà des opérations commerciales pour des opérations de swaps de change devises/dinars²⁷ et des accords de garantie de taux d'intérêt ou «Forward Rate Agreement-FRA».

Le principe des opérations à terme: si un acheteur croit en une hausse du cours d'une titre, il achète aujourd'hui bon marché ce titre qu'il revendra ultérieurement à un cours plus élevé. A l'encontre, si le vendeur croit que le cours va baisser, il vend aujourd'hui des titres qu'il ne possède pas afin de les racheter à un prix inférieur. Le taux de change à terme (future) est un taux de change qu'on se fixe aujourd'hui pour un échange qui aura lieu plus tard.

Cours moyens à terme en dinar tunisien

Journée du 17/08/2010

Période	USD	EUR
6 Mois	1,4950	1,9278
3 Mois	1,4818	1,9083

Source : <http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/francais/actualites/cours.jsp>

Rq : Le Marché monétaire en devises qui a été créé en 1989 est un marché sur lequel s'échangent les liquidités en devises entre les banques résidentes et non-résidentes installées en Tunisie sous forme de prêts qu'elles s'accordent mutuellement.

Conclusion : Le financement de l'économie tunisienne est assuré en grande partie par les banques et donc par création monétaire. En effet, depuis l'indépendance, les autorités tunisiennes consolident le rôle des banques en faisant du secteur bancaire la source principale du financement du développement. Ainsi, les banques ont acquis grâce à leur expérience une collecte importante de l'épargne et une maîtrise des canaux de financement. Elles sont synonymes de sécurité, liquidité et rentabilité.

Toutefois, il y a eu des mesures de modernisation et de libéralisation des activités bancaires, la promotion du marché financier et la dynamisation du marché monétaire. Les réformes cherchent à mobiliser l'épargne et à limiter le recours au système. L'évolution s'est traduite par un renchérissement des ressources des banques étant donné la baisse de la part des ressources de bon marché (dépôts à vue) en faveur des ressources quasi monétaires, d'où l'augmentation des coûts moyens des ressources. En plus, les banques sont face à une concurrence de la part des autres institutions et le développement des possibilités de financement sur le marché. Ainsi, les banques doivent développer des activités de conseil, d'arbitrage, de collecte d'épargne à long terme grâce aux SICAV. Par ailleurs, selon les nouvelles lois, les banques ont été obligées d'augmenter leurs fonds propres (un ratio minimum entre les fonds propres et les engagements) afin de consolider leurs assises financières et accroître leur compétitivité.

²⁶ Le cours à terme s'exprime souvent comme un pourcentage par rapport au cours au comptant, s'il est plus élevé que le cours du comptant on l'appelle le report s'il est moins élevé on l'appelle deport.

²⁷ Un SWAP de change ou SWAP de devises est une vente au comptant d'une devise combinée à un rachat à terme de la devise.

Le marché monétaire n'est pas encore réellement développé. Quant au marché financier, il est un marché émergent. Il présente toujours des insuffisances tels que le déséquilibre entre l'offre et la demande, la faible diversification des titres financiers, exiguïté du marché réduit aux banques aux institutions financières et aux sociétés de grande taille, le manque de transparence de la part des entreprises²⁸.

Au total, le manque de développement des marchés de capitaux a entraîné un financement dominé par les banques, un système bancaire, centré et cloisonné. *L'économie est plutôt une économie d'endettement où le financement s'effectue notamment grâce aux crédits.* Or, le financement intermédié présente certains inconvénients. En effet, la multiplication des intermédiaires entre les épargnants et les utilisateurs de l'épargne ralentit le processus de financement et élève le coût du financement. Selon Alaya (2002), l'insignifiance des marchés en Tunisie sont dues à des défaillances de l'épargne et des épargnants, des emprunteurs, des animateurs de marchés et aussi des supports des transactions. Des réformes sont toujours conduites cherchant l'évolution vers un système performant.

Annexe : Les conditions communes d'admission aux marchés de titres de capital:

Source : <http://www.bvmt.com.tn/documentation/market-infos/?view=Conditions-admission>

- Publication des comptes annuels certifiés des deux derniers exercices avec possibilité de dérogation pour les sociétés dont l'entrée en activité est inférieure à 2 ans.
- Diffusion de 10% du capital dans le public avec possibilité de dérogation en cas de diffusion d'un montant de 1 millions de dinars.
- Présenter un rapport d'évaluation sur les actifs de la société.
- Disposer d'une organisation adéquate, d'un audit interne, d'un contrôle de gestion,...
- Présenter des informations prévisionnelles sur 5 ans, établies par le conseil d'administration, accompagnées de l'avis du commissaire aux comptes.
- Produire un prospectus d'admission visé par le Conseil du Marché

2-Les conditions spécifiques:

Marché Principal	Marché Alternatif
*Les deux derniers exercices bénéficiaires. Cette condition n'est pas exigée si la société s'introduit par la procédure d'inscription directe suite à une augmentation de capital.	La condition de bénéfices n'est pas exigée.
Répartition des titres de la société détenus par le public entre 200 actionnaires au moins, au plus tard le jour de l'introduction.	Répartition des titres de la société détenus par le public* entre 100 actionnaires au moins ou 5 actionnaires institutionnels au plus tard le jour de l'introduction.
*Avoir un capital minimum de 3MD le jour d'introduction.	La condition de capital minimum n'est pas exigée.
	-L'admission peut être également demandée par une société quand son capital est détenu, depuis plus d'un an, à hauteur de 20% au

²⁸ Historiquement, les cours ont atteint des records historiques en 94 et 95, A partir de 97, il y a un processus de rationalisation du marché.

moins par deux investisseurs institutionnels, au minimum.

- L'admission peut être également demandée par une société en cours de constitution par appel public à l'épargne (cas de grands projets). Pour ce cas, l'admission au marché alternatif est prononcée directement par le CMF.

-Présentation par un listing sponsor d'une attestation de réalisation de diligences pour l'admission de titres sur le marché alternatif.

-La société doit désigner, durant toute la période de séjour de ses titres au marché alternatif, un listing sponsor. La durée du mandat conférée au listing sponsor ne doit pas être inférieure à deux ans.

* Par public, on entend les actionnaires détenant individuellement au plus 0,5% du capital et les institutionnels détenant individuellement au plus 5% du capital.

L'offre et la demande de monnaie

Mme Daoud Ben Jedidia khoutem

Attention !

Ce produit pédagogique numérisé est la propriété exclusive de l'UVT. Il est strictement interdit de la reproduire à des fins commerciales. Seul le téléchargement ou impression pour un usage personnel (1 copie par utilisateur) est permis.

ULA3 : L'offre et la demande de monnaie

Introduction

La création de la monnaie est la mise en circulation d'une nouvelle quantité de monnaie, en d'autres termes c'est l'augmentation de la masse monétaire pendant une période donnée. Elle consiste à monétiser des actifs auprès d'agents non-financiers. En d'autres termes, c'est une transformation de créances sur les agents non financiers dépourvues du pouvoir libératoire en moyens de paiement immédiatement utilisables pour les règlements.

Rappelons que la Masse monétaire est l'ensemble des moyens de paiements détenus par les ANF qui peuvent se manifester sous forme de pouvoir d'achat sur les marchés de biens et services.

Or, les opérations de conversion ne modifient pas le montant de la masse monétaire. Par exemple, les billets déposés en dépôts à vue constituent une simple transformation de la M fiduciaire en M scripturale et non pas une création monétaire. Par ailleurs, lorsque la M créée reste à la disposition du secteur bancaire et ne circule pas, ceci n'augmente pas la masse monétaire.

Leçon 1: La création de la monnaie centrale par la Banque Centrale

La BC émet de la M centrale sous deux formes: la M fiduciaire et la M centrale scripturale. En effet, la BC a pour mission la fabrication, la distribution et l'approvisionnement de l'ensemble du territoire national en M centrale. Aussi, la BC assure les fonctions de banques et la fonction de banque du trésor, elle peut alors influencer la Masse monétaire. La monnaie centrale scripturale prend la forme d'une écriture dans les comptes courants des banques ou du trésor auprès de la BC.

La BC crée la M centrale scripturale à l'occasion des opérations financières suivantes:

- * L'acquisition de créances sur l'étranger : Les opérations sur or et devises
- * L'acquisition des créances sur le trésor public : les concours accordés au trésor
- * L'acquisition de créances sur les banques : le refinancement des banques

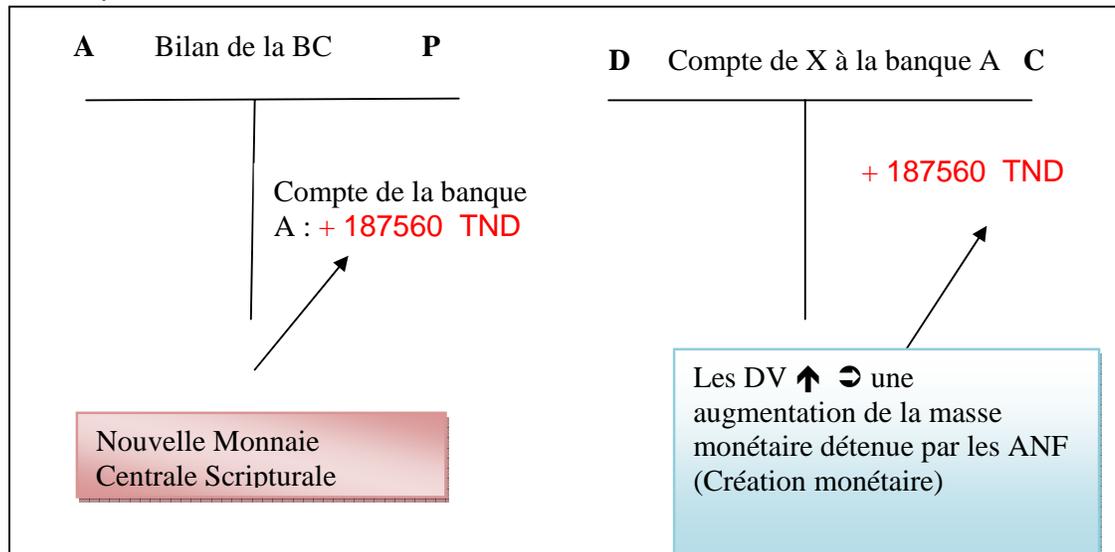
Ces opérations sont génératrices de l'émission monétaire.

1-L'acquisition des créances sur l'étranger : Les opérations sur or et devises:

L'acquisition des créances sur l'étranger concerne les opérations sur les devises et les opérations sur l'or.

1-1-Les opérations sur devises : Ces opérations sont la plupart du temps effectuées par les banques. Ensuite, les banques présentent les devises à la BC qui crédite leur compte courant. Cette nouvelle M créée prend la forme d'une écriture ou de d'un crédit dans les comptes courants des banques auprès de la BC : c'est la monnaie centrale scripturale.

Ex : Une entreprise X est cliente de la Banque A, a exporté des dattes. Elle a reçu un transfert en 100000 euro. Comme sur le territoire national, il ne faut faire circuler que le dinar tunisien, alors il faut convertir les euros en dinars et les verser dans le compte de l'entreprise X. Ainsi, la banque A présente les 100000 euro à la BCT, la BCT crédite le compte courant de la banque A chez elle du montant équivalent à 100000 euro en dinars tunisien soit 187560 DT si le taux de change euro/TND est de 1,8756. C'est une nouvelle monnaie scripturale centrale créée. Ensuite, la banque A crédite le compte de X.



Les réserves en devises sont susceptibles de varier quotidiennement étant donné les liaisons de ces dernières avec les activités de l'exportation et de l'importation et l'entrée et la sortie de capitaux.

Par ailleurs, les fluctuations et les variations du taux de change peuvent avoir une incidence sur la valeur des devises étrangères en M nationale et peuvent donc susciter une création ou une destruction de M, d'où la relation étroite entre la masse monétaire et le solde de la balance de paiement.

Les exportations de marchandises, les entrées de devises, les transferts des travailleurs immigrés entraînent un gonflement de la MM. Chaque devise qui entre dans le pays suscite une création de M centrale alors que chaque devise qui quitte le territoire entraîne la destruction de la M centrale.

1-2- Les opérations sur l'or : Les opérations sur l'or sont très limitées puisque l'or n'est plus utilisé dans les transactions avec l'extérieur. Or, la variation des cours de l'or peut influencer la valeur des actifs détenus par la BC et oblige la BC à procéder à une révision de la valeur qu'elle possède. Dans le cas de la révision à la hausse, la plus value est versée au trésor : la BC crédite le compte courant du trésor du montant de cette plus value, c'est une création monnaie centrale scripturale au profit du trésor. En cas de révision à la baisse, ceci entraîne une destruction de la M centrale.

2-L'acquisition des créances sur le trésor

Le déficit du trésor peut le pousser à solliciter des crédits ou des avances de la BC. La BC crédite le compte courant du trésor et crée ainsi la monnaie centrale scripturale. Le trésor peut se servir de la somme empruntée en effectuant des retraits

en billets ou des virements au profit des banques. Cette création monétaire alimente ainsi les encaisses liquides des agents économiques et les banques. Dès lors, on ne peut parler de création monétaire que si le trésor utilise cette liquidité disponible pour effectuer des paiements au profit des ANF.

3-L'acquisition des créances sur les banques

L'activité des banques entraîne le recours à l'Institut d'Emission (La Banque Centrale) lorsque les banques sont en manque de liquidité. La BC acquiert des titres et crédite le compte courant de la banque. La BC émet de la monnaie centrale scripturale au profit des banques en contrepartie de l'acquisition d'une partie des créances des banques (traite, effet de commerce) et elle pratique ainsi le réescompte (escompter de nouveaux titres déjà escomptés). Par ailleurs, le refinancement des banques peut s'effectuer par le biais du marché monétaire. La BC peut leur acheter des titres selon un taux du marché monétaire.

Bilan simplifié de la Banque Centrale

ACTIF

Créances nettes sur l'étranger
Créances sur le Trésor
Créances sur les banques (RF)

Autres postes de l'actif

PASSIF

Billets en circulation
Compte courant des banques (Réserves)

Compte courant du Trésor

Fonds propres
Autres postes du passif

Rq : Les créances nettes sur l'extérieur = avoirs extérieurs - engagements extérieurs

Leçon 2 : La création monétaire des banques

Les banques commerciales sont les plus importants créateurs de monnaie. Elles influencent considérablement la masse monétaire. Les banques peuvent créer la monnaie scripturale à l'occasion de plusieurs opérations avec un *agent non financier* tels que :

- l'achat d'un bien réel
- l'achat de devises (lorsque la banque commerciale reçoit des devises étrangères pour le compte du client, elle crédite le compte d'un agent en échange de devises, elle acquière une créance sur l'extérieur), la banque enregistre la dette envers le client (au passif) et une créance sur le pays émetteur des devises (à l'actif). C'est une « création monétaire spontanée ».
- l'achat d'actions-obligations ou de titres à court terme négociables.
- l'escompte est une opération qui consiste pour la banque à acheter effets de commerce¹ en contrepartie des fonds offerts. Il est à remarquer que cette création de M est temporaire jusqu'à l'échéance, lorsque la banque recouvre sa créance, cette création de M sera annulée à l'échéance.
- le crédit où la banque joue un rôle actif dans la création de la monnaie. C'est une « création monétaire provoquée ».

Dans la suite de cette leçon, on s'intéresse à la création monétaire par le crédit. Selon, Keynes, sans création monétaire (par crédit) l'accumulation serait impossible dans l'économie capitaliste. De son point de vue, la monnaie est une monnaie de crédit puisqu'elle est créée moyennant l'octroi de crédits.

1-La règle « les prêts font les dépôts »

L'activité la plus importante de la banque est le crédit. Lorsque la banque accorde un crédit à son client, elle crédite son compte courant et crée la *M scripturale*. Contrairement à ce que l'on peut intuitivement croire, la banque ne transforme pas les dépôts en crédits, elle transforme par le crédit les actifs non monétaires en dépôts selon l'expression « *les prêts font les dépôts* ». Les nouveaux crédits accordés sont à l'origine de nouveaux dépôts puisque les banques inscrivent le montant un nouveau montant au passif des comptes agents² ce nouveau montant est égal au montant du crédit accordé. Les crédits *créent la monnaie parce qu'ils augmentent les dépôts à vue*. Ainsi, les banques détiennent en contrepartie des titres de créances sur l'économie. Cette création de M par le crédit est temporaire, elle sera annulée lors du remboursement du crédit.

Si on considère que les dépôts font les crédits alors ceci signifie que l'épargne préalable finance et permet l'investissement. Or, si les crédits sont financés par épargne, ceci ne constitue pas une création monétaire. Mais, en réalité, la banque commerciale ne se limite pas à prêter les avoirs déposés chez elle, mais elle peut

1 Les effets de commerce sont des titres de créances à court terme qui s'établissent entre les particuliers lors des transactions et qui deviennent mobilisables par le biais de l'escompte. Nous distinguons deux effets de commerce : billets à ordre et la lettre de change.

2 Or, les agents peuvent retirer une partie de leur nouveau avoir (crédit), alors le montant des dépôts baisse, ainsi en général les prêts font les dépôts d'un montant moindre.

créer la monnaie et accorder des crédits qui dépassent ses dépôts. Ainsi, la banque n'est pas limitée par ses ressources pour ses emplois. Par conséquent, le mouvement se fait non pas des ressources vers les emplois, mais, des emplois vers les ressources. Il s'agit d'une logique keynésienne : l'investissement initial va créer une épargne qui lui est égale.

Ainsi, la structure et le volume de la masse monétaire sont soumis à la variation, donc à une création ou destruction de M suite aux relations entre les banques et les ANF qui s'inscrivent dans un processus dynamique.

2- Les limites de la création monétaire par les banques

La création monétaire par les banques n'est pas illimitée. Elle se trouve contrainte par des facteurs de la demande de crédit et les besoins des banques en M centrale.

- La contrainte de demande de crédit : la responsabilité de la création de M est d'une certaine façon partagée entre la banque et les autres agents économiques puisque la banque ne peut créer la M que si un agent économique lui demande un crédit. Or, le besoin en liquidité des ANF peut être élevé en période de croissance et faible lors des périodes de récession. Les banques ne créent pas de la monnaie en absence de demande de crédit même si elle présente une potentialité de création monétaire.
- Le besoin en matière première : la monnaie centrale. La création de la M scripturale par les banques engendre des fuites en M centrale de leur circuit. Une fraction plus ou moins importante de la monnaie nouvellement créée quitte le circuit de la banque auquel le banquier doit faire face. Les banques qui ne peuvent pas créer la monnaie centrale mais scripturale doivent ainsi détenir la M centrale. Plus les fuites sont importantes, plus la capacité de création monétaire est faible. Les fuites que subissent les banques sont de deux types :

2-1-Les fuites naturelles:

La banque se trouve exposée à une double ponction puisque le détenteur du dépôt à vue peut exiger des billets ou demander à la banque de régler un tiers dont le compte se trouve dans un autre établissement. Les fuites naturelles sont donc en billets ou vers d'autres établissements :

*Les fuites en billets: ces fuites s'expliquent par la dualité des moyens de paiement (M fiduciaire, M Scripturale). En fait, le bénéficiaire du crédit peut demander la conversion de la M scripturale en billets. Ainsi, une partie de la monnaie nouvellement créée est convertie en monnaie centrale. La Banque doit disposer ainsi d'une certaine quantité de monnaie centrale.

Cette fuite est fonction de deux paramètres: le premier est d'ordre général: c'est l'importance de la M fiduciaire par rapport aux dépôts à vue, cette importance est fonction des habitudes des usagers, du développement du système bancaire, de la confiance suscitée par les banques, des contraintes de conversion. Le deuxième élément est propre à chaque banque à savoir sa situation géographique (zone urbaine, zone rurale), sa clientèle (ménages, entreprises, ouvrier, cadre), son mode de gestion, etc...

Rq: La quantité optimale de billets que doit détenir chaque banque est difficile à déterminer, elle ne doit pas être trop importante dans la mesure où la M fiduciaire

n'est pas rémunérée mais juste suffisante pour que la banque puisse satisfaire toutes les demandes de conversion émanant de sa clientèle.

*La fuite vers d'autres établissements :

Si le bénéficiaire du crédit X règle un créancier Y une somme de 100 qui possède un compte dans la même banque (A), c'est un simple jeu d'écriture dans les livres de la banque.

Dans le bilan de la banque, le passif est constitué par les dépôts des clients (ce que la banque doit au client). A l'actif, on a les réserves en monnaie centrale et les créances détenues sur les personnes par le crédit.

Bilan de la banque A

Actif	Passif
	Compte courant de X -100
	Compte courant de Y+ 100

Mais si Y est un client de la banque B, se pose alors le problème de l'inconvertibilité des M scripturale des banques. Les banques n'acceptent que la M centrale dans le règlement interbancaire. Ce genre de fuite dépend de la taille de la banque par rapport à ses concurrents (c-à-d la part de marché de chaque banque) car plus elle a des clients moins elle risque d'avoir des paiements à effectuer à d'autres banques et donc plus faibles sont les fuites.

Bilan de la banque A

Actif	Passif
Compte courant à la BC= -100	DV = -100

Bilan de la banque B

Actif	Passif
Compte courant à la BC=+100	DV = +100

Bilan de la Banque Centrale

Actif	Passif
	Compte courant de A = -100
	Compte courant de B = +100

1-2- Les fuites artificielles

Le contrôle de la création monétaire des banques devient nécessaire dans la mesure où les fuites de création monétaire par les billets ne sont pas importantes. La M fiduciaire ne représente de nos jours qu'une faible part de la M scripturale, d'où des fuites naturelles.

Afin d'exercer une contrainte suffisante pour les banques. La BC a instauré *une fuite artificielle sous forme de réserves obligatoires* : chaque banque est obligée de

détenir à son compte à la Banque Centrale, un certain pourcentage de ses dépôts à vue (et parfois de ces dépôts à terme) sous forme de M centrale : *des réserves obligatoires*. Ce sont des comptes non rémunérés en monnaie centrale à la banque Centrale. Plus cette proportion est importante plus les possibilités de création monétaire par les banques sont limitées dans la mesure où la banque doit détenir un montant important de monnaie centrale pour chaque unité de dépôt à vue gérée.

La BC qui module le taux de réserves obligatoires peut contrôler ainsi indirectement la création monétaire.

La création de M par les banques est donc fonction des fuites hors de leurs circuits³.

Exemple

Si la proportion de la M centrale des dépôts à vue est fixée à 25%, le bilan de la banque est équilibré à l'instant t_0 .

Bilan de la banque à t_0

Actif	Passif
M centrale = 250	DV= 1000
Crédits = 750	
TOTAL = 1000	TOTAL = 1000

A l'instant t_0 , la banque ne peut pas prêter car elle ne dispose d'aucun surplus de M centrale qui lui permet d'honorer à ses engagements.

Si la banque accorde un crédit de 500 à t_1 :

Bilan de la banque à t_1

Actif	Passif
M centrale = 250	DV= 1500
Crédits = 1250	
TOTAL = 1500	TOTAL = 1500

Une quantité de M centrale manque à la banque ($1500 \times 25\%$) $-250 = 125$ de M centrale, ceci peut amener la banque à une *situation d'illiquidité*.

Ainsi, toute banque pour pouvoir accorder des prêts, elle doit au préalable avoir un de M centrale appelée *réserves excédentaires* : RE c-à-d des avoirs en M centrale au-delà de ce qui est nécessaire pour assurer la conversion de la monnaie scripturale en monnaie centrale.

Le processus de création monétaire peut être analysé selon différentes approches : l'approche du multiplicateur du crédit, l'approche du diviseur, l'approche du multiplicateur monétaire.

³ La banque est obligée de détenir une proportion entre la réserve de monnaie centrale et la création monétaire afin d'éviter tout risque d'illiquidité. Ce critère de solvabilité, le ratio COOKE instaure une norme minimale de capitaux de base ou de fonds propres (8% des actifs pondérés en fonction du risque)

3-Le multiplicateur de crédit

La banque centrale soucieuse de desserrer la contrainte monétaire peut diminuer le taux des réserves obligatoires. Les banques disposent alors des réserves excédentaires. Si les banques utilisent ces liquidités pour accorder de nouveaux crédits, elles se trouvent confrontées à une demande de conversion des dépôts en billets, ce qui les oblige à *puiser* dans leurs excédents et comme les nouveaux crédits se traduisent par un supplément de dépôts, elle doivent donc constituer des réserves obligatoires. Ainsi, deux paramètres déterminent le processus.

** Le coefficient de fuite en billets c'est-à-dire la proportion de billets demandée par rapport à l'ensemble de la M fiduciaire et les dépôts $b = B/M$, b dépend des facteurs sociologiques et institutionnels d'une part, conjoncturels, saisonniers et contingents. *La préférence pour les billets* (b) est une fonction inverse du taux d'intérêt, si le taux d'intérêt augmente, ceci stimule la transformation de la M en actifs rémunérateurs. Donc b reflétant le comportement des Agents Non Financiers, c'est une variable exogène pour la BC.

** Le taux de réserves obligatoires $= r = RO/\text{dépôts} = RO/\text{assiette des RO}$. Ce taux de réserves obligatoires (r) est fixé par la banque centrale.

Exemple : A l'instant t_0 , le système bancaire tout entier dispose de 100 de RE, de dépôts égaux à 1000. Le taux des RO est égal à 10% et les crédits sont de 800.

Bilan de la banque à t_0

Actif	Passif
RO = 100	DV = 1000
RE = 100	
Crédits = 800	
TOTAL = 1000	TOTAL 1000

A l'instant t_1 , le système bancaire crée la M en consentant de nouveaux crédits à l'économie pour un montant égal à ses RE = 100, une augmentation de dépôt de 100, de RO de 10 et des RE de 10.

Bilan de la banque à t_1

Actif	Passif
RO = 110	DV = 1100
RE = 90	
Crédits = 900	
TOTAL = 1100	TOTAL = 1100

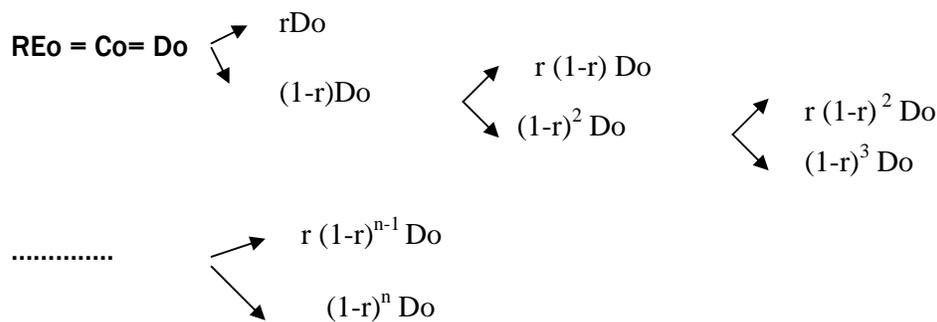
A l'instant t_2 , ce même genre d'opération se produit et le processus va continuer jusqu'à *l'épuisement des réserves excédentaires*.

Les facteurs affectant la liquidité bancaire :

La liquidité des banques est affectée par :

- Les billets et monnaies en circulation : les retraits des billets réduisent les avoirs des banques en monnaie centrale. Toutefois, les versements d'argent augmentent la liquidité des banques. ➔ L'augmentation des billets et monnaies en circulation affecte négativement la liquidité des banques.
- Le solde du compte courant du trésor : En cas de paiement des impôts, il existe assiste à une fuite de billets du circuit bancaire, donc un effet négatif sur la liquidité des banques. De même, un emprunt émis auprès du public affecte négativement la liquidité des banques. ➔ Si le solde du compte courant du trésor connaît une augmentation positive, alors ceci exerce un effet négatif sur la liquidité des banques.
- Les avoirs nets en devises : la vente de devises par les banques à la BC augmente leur liquidité alors que tout achat de devises par les banques auprès de la BC réduit la liquidité des banques. ➔ L'augmentation des avoirs nets en devises des banques a un effet positif sur la liquidité des banques.
- Le contrôle de la banque centrale : La banque centrale peut affecter la liquidité des banques à travers du taux de réserves obligatoires ➔ La baisse des réserves obligatoires exerce un effet positif sur la liquidité des banques.

H1: Le taux de conversion des dépôts en billets est nul (b=0)



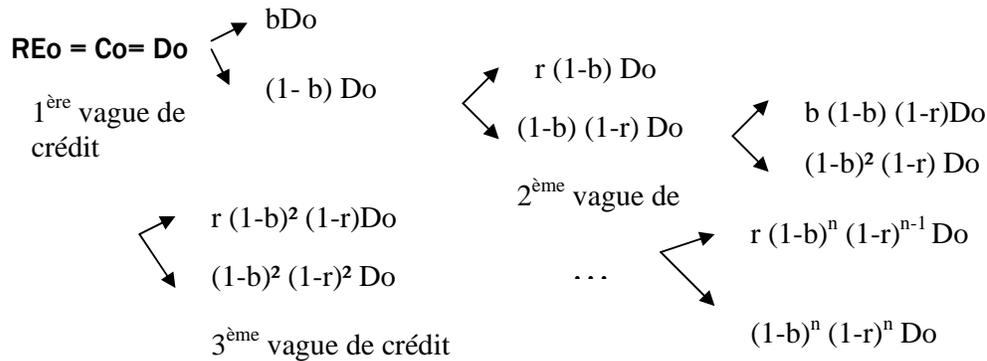
$$\begin{aligned}
 Cb &= Co + C1 + C2 + \dots + Cn \\
 &= REo + (1-r) REo + (1-r)^2 REo + \dots + (1-r)^n REo \\
 &= REo [1 + (1-r) + (1-r)^2 + \dots + (1-r)^n]
 \end{aligned}$$

Si $n \rightarrow \infty$, $Cb = REo / r$, $\sum Cb = 1/r REo$ et $k = (1/r)$. La quantité de M créée est inversement proportionnelle au taux des réserves obligatoires.

Q: Quel est le montant des RO déposés à la BC à la fin du processus de création monétaire?

$$\begin{aligned}
 RO &= r REo + r(1-r) REo + \dots + r(1-r)^{n-1} REo \\
 RO &= r REo (1/r) \text{ ainsi } RO = REo
 \end{aligned}$$

H2: le taux de conversion des dépôts en billets est nul ($b \neq 0$)



$$\begin{aligned} \sum C &= REo + (1-b)(1-r) REo + (1-b)^2(1-r)^2 REo + \dots + (1-b)^n(1-r)^n REo \\ &= REo [(1-b)(1-r) + (1-b)^2(1-r)^2 + \dots + (1-b)^n(1-r)^n] \\ &= REo \left\{ \frac{1 - [(1-b)(1-r)]^{n+1}}{1 - [(1-b)(1-r)]} \right\} \\ (1-b)(1-r) &< 1 \text{ donc } (1-b)(1-r)^{n+1} \rightarrow 0 \end{aligned}$$

La création monétaire successive apparaît comme une suite géométrique à raison $(1-b)(1-r)$.

$$\sum C = REo / (b+r-br)$$

$k = 1/(b+r-br)$ est le **multiplicateur de crédit**.

Cette théorie exprime le fait que la création monétaire des banques dépend de la M scripturale créée par les banques de dépôts est k fois supérieur à leur encaisse excédentaire en M centrale. $C = k RE$.

Ainsi, k est inversement proportionnel au taux des RO et au taux de conversion des dépôts en billets b. Le processus de création monétaire s'arrête quand les RE sous forme de billets et de RO.

Le multiplicateur de crédit permet de calculer le montant maximum de crédits que les banques peuvent accorder à partir d'un excédent de réserves en monnaie centrale. Le multiplicateur mesure l'ampleur de la création monétaire à partir d'une variation centrale. En d'autres termes, il indique l'aisance de la création monétaire des banques, plus la valeur du multiplicateur est importante, plus la création monétaire des banques est importante.

Exemple : Soit $RE = 100$, $b = 25\%$ et $r = 10\%$

	RE	Nouveaux crédits	Fuites en billets	Nouveau dépôts	Réserves obligatoires
1^{ère} vague de crédit	100	100	25	75	7,5
2^{ème} vague de crédit	67,5	67,5	16,875	50,625	5,0625
3^{ème} vague de crédit	45,5625	45,5625	11,3906	34,1719	3,41719
.....N^{ème} vague de crédit					
Total	0	307,6923	76,923	230,7693	23,07693

Avantages et limites du multiplicateur :

L'analyse du multiplicateur présente certains avantages: *primo*, elle montre la création monétaire par les banques qui n'apparaît pas clairement dans le comportement de chaque banque prise individuellement. *Secundo*, le multiplicateur met en évidence le rôle des autorités monétaires dans la création de M par l'intermédiaire de la M centrale et du taux des RO. Ainsi, la considération du multiplicateur s'avère importante pour la mise en place de la politique monétaire et notamment pour le contrôle de la masse monétaire grâce au contrôle en priorité le processus de création monétaire par les banques (si r augmente, la création monétaire des banques baisse).

Toutefois, la valeur explicative du multiplicateur est souvent contestée puisqu'il ne donne qu'une estimation du *maximum de M* que le secteur bancaire est susceptible de créer. C'est un potentiel qui n'est pas nécessairement atteint si les agents ne réclament pas de crédits et si les banques préfèrent utiliser leurs excédents de M centrale pour se désendetter vis-à-vis de la BC plutôt qu'accorder des crédits. En fait, cette présentation minimise la fonction bancaire en laissant croire que les mécanismes de création monétaires sont automatique. Or, une augmentation des RE n'entraîne pas systématiquement l'expansion de la MM. Par ailleurs, ce mécanisme suppose la stabilité des préférences du public en matière de détention de M fiduciaire. Or, si les préférences changent d'une période à une autre, le multiplicateur devient inopérant pour prédire le comportement des banques en matière de création monétaire.

Par ailleurs, le multiplicateur ignore l'influence du taux d'intérêt sur le comportement bancaire et donc sur la création monétaire alors que ce taux a une incidence non négligeable sur celle-ci.

Bilan simplifié de la banque commerciale**ACTIF**

Créances sur l'extérieur

Crédits

Portefeuille-titres

Créances sur l'Etat

Compte courant à la BC (Réserves)

Autres postes de l'actif

PASSIF

Dépôts à vue

Dépôts à terme

Comptes spéciaux d'Epargne

Certificats de dépôts détenus par ANF

Epargne affectée

Dépôts de l'extérieur

Fonds propres

Autres postes du passif

4-Le diviseur du crédit

La théorie du multiplicateur montre que la création monétaire des banques dépend de la M centrale préalablement par les banques, donc une relation causale de la M centrale vers la M des banques.

Or, en réalité, la banque accorde des crédits (crée la M) et se procure ensuite la liquidité (la monnaie centrale) dont elle a besoin dans une étape ultérieure. Au fur et à mesure que les fuites se produisaient, les banques obtiennent la liquidité de la Banque Centrale. La BC détermine la liste des titres monétisables qu'elle peut acheter aux banques commerciales pour les refinancer et leur procurer la monnaie centrale nécessaire qui leur manquent.

C'est la quantité de M centrale qui s'adapte à la quantité de M bancaire et non l'inverse. Le sens de causalité est M scripturale- M centrale.

Ainsi, le diviseur de crédit mesure le besoin global en M centrale qui apparaît dans les comptes des banques commerciales suite à l'octroi des crédits. La BC ne peut pas refuser d'accorder la M centrale demandée au risque de causer de grandes difficultés aux banques. La BC joue le rôle de prêteur en dernier ressort.

Théorie du multiplicateur : Total de crédit = k Monnaie
Sens de causalité

Théorie du diviseur : Besoin en M centrale = Total de crédits/k
Sens de causalité

Rq : Le changement de causalité a des conséquences fondamentales sur la politique monétaire, ses instruments, ses objectifs. En réalité, si l'offre de monnaie est déterminée par les besoins de l'activité économique, elle est alors endogène.

5-Le multiplicateur monétaire :

Le multiplicateur monétaire établit une relation entre la masse monétaire et la base monétaire : le multiplicateur de la base monétaire.

Les monétaristes ont développé le concept de multiplicateur de base monétaire qui s'établit par une relation entre la masse monétaire et la base monétaire.

La Base Monétaire: désigne l'ensemble de la monnaie centrale quel que soit le détenteur, agent financier ou agent non financier et quelle en soit la forme: M manuelle ou dépôt auprès de la BCT : $M_0 = B + R$

Base monétaire $M_0 = B+R = b_1M_1 + r DV$ avec $b_1 = B/M_1$

En effet, les billets dépendent du coefficient de préférence pour les billets= proportion b de la masse monétaire: $B=b.M$

Or $M_1 = B+DV$, donc $DV = M_1 - B = (1-b_1) M_1$, $DV = (1-b_1) M_1$

$$M_0 = b_1M_1 + (1-b_1) r M_1$$

$$M_0 = M_1 (b_1 + r (1-b_1))$$

$$M_0 = M_1 (b_1 + r (1-b_1)) , \text{ donc } M_1 = 1 / (b_1 + r - b_1 r) M_0.$$

$M_1 = m M_0$, m est le multiplicateur de base monétaire par rapport à M_1 .

La monnaie centrale est à l'origine de la création monétaire. Lorsque la base monétaire augmente d'une unité, la masse monétaire au sens de M_1 augmente de m unités. La BC peut contrôler la croissance de la masse monétaire en contrôlant la base monétaire.

L'offre de monnaie est proportionnelle à la base monétaire. Toute hausse de cette dernière accroît la masse monétaire. Plus r et b sont faibles, plus k sera élevé.

D'après cette équation, le sens de causalité est de la base monétaire vers la masse monétaire. La BC peut contrôler la croissance de la masse monétaire en contrôlant la base monétaire. Dans cette situation, l'offre de monnaie est exogène et contrôlée par la BC.

Selon les monétaristes, la création de monnaie dépend en premier ressort de la base monétaire. L'offre de monnaie est alors exogène.

Remarque: La création de la M par le Trésor

Le trésor peut participer à la création de la M. Nous distinguons la création de M par le trésor lui même et la création de M au profit du trésor. En effet, pour financer son déficit budgétaire, le trésor peut susciter par ses emprunts à la fois la création de la M centrale par la BC et la création de la M scripturale.

Pour bien comprendre ce dernier rôle, il faut se rappeler que, généralement, une banque centrale émet la base monétaire en achetant des titres gouvernementaux. Lorsque la BC crée la monnaie pour financer le gouvernement, ce type de financement s'appelle généralement le seigneurage (ce mot est lié au fait qu'auparavant, les monarques avaient le monopole de frappe de la monnaie) Actuellement, la BC tire un seigneurage puisqu'elle détient des titres de l'Etat sur lesquels elle tire un intérêt alors qu'elle ne doit pas verser d'intérêt sur son passif (billets de banque et réserves des institutions financières)

Par ailleurs, le trésor gère les CCP (M postale) qui sont des dépôts utilisables pour effectuer des paiements. A cet égard, il peut créer la monnaie postale dans la mesure où il peut accroître ses dépôts. La création monétaire du trésor dépend des impératifs de la liquidité en M centrale. Elle se réalise grâce aux comptes courants

des particuliers et des entreprises gérés. Le trésor peut effectuer des paiements au delà de ses réserves.

Par exemple, si le trésor effectue des paiements de salaires à ses fonctionnaires pour un montant de 100 et si ce montant est versé à des agents qui ont des comptes et si aussi le trésor ne dispose que de 90 de réserves, alors les 10 unités supplémentaires sont de simples écritures dans les comptes des fonctionnaires. Toutefois, la création de la monnaie postale par le trésor reste limitée puisque le trésor doit être en mesure d'assurer la conversion de sa propre M en M centrale conformément à la demande du public.

Bilan du Trésor Public

ACTIF

Déficit budgétaire

PASSIF

Dépôts auprès des CCP
Bons de trésor détenus par la BC
Bons de trésor détenus par les banques
Bons de trésor détenus par les ANF

Leçon 3 : Les contreparties de la masse monétaire

Bilan simplifié de la BC

- créances nettes sur l'étranger	- Billets en circulation
- créances sur le trésor	- Compte courant du trésor
- refinancement	- Compte courant des banques

- Le poste « créances nettes /extérieur » ou « or et devises » regroupe l'ensemble des réserves de change nettes.
- Le poste refinancement inscrit la somme des concours que la BC a accordé aux banques de second rang.
- Le poste « compte courant des banques » comprend les réserves des banques détenues auprès de la BC.

Bilan des banques commerciales

- réserves monétaires	- dépôts monétaires
- créances sur le trésor	- dépôts quasi-monétaires
- concours à l'économie	- refinancement
- créances sur l'étranger	

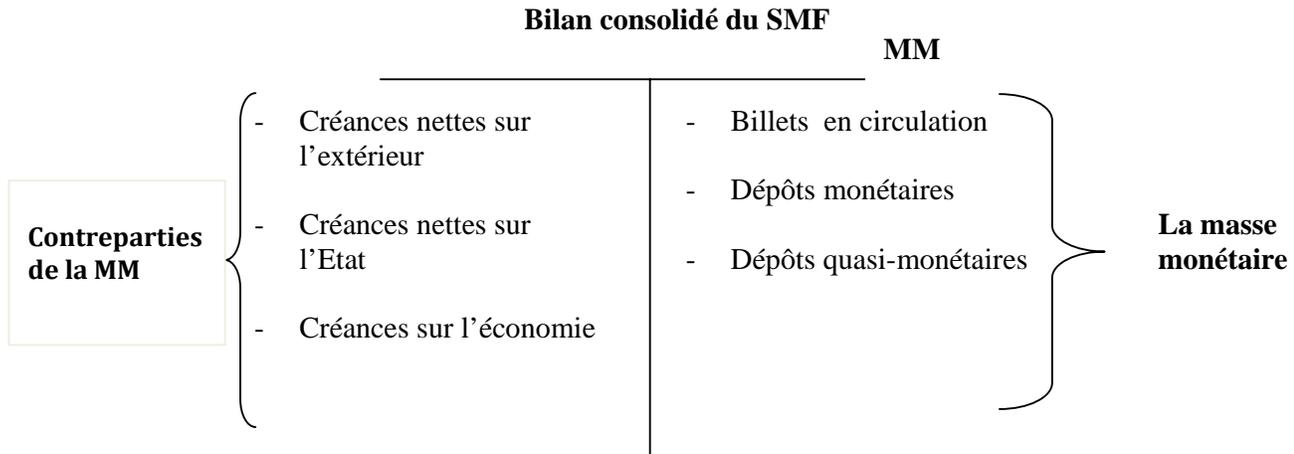
Bilan du Trésor Public

ACTIF

Déficit budgétaire

PASSIF

Dépôts auprès des CCP
Bons de trésor détenus par la BC
Bons de trésor détenus par les banques
Bons de trésor détenus par les ANF



L'agrégation de l'ensemble des bilans des banques, de la BC et aussi du trésor permet d'établir *l'état consolidé des bilans* qui permet de ressortir d'une part les composantes de la MM et d'autre part les contreparties de la MM. Les contreparties de la MM sont des opérations qui se trouvent à la source de la création de M c-à-d à la source de l'émission monétaire.

En contrepartie de la MM, sont comptabilisés à l'actif du système monétaire des opérations de « monétisation » qui sont à l'origine de la création de M.

La MM admet 3 contreparties c-à-d 3 catégories d'opérations susceptibles d'affecter son montant.

- Contrepartie externe : Les créances nettes sur l'extérieur
- Contreparties internes :
 - Les créances nettes sur l'Etat
 - Les concours à l'économie

L'étude des contreparties de la masse monétaire leur évolution permet d'apprécier la place qui revient à la monnaie dans le financement de l'économie.

1-Les créances nettes sur l'extérieur

Cette contrepartie est une contrepartie externe qui reflète l'influence des relations internationales sur la masse monétaire interne.

Les créances nettes sur l'extérieur qui s'établissent à partir de la différence entre les avoirs extérieurs et les engagements extérieurs vis-à-vis du RDM de la BC et du système bancaire. Ces créances nettes sur l'extérieur apparaissent comme source de création monétaire. Tout achat de devises par la BC revient à une création de la M centrale c-à d un accroissement de la MM tandis que les ventes en devises présentent un effet restrictif entraînant la contraction de la MM. Ainsi, tout excédent de la balance commerciale ($X > M$) entraîne une expansion monétaire. De même, les mouvements de capitaux (ex : investissement direct étranger) affectent la MM.

La variation de la masse monétaire se traduit par une variation de même montant des avoirs en Or et devises de la banque centrale.

2-Les créances nettes sur l'Etat

Cette contrepartie est d'origine interne.

Les créances nettes sur l'Etat sont constituées essentiellement par des créances détenues par la BC, les banques commerciales et d'autres agents. Les crédits accordés au trésor correspondent aux dépenses publiques qui n'ont pas pu être couverts par des ressources propres à l'Etat. Ces créances dépendent du montant du déficit budgétaire.

Le trésor public suscite la création monétaire en cherchant à financer son déficit soit par des crédits auprès des établissements bancaires soit par l'émission des titres publics (essentiellement des bons de trésor) achetés par la Banque centrale.

3-Les concours à l'économie

Cette contrepartie est d'origine interne. Ce sont tous les crédits accordés par le système monétaire à l'économie accordés par le système financier aux agents non financiers autres que l'Etat puisque l'octroi de crédits aux agents économiques non financiers⁴ représente une nouvelle de M dans le circuit économique. Ainsi, toute augmentation du crédit bancaire entraîne l'expansion de la MM alors que toute mesure de nature à restreindre le crédit exerce un effet restrictif sur la MM. Par ailleurs, la monétarisation des créances et l'acquisition des titres par le système bancaire constitue une autre contrepartie de la MM.

Concours à l'économie = crédits à l'économie + portefeuilles-titres.

La notion des contreparties de la MM est particulièrement importante pour la politique monétaire puisqu'elle indique la nature de la demande de monnaie dans une économie donnée. Notre dernière unité logique d'apprentissage s'intéresse à la politique monétaire.

4 L'endettement total (ET) : l'ensemble des financements des agents non financiers résidents obtenus par voie d'endettement par les crédits et des titres négociables sur le marché monétaire, le marché obligataire et le financement extérieur.

Les contreparties de la masse monétaire en Tunisie en décembre 2009 (Source statistiques financières, n°170, mars 2010)

CREANCES NETTES SUR L'EXTERIEUR	9707795
CREANCES NETTES/ETAT(Sens large)	4347576
CONCOURS A L'ECONOMIE(Sens large)	34557365
TOTAL DES CONTREPARTIES	48612736

Leçon 4 : La demande de monnaie

Introduction

Afin d'analyser le marché de la monnaie, il faut analyser la demande après l'étude de l'offre.

L'étude de la D de M permet de comprendre les déterminants dont le changement peut engendrer une offre ou une demande excédentaire. Si l'offre de M augmente, l'équilibre sur le marché de la monnaie ne peut être établi que si les déterminants de la D de M changent pour que les agents économiques détiennent la nouvelle M en circulation. Par ailleurs, la compréhension des déterminants de la D de M aide à saisir les mécanismes de transmission de la monnaie vers les autres marchés et de préciser les variables qui peuvent être affectées en cas du déséquilibre monétaire.

L'analyse de la demande de M se base sur les approches théoriques différentes de la monnaie :

- La monnaie comme instrument de transaction (l'équation des échanges, l'équation de Cambridge, l'effet d'encaisse réelle).
- La Monnaie et gestion de portefeuille (Keynes)
- La Monnaie et gestion du patrimoine (Friedman)

Les divergences de la conception de la demande de monnaie aura nécessairement des effets sur la conception de la conduite de la politique monétaire.

1-La demande de monnaie chez les classiques :

Les premières théories de la demande de monnaie ont considéré le caractère transactionnel de la monnaie. Dans cette optique, la M n'est pas détenue pour elle même, mais elle constitue un bien dont l'utilité est d'être l'intermédiaire des échanges pour effectuer des transactions (théorie quantitative de la monnaie, Ecole de Cambridge). Comme bien, la monnaie fait l'objet d'une offre et d'une demande. Dans ce contexte, la demande de monnaie est liée à la nécessité de faire des transactions. «On achète des produits avec des produits et des services et le numéraire n'est que l'argent au moyen duquel l'échange s'effectue » écrit Ricardo. La monnaie est neutre : pas de thésaurisation, pas de détention de monnaie à des fins spéculatives)

1-1-L'équation de Fisher

Cette équation de Fisher va servir de fondement à la théorie quantitative de la monnaie.

La formulation de la pensée classique a été développée grâce à l'équation des échanges au début de XXème siècle par l'économiste américain I Fisher (1911).

Formulation : $M V = P T$

M : Masse totale de monnaie, elle est définie comme étant ce qui permet de faire des transactions.

V : la vitesse de circulation de la monnaie.
P : le niveau général des prix
T : le niveau des transactions.

Hypothèses :

- * La vitesse de circulation de la monnaie est stable puisqu'elle ne dépend que des facteurs structurels.
- * Le volume des transactions est constant à court terme. Il est déterminé par les conditions réelles productives (fonction de production, facteurs de production...). Y est déterminé par les conditions réelles productives (fonction de production, facteurs de production...). L'équilibre est de plein emploi et permanent (l'offre crée sa propre demande). C'est une perspective de long terme.
- * L'offre de monnaie est exogène fixée par les autorités monétaires. La masse monétaire est définie comme étant ce qui permet de faire des transactions

Ex : Si une économie produit un seul bien et que $T = 100$, le prix de ce bien est 5 u.m alors la valeur des transactions est égale à 500. Si la masse monétaire s'élève à 250, alors la vitesse de circulation de la M est égale à $500/250 = 2$.
Chaque unité monétaire change de propriétaire en moyenne 2 fois par an.
On n'a pas besoin d'une masse monétaire de 500 mais juste de 250 puisque chaque unité monétaire peut effectuer 2 paiements en moyenne durant la même année.

Signification Cette équation exprime le lien entre les transactions et la masse monétaire : le montant des achats est égal à la quantité de M en circulation multipliée par le nombre de fois qu'elle change de propriétaire au cours de la même période.

Elle signifie qu'une augmentation de la masse monétaire se traduit nécessairement par une hausse du niveau général des prix (inflation) mais n'affecte pas les variables réelles. C'est la dichotomie classique.

En effet, la théorie quantitative établit une relation directe entre le taux de croissance de la monnaie et l'inflation

$$\% \Delta M + \% \Delta V = \% \Delta P + \% \Delta T$$

Selon les hypothèses, V est stable et T est stable. Ainsi, $\% \Delta V = \% \Delta Y = 0$

$$\pi = \% \Delta P = \% \Delta M$$

L'origine principale de l'inflation soutenue à long terme est l'augmentation du stock de M. L'inflation est ainsi un phénomène strictement monétaire.

Or, l'équation des échanges est une identité qui est tj vérifiée, elle ne nous permet pas d'en déduire une fonction de comportement c-à-d de demande de monnaie.

1-2-L'école de Cambridge :

Grâce à l'équation de Cambridge, la théorie quantitative de la monnaie (TQM) s'est ensuite exprimée sous la forme d'une équation de demande.

Pour approximer le volume des transactions, on a remplacé T par Y puisque plus Y est élevé, T est élevée.

L'équation quantitative de la monnaie devient: $MV = PY$ où Y est le PIB réel

(V) est le rapport entre le PIB nominal et la masse monétaire ($V = PY/M$).

Dans ce cas, V est une vitesse –revenu, elle exprime le nombre de fois qu'une unité monétaire entre dans le revenu de l'agent durant une par période donnée.

La fonction de demande de monnaie est :

$M_d = p k Y$: demande d'encaisses nominales

$M_d / p = k Y$: demande d'encaisses réelles

La quantité de monnaie que veut détenir un agent est une proportion fixe de son revenu nominal. La demande d'encaisses réelles est une fonction croissante du revenu. Elle est exprimée par le facteur k ($k = 1/v$), la proportion du revenu que les agents désirent en espèces monétaires, c-à-d le désir de liquidité.

Cette D de M s'identifie à une simple demande de transactions. Elle dépend de 3 facteurs : revenu réel, NGP et V . Elle est inélastique au taux d'intérêt car elle dépend essentiellement de la dépense.

La M est détenue uniquement pour motif de transactions. Du point de vue que Marshall, le seul motif important de demande de monnaie est le financement des transactions. La demande de monnaie ne dépend pas du taux d'intérêt puisque les encaisses sont essentiellement affectées à la dépense. L'agent économique n'effectue pas un arbitrage entre la détention de monnaie et les placements financiers.

Selon cette approche, la monnaie est neutre et toute variation de la quantité de monnaie n'affecte que les variables monétaires.

Rq : Effet d'encaisses réelles (Pigou)

Pigou s'intéresse à l'explication des mécanismes d'ajustement des prix par rapport à l'offre de monnaie. Il met en évidence l'impact de l'offre de monnaie sur les prix et après sur le comportement des agents.

Pigou (1917), avait introduit l'approche de portefeuille de la demande de monnaie. Selon l'auteur, la quantité de monnaie que veut détenir un individu est $M_D = kW A P A W$ où W = richesse. Ainsi, l'individu cherche à détenir une partie fixe de sa richesse sous forme de monnaie.

2-La théorie keynésienne de la demande de monnaie : La Monnaie et gestion de portefeuille (Keynes)

Pour Keynes, la monnaie fait explicitement partie du portefeuille ou de la richesse de l'individu. Contrairement aux classiques, la demande de monnaie keynésienne ne répond pas qu'à une fonction de paiement. La monnaie remplit la fonction de réserve de valeurs. « La Monnaie est recherchée pour elle même ». La monnaie n'est pas neutre et elle influence l'activité économique. Si l' O de M augmente, il faut considérer pour les keynésiens, les ajustements de court terme sur les marchés financiers et le marché des biens et services.

2-1-Les motifs de demande de monnaie :

La demande de monnaie keynésienne dépend notamment de trois motifs :

-Le motif de transaction: l'absence de la synchronisation entre les recettes et les dépenses conduit à des encaisses de transaction pour satisfaire le besoin de la monnaie pour la réalisation courante des échanges. Cette demande est une fonction croissante du niveau du revenu.

-Le motif de précaution : cette encaisse est liée à l'existence des prévisions imparfaites. Les agents détiennent une certaine liquidité pour faire face aux dépenses imprévues. Cette demande est une fonction croissante du revenu.

-Le motif de spéculation : Ce motif consiste à garder une encaisse dans l'intention de gagner des plus values en fonction des gains et des pertes en capital anticipé selon l'évolution prévue du taux d'intérêt.

- Pour déterminer son encaisse spéculative optimale, l'individu compare le taux d'intérêt à un moment donné à son niveau futur.

- Si l'Etat émet des obligations, leur cours varie à l'inverse de la variation du i .

$$N = (ie E)/i$$

N : cours du titre ; E : valeur d'émission des titres ; ie : le taux de rendement du titre ; i : le taux d'intérêt courant du marché

- Si le i diminue, la rémunération des titres diminue (le coût d'opportunité de la détention de M diminue), on détient plus de M et moins de titres.
- Le spéculateur achète un titre s'il pense que i va diminuer. Or, i a des chances de baisser s'il est à un niveau élevé. La demande de monnaie pour motif de spéculation est reliée de façon inverse au i .

**Si l'agent anticipe \downarrow Taux d'intérêt : Placement en obligations

**Si l'agent anticipe \uparrow taux d'intérêt : Pas de placement en obligations

Le taux d'intérêt est le prix de la renonciation à la liquidité. Il détermine le partage de l'épargne entre placements financiers et thésaurisation et non le partage entre la consommation et l'épargne comme pour les classiques. Le taux d'intérêt n'est donc pas lié au volume d'épargne comme pour les néoclassiques mais à la forme.

Rq : Dans son article de 37, Keynes ajoute un 4ème motif, le motif de financement, spécialement pour les investissements des entreprises. Toute augmentation des commandes d'investissement n'est pas possible sans l'apport d'encaisses monétaires supplémentaires. Ainsi, la demande de financement dépend du niveau de l'activité économique planifiée.

2-2-La fonction de demande de Monnaie keynésienne :

- La fonction de demande de monnaie pour motif de transaction et de précaution est une fonction croissante du revenu $L1 = L1 (Y)$.

- La demande de monnaie pour motif de spéculation est une fonction décroissante de i . $L2 = L2 (i)$ et $\lim L2$ si i tend vers i min est ∞ . i est le coût alternatif des encaisses.

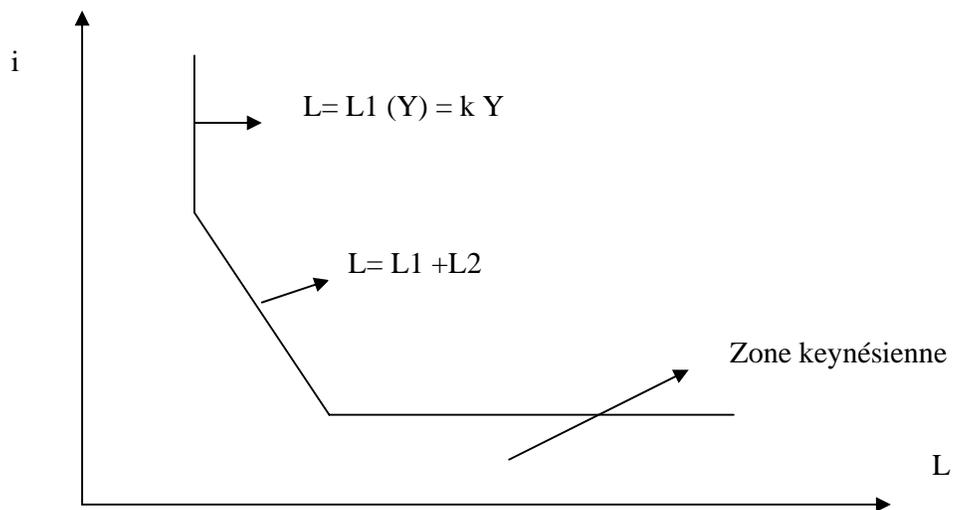
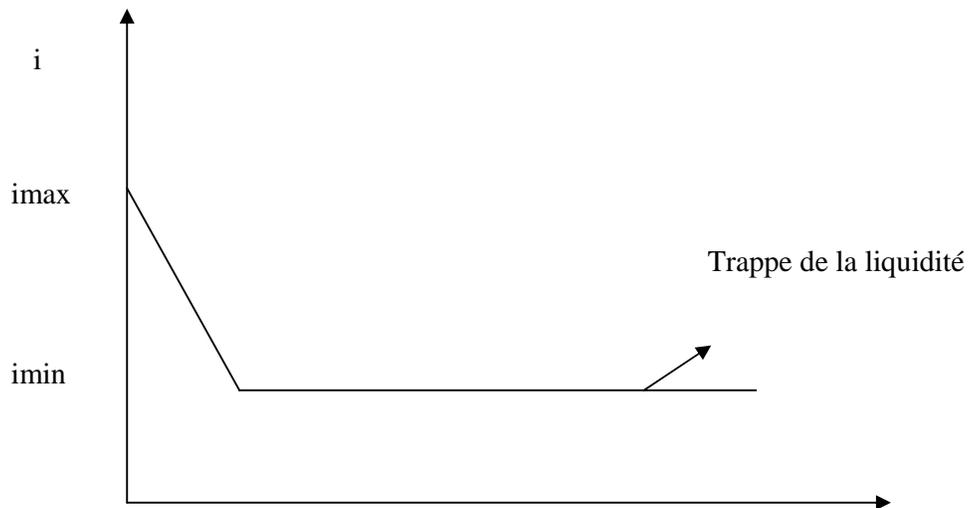
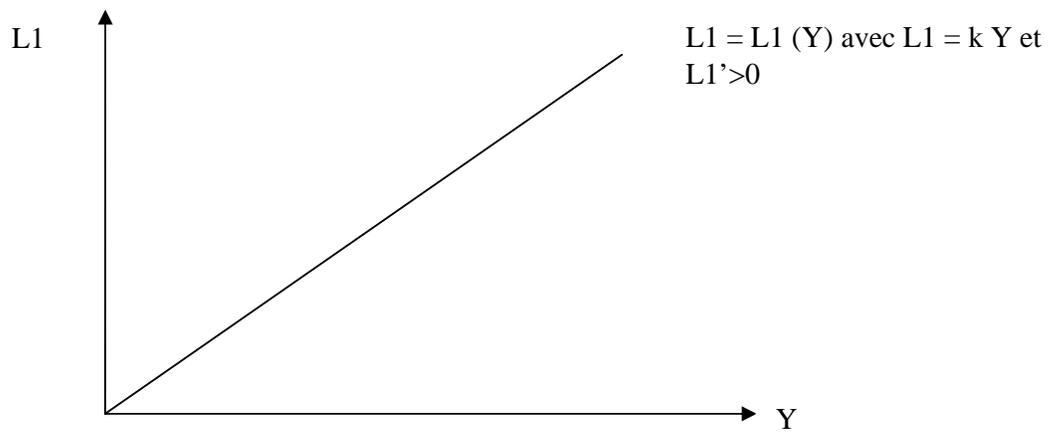
- La demande de monnaie totale dépend du niveau du revenu courant et aussi du niveau du taux d'intérêt.

$$L = L1 (y) + L2 (i)$$

Deux cas extrêmes doivent être considérés :

- Il existe i_{min} en dessous duquel le taux d'intérêt du marché ne peut plus baisser. Tout le monde anticipe une baisse des prix des titres et donc des pertes de capital du portefeuille titres. Cette situation où la préférence pour la liquidité est absolue est appelée « *trappe à la liquidité* ».
- Si i est i_{max} , tous les agents ne peuvent envisager que sa baisse \Rightarrow toute épargne disponible est constituée d'obligations et D de M est nulle.

2-3-La représentation graphique



2-4-Les caractéristiques de la Demande de M keynésienne :

- La différence entre les keynésiens et les classiques est la présence du taux d'intérêt nominal dans la demande de M. La D de M dépend du coût de la détention de la M et donc du i nominal.
- Keynes envisage à la différence des classiques la possibilité de la thésaurisation.
- L'agent économique effectue un arbitrage entre la monnaie et les actifs financiers selon le taux d'intérêt. Le i détermine le partage de l'épargne entre placements financiers et thésaurisation et non le partage entre la consommation et l'épargne comme pour les classiques.
- L'auteur a introduit l'idée de l'incertitude. La demande de monnaie est influencée par les prévisions des agents quant aux évolutions des taux d'intérêt.
- Keynes ne considère pas la constance de v puisque la thésaurisation influence v (plus grande est la part thésaurisée, plus faible sera v).
- La demande de monnaie totale est donc instable : la demande de monnaie pour motif de transaction et de précaution est stable parce qu'elle dépend du revenu qui varie peu à court terme. Or, la demande de monnaie oisive dépend du taux d'intérêt et des prévisions variables concernant le prix futur.

3-La demande de monnaie selon la théorie monétariste : La Monnaie et gestion du patrimoine (Friedman)

La monnaie est un élément de la richesse (patrimoine) de tout agent économique. Milton Friedman intègre la demande de monnaie comme un comportement de diversification de la demande d'actifs financiers. Il faut rechercher la part optimiste de la monnaie au sein du patrimoine (composé de la monnaie, les obligations, les actions, le capital physique et le capital humain).

Friedman a prolongé la théorie quantitative et réfute la théorie keynésienne de la demande de monnaie.

3-1- les déterminants de la demande de monnaie

En 65, Friedman considère la demande de monnaie s'effectue en fonction de la richesse totale, des anticipations des prix et les rendements des divers éléments du patrimoine, des goûts et des préférences. En 59, l'auteur a considéré l'hypothèse du revenu permanent.

$$M = f(P, i_b, i_c, 1/PdP/dt, w, Y, u)$$

P : le niveau général des prix

M : la demande de monnaie

i_b et i_c sont les taux de rendement des obligations et les actions.

$1/PdP/dt$: le taux d'intérêt

Y : le revenu permanent

W : le rapport du capital humain et le capital non humain.

U : reflète les goûts et les préférences des agents. Elle représente les changements possibles de goûts, en termes de détention d'encaisses monétaires, chez les individus

3-2-Les caractéristiques de la D de M monétariste

- En supposant qu'à court terme, le rapport w est constant, les taux d'intérêt i_b et i_c peuvent être interprétée comme une moyenne pondérée des taux applicables à toutes les formes de la richesse. La relation s'explique ainsi : $M/P = f(Y/P, i, \Pi_a)$

La demande de M dépend de 3 variables :

* **le revenu permanent** : demande de M est une fonction croissante du revenu permanent

* **le rendement des actifs financiers** mesurés par le i : si i est élevé, les agents préfèrent détenir des titres plutôt que la M.

* **le NGP** : plus NGP augmente, plus les agents ont tendance à se départir de leurs encaisses monétaires pour acheter.

- A CT, l'augmentation de la masse monétaire affecte aussi bien le NGP et le volume de la production. Toutefois à LT, l'accroissement de la masse monétaire non-justifiée par un accroissement de la production se traduit par une augmentation du niveau général des prix.

- Friedman note un comportement cyclique à court terme, le stock réel de la M est lié positivement aux prix mais avec une élasticité plus faible que le revenu réel.

La variation de M et celle de V ont à court terme le même poids dans l'explication de la variation de PY .

- A long terme, il n'est pas possible de faire apparaître l'influence statistique significative des taux d'intérêt et des prix. Le i n'influence que faiblement à court terme la demande de monnaie. L'évolution des prix n'est pas une variable explicative contrairement aux thèses quantitatives.

➔ La demande réelle de M à long terme se fait à partir de prévisions à long terme du revenu.

$$M = 0,00323 (Y_p/N) 1,81 NP_p$$

M : stock global de M

N : population

Y : revenu global nominal permanent

P_p : niveau des prix permanent.

- La demande de monnaie *est plus liée à la richesse* qu'aux transactions.

- Friedman parle d'une *stabilité du comportement des agents* vis-à-vis des encaisses. L'incorporation du revenu permanent dans la demande de monnaie démontre sa stabilité.

La règle d'or selon Friedman est que la masse monétaire doit varier à un taux constant, égal au taux de croissance à long terme de la production nationale.

4-La demande de monnaie selon l'approche de gestion de stock : le modèle Baumol-Tobin

L'analyse keynésienne de la demande de monnaie a été prolongée par les modèles de Baumol (52) et de Tobin (56). On s'intéresse aux coûts et aux avantages de la détention de la monnaie.

Baumol montre que même limitée au motif de transaction, la demande de monnaie dépend du taux d'intérêt. La D de M pour motif de transaction est aussi fonction du i . On s'intéresse aux coûts et aux avantages de la détention de la monnaie. Baumol a introduit les taux d'intérêt et l'arbitrage entre monnaie et titres.

La monnaie est considérée comme *un stock de pouvoir d'achat* qu'il faut gérer de façon optimale : la détention de la monnaie présente un *manque à gagner* alors que la détention des titres présente un coût.

Le stock optimal d'encaisses dépend de 3 variables : **le taux d'intérêt, le montant des transactions et les frais de courtage.**

4-1-Les hypothèses

- Les transactions sont parfaitement *prévues et régulières*. L'agent est rationnel. Le marché du crédit est imparfait. Le niveau général des prix est constant et que le cours du titre ne varie pas dans le temps.

- Supposons que l'agent reçoit au début de chaque mois un revenu monétaire égal à y et qu'il dépense régulièrement au cours du mois au rythme de $y/30$ par jour.

- L'agent détermine son encaisse optimale E permettant d'effectuer un volume de transactions donné, en tirant le rendement maximum et en minimisant les pertes d'intérêts qui résultent de la détention de la monnaie. Les coûts correspondent à l'ensemble des commissions, des frais de déplacement, du temps perdu et aux désagréments qui en résultent.

- Choix A : l'agent détient tout son revenu sous forme de liquidité. Il ne reçoit pas d'intérêts et ne subit pas de coûts de transactions. Son encaisse moyenne est la moitié de son revenu mensuel ($Y/2$)

- Choix B : l'agent place le premier de chaque mois la moitié de son revenu qu'il revend le 15 du mois. Son encaisse au cours de ces 15 jours varie entre $Y/2$ et zéro, soit une moyenne de $Y/4$. Les intérêts reçus sont : $i(Y/4) = i(Y/2)(1/2)$

Le coût de transaction est égal à $2t$ (un placement et une revente)

- Choix C : En N , l'individu effectue n transactions, les intérêts reçus s'élèvent à $i Y/n (1/n+2/n+...+n-1/n) = i Y/n^2 (1+2+...+(n-1)) = i Y/2n (n-1)$.

Le coût de transaction est égal à $n t$.

4-2-La demande optimale de monnaie

- L'agent cherche à effectuer n transactions de manière à *maximiser son gain total* G résultant du placement de la monnaie. Le gain est égal à la différence entre les intérêts reçus et les coûts de transaction :

$$G = (n-1) i Y/2n - t n$$

- On suppose que les conditions de second ordre sont vérifiées.

- Les conditions de premier ordre s'écrivent $dG/dn = 2i Y/4n^2 - t = 0$

- Le nombre optimal des transactions est égal à $n^* = \sqrt{\frac{iy}{2t}}$

- La détermination du nombre optimal des transactions donne la valeur de l'encaisse moyenne optimale des transactions (E^*n) égal à $Y/2n$, **$E^*n = \sqrt{\frac{ty}{2i}}$**

- Les encaisses de transactions liquides varient *inversement du taux d'intérêt* (TOBIN, 1956, BAUMOL, 1952).

CONCLUSION :

- La demande de monnaie constitue un point de divergence important entre les classiques et keynésiens.
- Selon Hicks, l'apport théorique essentiel de Keynes réside dans sa théorie de préférence pour la liquidité et précisément l'idée que la demande de monnaie dépend du i , $L(Y, i)$
- Ce n'est qu'avec la théorie de demande de monnaie qu'on peut comprendre le niveau de l'investissement (le taux d'intérêt est une variable monétaire qui dépend de l'Offre et la Demande de monnaie). Or, l'investissement dépend d'une part du taux d'intérêt et d'autre part du rendement escompté des capitaux c-à-d de l'efficacité marginale du capital, la monnaie influence l'équilibre macroéconomique.

La politique monétaire

Mme Daoud Ben Jedidia khoutem

Attention !

Ce produit pédagogique numérisé est la propriété exclusive de l'UVT. Il est strictement interdit de la reproduire à des fins commerciales. Seul le téléchargement ou impression pour un usage personnel (1 copie par utilisateur) est permis.

ULA 4: LA POLITIQUE MONETAIRE

Introduction

La finance est un facteur du développement économique. La monnaie et la finance jouent un rôle important dans la conduite de la politique économique.

La politique monétaire est une composante importante de la politique économique générale. Elle doit être cohérente avec les autres choix économiques du pays.

La politique monétaire est la mise en œuvre d'un ensemble d'actions et de contraintes qui cherchent à limiter la création, la circulation et la détention de la monnaie.

Ainsi, les autorités monétaires agissent sur des *variables* pour réaliser certains *objectifs* qui doivent être cohérents avec ceux de la politique économique.

Leçon 1 : Les approches théoriques de la politique monétaire

L'analyse économique connaît un débat relatif à la portée et à l'efficacité de la politique monétaire. Le débat concerne les effets de la variation de la masse monétaire sur les variables réelles et monétaires puisque les fluctuations de la monnaie et ses liens avec les fluctuations économiques sont essentielles pour guider les actions des autorités monétaires. Ce débat a été doublé d'une controverse quant à la crédibilité de l'institution chargée de mener une telle politique¹.

Nous nous intéressons au premier débat. Nous distinguons: la théorie quantitative de la M, la théorie keynésienne et la théorie monétariste.

1- La théorie quantitative de la monnaie

La théorie quantitative a dominé pratiquement tout le 19^{ème} siècle. Elle a été matérialisée par « l'équation des échanges » :

$MV = PT^2$ remplacée après par $MV = P Y$ grâce à l'école de Cambridge.

Cette équation suppose certaines hypothèses :

- T est constante : le niveau de la production dépend des facteurs purement réels c-à-d des facteurs de production et de leurs productivités. L'économie est en situation de plein emploi des facteurs de production.

¹ Les études monétaires se sont intéressées à la crédibilité de la politique monétaire (Kydland et Prescott). Cette politique n'est crédible que si elle respecte la condition de cohérence intemporelle de ses choix. Soit la BC doit être indépendante, ce qui évite l'apparition des cycles politico-économiques. Ainsi, l'inflation sera d'autant plus faible que la Banque Centrale est indépendante et que ses décisions sont irréversibles non influencées par les décisions changeantes du gouvernement. Soit la crédibilité de la BC est liée aux règles de son comportement et non à son indépendance. A cet effet, il faut nommer à la tête de la BC une personnalité conservatrice, ayant une forte aversion pour l'inflation (Rogoff (1985).

² Cette équation a été plus précisée en considérant M, la monnaie fiduciaire (billets) et M', la monnaie scripturale, V et V', représentant leur vitesse de circulation respective, ainsi l'équation devient : $M V + M' V' = P T$

- V est constante et ne dépend que des facteurs structurels.
- L'offre de M est exogène fixée par les autorités monétaires. Ce stock dépend du comportement des autorités monétaires.

Cette équation signifie que la masse monétaire en circulation est nécessairement égale à la monnaie que réclament les agents économiques en contrepartie de la valeur de leurs transactions économiques (PT). Ainsi, toute variation du stock de la monnaie n'affecte que le niveau général des prix et sera sans conséquence sur les variables réelles l'économie. Cela étant, le doublement de la masse monétaire provoque nécessairement le doublement des prix. D'où, la dichotomie complète entre les éléments réels et monétaires. Les équilibres réels ne font pas intervenir des variables monétaires et sont supposés dépendre uniquement des variables réelles.

Il est intéressant de rappeler le débat ancien dans la première moitié du 19^{ème} siècle entre le " *banking school* " et la " *currency school* ". Les partisans du « *banking school* » considèrent que la M est un moyen de paiement et qu'elle un instrument de crédit, suscité par les besoins de l'économie. Dans cet esprit, le crédit bancaire (création monétaire) ne peut pas être à l'origine d'une éventuelle inflation dans la mesure où il existe une stricte proportion entre crédits bancaires et les besoins de l'économie. Toutefois, les défenseurs de la « *currency school* » qui imposent la convertibilité totale entre la monnaie et l'or, considèrent que chaque banque doit maintenir une stricte égalité entre la quantité de billets mise en circulation et son fondement véritable : la quantité d'or. Par conséquent, la monnaie est neutre et stable et la création monétaire n'est pas acceptée.

Toute variation de la MM entraîne une variation proportionnelle du niveau général des prix, d'où *la neutralité de la politique monétaire chez les classiques* puisqu'elle n'influence que les prix. Ainsi, la politique monétaire ne doit avoir comme objectif que la *stabilité des prix*. La politique monétaire doit s'appliquer selon un principe *réglementaire et non discrétionnaire*.

2-L'analyse keynésienne

L'analyse keynésienne rejette l'idée de la neutralité de la M et donc la dichotomie entre la sphère réelle et la sphère monétaire, c'est une "*économie monétaire de production*".

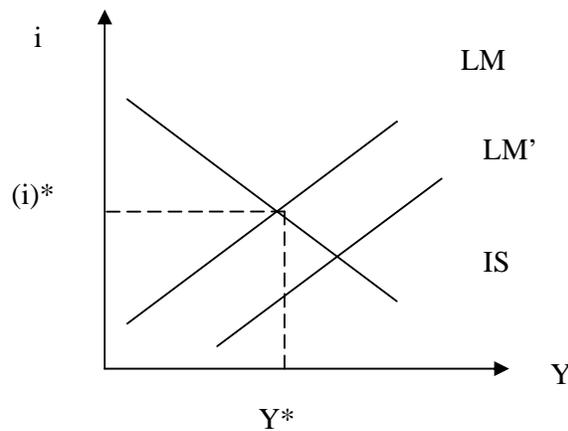
La monnaie est active, elle a une incidence sur l'activité réelle. Indirectement, par le biais du taux d'intérêt, la monnaie agit sur le comportement des agents économiques. Le taux d'intérêt est une variable monétaire qui peut-être influencée notamment à la baisse suite à un accroissement de l'offre de monnaie. La baisse des taux d'intérêt rend ainsi rentables des investissements. La hausse de l'investissement contribue à une hausse de la dépense globale, ce qui présente un effet multiplicateur.

La pensée keynésienne a été reprise par le modèle ISLM de Hicks-Hansen qui analyse l'équilibre simultané sur le marché des B et S et sur le marché monétaire.

** L'équilibre sur le marché des B et S : IS retrace toutes les combinaisons qui assurent l'équilibre sur le marché des B et S et aboutit à l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. ** L'équilibre sur le marché de la M: il est matérialisé par la

courbe LM. Pour Keynes, la demande de M s'effectue selon le motif de transaction, de précaution et de spéculation. $M_d = f(Y, i)$

L'offre de M est exogène, donc A l'équilibre : $M^o = M_d$, ainsi $M^o = b Y - h i$



L'effet d'une politique monétaire expansionniste: $M_o \uparrow$, $i \downarrow$, $I \uparrow$, $Y \uparrow \Rightarrow$ le chômage baisse.

Ainsi, la politique monétaire peut donc influencer les grandeurs réelles. Elle est un instrument de politique conjoncturelle. A la différence de la politique budgétaire, elle n'agit pas directement sur l'activité.

Efficacité de la politique monétaire keynésienne :

La *politique monétaire expansionniste* est efficace dans la mesure où elle permet d'avoir un effet positif sur la croissance et l'emploi. Ainsi, selon les keynésiens, il est possible de baisser le chômage avec la politique monétaire, le prix à payer est un peu d'inflation.

Toutefois, cette politique risque d'être inefficace dans certains cas :

- en situation de «trappe à la liquidité», l'augmentation de l'offre de M est épongée par la demande (situation de préférence absolue pour la liquidité) et les taux d'intérêt ne changent pas.
- si l'investissement n'est pas sensible au taux d'intérêt, la baisse du taux d'intérêt ne se traduit pas systématiquement par une reprise de l'investissement. Ainsi, Keynes a reconnu le caractère imprévisible des réactions et des décisions des entrepreneurs face au choix périlleux d'investir. Ce fait a conduit l'auteur à privilégier plutôt le recours à la politique budgétaire plutôt que celle monétaire.
- Si l'excédent de réserves dont disposent les banques suite à la création monétaire n'est pas utilisé pour emprunter à certains agents économiques puisque les banques craignent la faillite des emprunteurs pendant la récession, alors il n'y a pas d'octroi de crédit.

Par ailleurs, La politique monétaire présente un dilemme : elle peut être utilisée pour contrôler soit la masse monétaire soit le taux d'intérêt, mais pas les deux en même temps.

Les critiques par les monétaristes :

- Friedman critique l'effet du multiplicateur keynésien. Selon l'auteur, les agents ont une sensibilité faible et imprévisible à l'accroissement de leur revenu courant. Il explique que les agents adaptent leur consommation à leur revenu permanent et non à leur revenu courant. La hausse du revenu courant peut garder les dépenses des agents stables, ce qui remet en cause le multiplicateur keynésien.
- Le financement par création monétaire engendre une poussée inflationniste alors que financement par emprunt préconisé par Keynes cause selon les monétaristes un effet d'éviction de l'investissement privé.
- La politique keynésienne se retrouve finalement à une situation que les monétaristes qualifient du « taux de chômage naturel »

3- L'approche monétariste

L'approche monétariste est différente de celle de Keynes. Son fondateur Milton Friedman considère que la monnaie est une forme particulière de la détention de la richesse au même titre que les actifs financiers et les actifs physiques. La demande de M dépend du revenu permanent, des rendements des autres actifs financiers, du niveau général des prix, du taux d'inflation anticipé, des goûts et préférences des consommateurs, du rapport entre la richesse humaine et la richesse non humaine. L'auteur conclut que la demande de M est stable puisqu'elle repose sur le revenu permanent, une variable de longue période.

Les monétaristes considèrent que l'inflation a pour principale origine un excès de création monétaire. Toute modification de l'offre de M provoquée par les pouvoirs publics fait apparaître un déséquilibre sur le marché de la M qui se présente du fait de l'interconnexion du marché de la M et des divers marchés de biens et services sur l'ensemble de ceux-ci c-à-d sur les niveaux et la structure de la production et des prix.

Ainsi, les monétaristes estiment que la politique monétaire influence à la fois l'évolution du volume de la production et l'évolution des prix. Mais, ces effets sont *transitoires, incertains* et risquent de déstabiliser l'économie à cause des différents délais de réaction. Dès lors, la politique conjoncturelle se heurte au problème des délais (d'une part des cycles d'activité sont courts et d'autre part les délais d'efficacité de la politique monétaire sont longs. Il s'agit d'une politique contra-cyclique qui risque de se retrouver pro-cyclique). Selon Friedman, il est évident d'introduire une distinction entre court terme et long terme. Selon l'auteur, la politique monétaire peut à court terme stimuler la création d'emplois, mais il la rejetait à LT et considère qu'elle est perverse. La politique monétaire n'améliore la situation de l'emploi que de façon provisoire mais accélère durablement le taux d'inflation. En effet, depuis le moyen terme, le niveau de chômage antérieur réapparaît, accompagné cette fois d'un taux d'inflation supérieur à celui de l'ancienne situation.

Les monétaristes remettent en cause l'efficacité de la politique monétaire discrétionnaire (qui change avec la conjoncture) et notamment la politique monétaire expansionniste. Comme la D de M est stable, s'il existe une instabilité économique, elle est due à des fluctuations de la masse monétaire. Ainsi, la politique monétaire ne doit pas avoir comme objectifs d'atteindre un certain niveau de production et d'emploi mais elle doit contribuer à la stabilisation du système économique grâce à la maîtrise du niveau général des prix. Il faut alors abandonner les mesures discrétionnaires au profit des règles. Cette adoption de ces règles par la banque centrale renforce sa crédibilité. Il faut choisir un taux stable de croissance de la masse monétaire pour

permettre une croissance stable de l'économie. Un niveau de croissance monétaire juste suffisant pour ne pas étouffer la production égal à celui de la croissance de la production.

Pour Friedman, *l'objectif* de la politique monétaire doit maintenir l'inflation à un niveau stable et modéré, sur le long terme. L'inflation «*est toujours et partout la même : un accroissement anormalement rapide de la quantité de monnaie par rapport au volume de la production*»³. Il faut aussi faciliter le libre fonctionnement des marchés avec le retrait des pouvoirs publics.

Au total, des classiques aux monétaristes, on passe de la neutralité de la M à la neutralisation de la M (la M est active mais à CT).

Les critiques de l'approche monétariste :

- Kaldor précise que la politique monétariste se heurte à la difficulté de définition de la masse monétaire. La controverse s'accroît si on utilise une définition étroite de masse monétaire comme M1.
- Selon Stanley Fisher, l'analyse monétariste s'effectue dans le cadre de prix parfaitement flexibles.
- La vitesse de circulation de la masse monétaire est instable, ce qui remet en cause la validité de l'utilisation d'un taux stable de croissance de la masse monétaire en vue d'une stabilité économique.
- Les nouveaux classiques ont critiqué l'approche de Friedman en affirmant qu'à court et à long terme les comportements des agents sont dominés des « anticipations rationnelles ». Selon Lucas, la monnaie n'est même plus active à court terme. Alors, les autorités doivent maintenir une politique de la règle (crédibilité, réputation, cohérence temporelle...) *pour corseter la monnaie, a priori*.

La politique monétaire en pratique

Les recommandations des politiques Keynésiennes se concrétisent peu à peu aux États-Unis et en Angleterre dès les années 1930 pendant les « Trente Glorieuses ». Toutefois, depuis le choc pétrolier début des années 1970, il y a eu des situations de *stagflation* (cumul de l'augmentation du chômage et de l'inflation). Dès lors, les politiques fondées sur un arbitrage entre inflation et chômage ont échoué dans la mesure il y a eu plus de chômage et plus d'inflation.

Par conséquent, les politiques monétaires des années 80 se sont inspirées des approches monétaristes. L'objectif final recherché devient la résolution du problème de l'inflation et la garantie de la stabilité des prix. Aux États-Unis, une telle politique qui se concentrerait sur la croissance de la masse monétaire et non sur les taux d'intérêt a permis une inflation plus ou moins maîtrisée.

Toutefois, pendant les années 90 caractérisées de la perte de contrôlabilité de la croissance des agrégats monétaires ainsi que l'instabilité de la demande de monnaie à cause des innovations financières et la libéralisation des mouvements de capitaux, il y a eu une dégradation des objectifs intermédiaires. Dans ce contexte, il y a eu des cibles directes d'inflation (des objectifs d'inflation) associées à un ensemble

³ Or, dans le traité, Keynes considère que l'inflation n'est pas d'origine monétaire mais elle est due à un déséquilibre dans la production. L'inflation est un excès de l'investissement sur l'épargne.

d'indicateurs en abandonnant les objectifs intermédiaires (ex : la nouvelle Zélande (1990), Canada (1991), Royaume Uni (1993). Le ciblage de l'inflation avec la fourchette cherche à influencer la masse monétaire à un rythme d'expansion et donc exerce un effet stabilisateur sur la croissance. En effet, l'inflation maîtrisée aide à investir à LT, d'où la croissance, de meilleures décisions par les agents, ce qui renforce la croissance.

L'efficacité de la politique monétaire se mesure par son action sur l'activité économique financière et réelle et donc son aptitude à contribuer à une meilleure utilisation des capacités de production et donc éviter le sous emploi des facteurs. Cette efficacité est tributaire du degré de flexibilité des structures économiques. Les débats sur l'efficacité des politiques monétaires sont fortement conditionnés par les caractéristiques supposées de l'offre de monnaie. Or, l'ouverture sur l'extérieur rend plus complexe le débat sur l'efficacité de la politique monétaire.

Rq : le modèle de Poole cherche la politique monétaire optimale. C'est un modèle ISLM qui intègre des chocs aléatoires pour déterminer la politique monétaire optimale permettant d'atteindre l'objectif final, à savoir le plein emploi. Le choix des objectifs opérationnels dépend de la nature du choc soit réel ou monétaire. Lorsque l'économie est sujette à un choc réel, alors la politique monétaire optimale est la politique de base. Toutefois, lorsque l'économie est sujette à un choc monétaire, la politique monétaire optimale est celle de taux.

Leçon 2: Les objectifs de la politique monétaire

Les objectifs de la politique monétaire peuvent être classés en objectifs finals, objectifs intermédiaires et objectifs opérationnels. Les objectifs intermédiaires sont ceux sur lesquels la BC peut agir pour atteindre les objectifs finals. Or, pour atteindre les objectifs intermédiaires, il faut fixer des objectifs opérationnels que la BC peut atteindre de la façon la plus efficace en utilisant les *instruments* mis à la disposition.

1- Les objectifs finals de la politique monétaire

Les objectifs finals sont des buts ultimes de la politique monétaire. Ils s'insèrent dans le cadre général des objectifs de la politique économique. Il s'agit de la croissance économique, la stabilité des prix, l'équilibre extérieur et le plein emploi: ce qu'on appelle le carré magique.

- Le développement économique et social par la recherche de la croissance des richesses produites et un niveau meilleur de production qui soit durablement soutenu et permet d'atteindre une croissance : le rôle de la politique monétaire est de favoriser l'acheminement de l'épargne vers les investissements productifs.
- La recherche de la stabilité des prix : la maîtrise de l'inflation suppose une maîtrise du financement de l'économie. Il faut que la création de la monnaie n'excède pas les besoins de financement de l'économie.
- La maîtrise de l'endettement extérieur consiste à assurer la régularité de l'approvisionnement de tous les secteurs productifs en matière première et en biens d'équipement sur la base d'un taux de change satisfaisant. Il s'agit d'éviter tout déséquilibre durable de la balance des paiements, ce qui cause un épuisement des ressources en réserves de devises étrangères. Il faut maintenir la stabilité de la monnaie et renforcer les réserves en devises.
- Le plein emploi : on cherche la création du maximum d'emploi.

RQ : Il faut voir que chercher à réaliser certains objectifs peut être en contradiction avec d'autres. La politique monétaire conjoncturelle a longtemps été utilisée pour effectuer un arbitrage entre l'inflation et le chômage. En effet, en période de crise, une politique monétaire expansive permet une reprise de l'activité, une augmentation de l'emploi même si elle augmente l'inflation. Or, une politique monétaire restrictive réduit l'inflation mais elle peut compromettre la croissance économique et donc l'emploi puisque une hausse du taux d'intérêt engendre une augmentation des coûts de production.

Ainsi, généralement, la politique monétaire fixe comme objectif la stabilité des prix alors que les autres objectifs peuvent être plus adaptés à la politique budgétaire.

2- Les objectifs intermédiaires de la politique monétaire

Les objectifs intermédiaires sont définis comme le canal par lesquels les instruments de la politique monétaire passent pour atteindre les objectifs finals. Le choix des objectifs intermédiaires se justifie par leurs liens de causalité, leurs fortes corrélations avec l'objectif final. La BC doit être prête toujours à agir aux mouvements des variables intermédiaires et observer leurs évolutions.

Les objectifs intermédiaires sont le taux d'intérêt, les agrégats monétaires et le taux de change.

- Le taux d'intérêt : le contrôle du taux d'intérêt est nécessaire afin de le maintenir à un niveau adéquat en fonction de la quantité de monnaie en circulation et du change. La maîtrise du taux d'intérêt s'avère nécessaire pour encourager l'investissement. Les banques détiennent des taux de base et fixent leur gamme de taux en fonction de plusieurs paramètres et notamment le taux du marché monétaire et le taux d'inflation.

- Le contrôle des agrégats monétaires : cet objectif est souvent privilégié. Il s'agit d'une action sur le volume de la M circulant dans l'économie par le contrôle des agrégats monétaires. On cherche à éviter un excès de liquidités par rapport à l'offre des biens et services qui risque d'entraîner une inflation. Suite aux innovations financières, la déréglementation, la globalisation, les pays ont plutôt considéré le rôle des agrégats monétaires.

Il faut choisir l'agrégat monétaire dont l'évolution est la plus stable et dont la corrélation avec le niveau général des prix est la plus forte. Or, avec les innovations, l'évolution des agrégats devient peu prévisible.

La règle d'or du monétarisme est que le taux de croissance de l'agrégat monétaire doit être égal au taux de croissance du PIB en terme réel.

- Le taux de change : la stabilité du taux de change renforce la lutte contre l'inflation et permet de maintenir l'équilibre des échanges extérieurs et par conséquent celui de la balance des paiements. En effet, un taux de change stable permet d'éviter la hausse des prix intérieurs. Le choix de la stabilité du taux de change comme objectif intermédiaire est de plus en plus justifié aujourd'hui étant donné l'interdépendance entre les économies⁴.

Certains, les PVD ont essayé d'ancrer (fixer) leur taux de change pour celui d'un grand pays partenaire pour essayer de réduire le taux d'inflation.

Rq : Un objectif intermédiaire peut devenir un simple indicateur, mais l'inverse n'est pas vrai. Par exemple, le taux de change est un objectif intermédiaire lorsqu'il est fixe. Toutefois, le taux de change devient un indicateur s'il est variable. L'indicateur admet alors un fort contenu informationnel mais il n'est pas nécessaire qu'il ait un rôle causal vis-à-vis de l'objectif final. Par ailleurs, il peut être complètement en dehors du contrôle de la banque centrale.

⁴ Or, le taux de change faible favorise les exportations mais cause des tensions inflationnistes et n'incite pas à améliorer les gains de productivité des entreprises nationales qui sont protégées de la concurrence internationale. Toutefois, un taux de change élevé, limite l'inflation importée renchérit les exportations peut causer la faillite des entreprises les moins concurrentielles.

3- Les objectifs opérationnels de la politique monétaire

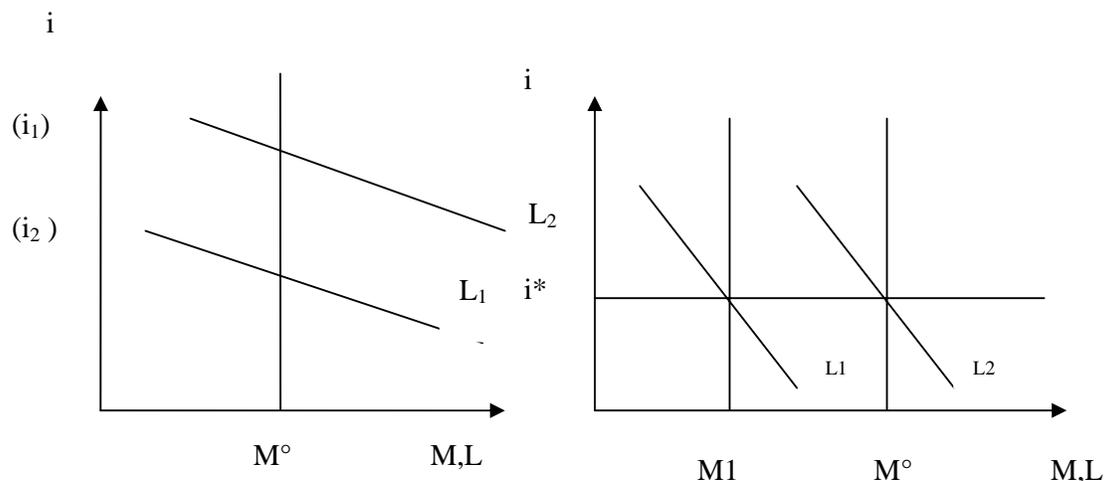
Ce sont les variables que la banque centrale peut affecter efficacement grâce aux instruments dont elle dispose :

- Le taux du marché monétaire
- La base monétaire

Ce sont des cibles immédiates dont la BC choisira la variable la plus contrôlable et celle la plus étroitement liée aux objectifs intermédiaires de la politique monétaire. Par ailleurs, son contrôle doit engendrer le moins d'effets secondaires néfastes sur d'autres variables économiques. Ces variables servent dans une perspective de très court terme à effectuer des ajustements à la politique monétaire.

La politique de base monétaire : La banque centrale fixe l'offre de monnaie et l'ajustement entre l'offre et la demande de monnaie centrale est réalisée par la variation du taux d'intérêt. Alors, le montant du refinancement est fixe et le taux d'intérêt est variable.

La Politique de taux : la banque centrale module l'offre de la monnaie centrale en fonction des besoins de liquidité des banques afin de stabiliser le taux d'intérêt. Ainsi, le taux d'intérêt est fixe et le montant du refinancement est variable.



Leçon 3: Les instruments de la politique monétaire

Les instruments sont les moyens sur lesquels les autorités monétaires peuvent agir pour atteindre les objectifs de la politique monétaire.

Certains instruments visent à agir principalement sur le comportement de l'offre de monnaie par les banques par le biais de l'action sur la liquidité bancaire. D'autres agissent principalement sur la demande de monnaie par le biais du prix de la monnaie c'est-à-dire le taux d'intérêt.

Les instruments de la politique monétaire peuvent aussi être distingués en instruments généraux indirects : le réescompte, l'open market et les réserves obligatoires qui agissent sur le coût de refinancement des banques et en instruments directs tels que l'encadrement de crédit.

1-Le réescompte

La politique de réescompte repose sur une procédure du refinancement par le biais du taux du réescompte. En effet, les banques empruntent directement des liquidités à la Banque Centrale en réescomptant des titres privés qui sont dans leurs portefeuilles. Le réescompte revient à une création de monnaie par la banque centrale, il lui permet d'influencer le volume et l'évolution de la monnaie et du crédit.

Lorsque le taux du réescompte, ici le prix de la liquidité, augmente, il en résulte le renchérissement de l'opération de refinancement (les conditions du réescompte sont élevées), ce qui conduit les banques à augmenter leur taux d'intérêt et limite la demande de crédits des entreprises et des ménages. Le pouvoir de la création de M des banques se trouve ainsi réduit. Si la BC fixe une limite du volume du réescompte alors lorsque les banques dépassent ce plafond, elles doivent payer un taux plus élevé appelé taux d'enfer.

Cette politique est généralement associée à une intermédiation accrue où le rôle des banques est important et où le marché financier ne représente qu'un rôle subsidiaire. L'inconvénient de cette politique est que la hausse du taux du réescompte augmente les taux de crédit et peut mettre en péril l'activité des banques. Par ailleurs, cet instrument ne permet pas à la banque centrale de contrôler directement la base monétaire, elle contrôle uniquement le prix de la monnaie (taux de réescompte). Ainsi, la banque centrale ne peut pas reprendre la monnaie centrale précédemment offerte en cas d'une volonté d'éponger la liquidité. Enfin, ce système est coûteux et relativement passif puisque la BC fixe unilatéralement le taux et fournit la liquidité à ce taux.

2-La politique d'open market.

Elle consiste pour la Banque Centrale à acheter et vendre des titres sur le marché monétaire⁵ là où les banques s'approvisionnent la liquidité. *L'open market* cherche ainsi à mettre à la disposition des banques les liquidités nécessaires ou aussi à réduire ces liquidités.

Par ces interventions sur le marché monétaire, la banque Centrale agit sur le coût de refinancement des banques. La BC peut intervenir soit pour injecter la liquidité dans

⁵ La BC intervient sur le marché interbancaire et sur le marché des créances négociables.

le circuit économique soit pour éponger des liquidités. Si elle vend des titres, il y a une ponction de la liquidité⁶. Si elle achète les titres, il y a une injection des liquidités⁷. L'action de la BC peut se distinguer en 2 effets : un effet quantité lorsque la BC affecte les liquidités détenues par les banques⁸ et un effet prix qui affecte le taux du marché monétaire. Ainsi, la BC oriente les taux du marché en fonction de ses objectifs. Si le taux du marché monétaire augmente, alors le coût de refinancement des banques augmente et limite les crédits bancaires.

Sur le marché monétaire, on distingue les taux suivants :

-TMM : le prix de la liquidité au jour le jour : c'est le taux moyen qui résulte de l'offre et de la liquidité en fonction des différentes opérations effectuées.

- TAO : le taux auquel la BC fournit la liquidité après l'analyse de la situation des banques selon la méthode du taux unique ou la méthode du taux multiples ou la méthode mixte.

- TPP : la BC cherche à satisfaire un supplément de liquidité qui n'a pas été réalisé par la politique d'appel d'offre. $TPP = TAO +$ une marge.

Par conséquent, $TAO < TMM < TPP$.

3-Les réserves obligatoires

La politique des RO consiste au maintien obligatoire d'un compte non rémunéré auprès de la BC, en d'autres termes, c'est imposer aux banques la détention des réserves bloquées dans un compte à la BC. Les réserves obligatoires sont apparus en 1913 aux Etats-Unis, leurs l'objectif initial était essentiellement prudentiel pour assurer un minimum de garantie aux déposants.

Cette politique consiste donc à modifier le taux des RO en fonction de la situation pour réduire ou accroître la capacité de la création monétaire des banques et donc influencer le volume des crédits. En variant le taux de RO ou l'assiette sur laquelle porte ces réserves, la Banque centrale peut influencer la création monétaire des banques. Si le taux des RO augmente, ceci entraîne l'augmentation des coûts pour les banques et limite les crédits.

Le succès de cette politique de RO dépend du degré de dépendance du système bancaire vis-à-vis de la BC. C'est une politique inefficace si elle est utilisée seule car les banques peuvent obtenir les liquidités manquantes sur le marché monétaire.

6 La ponction de liquidité s'effectue :

- Par adjudication : la BC procède par appel d'offre négatifs elle achète la M centrale aux banques en vendant des effets privés ou publics.

- Par des opérations ponctuelles de liquidités

7 L'injection de liquidité s'effectue par :

- Appel d'offre : achat ferme par la BCT d'effets privés ou publics en contrepartie de la monnaie centrale.

- La prise en pension : achat provisoire pour une durée de 7j d'effets privés ou public. La Banque centrale intervient par des opérations de prises en pension. Ainsi, la Banque à besoin de liquidité cède à la B C un titre en s'engageant à le racheter dans un délai très court. Ces opérations peuvent avoir plusieurs formes : soit les opérations de pension sur appel d'offre (La Banque centrale annonce les catégories de titres qu'elle est prête à prendre en pension. Ensuite, les banques indiquent le montant et les taux qu'elles sont prêt à payer, par conséquent, la BC fixe le montant et les taux en fonction de ces réponses) soit des opérations de pension à taux préfixés.

- Opérations ponctuelles d'injections.

8 D'une manière générale, la liquidité des banques est affectée par les billets et M en circulation (-), le solde du CCT (-), avoirs nets en devises (+), RO (-), et autres facteurs.

4-L'encadrement de crédits

L'encadrement de crédits est une procédure de contrôle de création monétaire des banques par voie réglementaire. Les autorités monétaires fixent les normes de progression des crédits (un taux maximum d'expansion). En cas de dépassement du volume autorisé, les banques sont pénalisées.

Dans le cadre du dispositif contraignant appliqué aux banques, les banques ont tendance à jouer la sécurité et à privilégier leurs clients traditionnels au détriment des entrepreneurs les plus innovateurs, ce qui influence la répartition des crédits entre les agents économiques et risque de générer un rationnement du crédit. L'encadrement de crédit est imposé autoritairement elle peut pénaliser les banques les plus dynamiques ce qui freine la concurrence.

Rq : Ces différents instruments de la politique monétaire peuvent être soit substituables soit complémentaires selon les objectifs recherchés.

Les instruments dans l'économie d'endettement et l'économie de marché financier

Les instruments de la politique monétaire diffèrent d'une économie d'endettement à une économie de marché financier.

L'économie d'endettement se caractérise notamment par :

- La dominance de la finance indirecte des intermédiaires financiers monétaires et une faible importance des marchés de capitaux. Les entreprises financent les investissements en recourant d'une manière privilégiée au crédit bancaire et les banques se refinancent essentiellement de la BC.
- Les modalités de fixation des taux d'intérêt : la structure et les niveaux des taux d'intérêt sont rigides. Ainsi, le taux de refinancement des banques sont fixés administrativement par la BC.
- Le sens de causalité entre la masse monétaire et la base monétaire : les banques peuvent accorder des crédits sans avoir des réserves excédentaires et elles se refinancent après. La banque centrale est un prêteur de dernier ressort contraint. Le sens de causalité est de la masse monétaire vers la base monétaire. L'offre de monnaie est endogène. Dans cette situation, la banque centrale ne peut contrôler la liquidité des banques qu'a posteriori.

L'économie de marchés financiers se caractérise notamment par :

- La dominance de la finance directe, les entreprises se financent par l'autofinancement et d'emprunts obligataires sur le marché financier. Les marchés de capitaux sont développés. Le crédit bancaire ne joue qu'un rôle secondaire dans le financement de l'activité des entreprises.
- Les modalités de fixation des taux d'intérêt : les taux d'intérêt sont libres. Ils sont déterminés par la confrontation de l'offre et de la demande des fonds prêtables.
- Le sens de causalité entre la masse monétaire et la base monétaire : les banques disposent de réserves excédentaires pour accorder des crédits. Le sens de causalité est de la base monétaire vers la masse monétaire. La banque centrale est un prêteur de

dernier ressort non contraint. En contrôlant la base monétaire, la BC exerce un contrôle a priori.

Critères	Economie d'endettement	Economie de marché de capitaux
Mode de financement dominant	Finance indirecte - Les entreprises sont endettées envers les banques - les banques sont endettées envers la BC (RF important)	Finance directe - Les entreprises se financent sur le marché financier - les banques se refinancent sur le marché monétaire (RF faible)
Modalité de fixation du i	Le i est fixé par la BC	Le i est variable selon l'O et la D de liquidité
Sens de causalité entre la Masse monétaire et Base monétaire	Base Monétaire ← MM (théorie du diviseur)	Base monétaire → MM (théorie du multiplicateur)
Les instruments de la politique monétaire	réescompte encadrement de crédit RO	Open market RO

Leçon 4 : Les canaux de transmission de la politique monétaire

Les canaux de transmission de la politique monétaire permettent de connaître comment la politique monétaire peut être susceptible pour favoriser la croissance et donc permet de considérer les effets de la monnaie sur l'économie réelle.

Il existe 3 canaux :

1- Le canal du taux d'intérêt

Dans le modèle keynésien ISLM, le canal du taux d'intérêt constitue le principal mécanisme de transmission de la politique monétaire. On met en évidence les effets de la politique monétaire sur la sphère réelle *via* le taux d'intérêt.

La politique monétaire expansionniste : $M^{\circ}\uparrow, i \downarrow, I\uparrow, Y\uparrow$.

Cette politique baisse le i réel, $i_r \downarrow$, ceci réduit le coût du capital, l'investissement augmente, la demande globale et la production augmente. Ainsi, on influence l'activité économique en modifiant l'offre de monnaie.

Or, ce canal met l'accent sur le i réel plutôt que nominal puisqu'il s'agit d'un taux qui affecte les décisions des consommateurs et des entreprises. En réalité, les modifications des i nominal à CT entraînent une baisse correspondante du i réel à court terme étant donné l'hypothèse de la rigidité des prix⁹.

Toutefois, selon Bernanke et Gertler (1995), les études empiriques n'ont pas pu prouvé une incidence significative des taux d'intérêt par le biais du coût du capital. Ceci a entraîné la recherche d'autres mécanismes de transmission de la politique monétaire.

2-Le canal du crédit

Ce canal considère que le financement de l'économie se base sur le crédit bancaire. Les banques permettent de résoudre les problèmes d'asymétrie d'information sur les marchés de crédit. Certains emprunteurs n'ont pas accès aux marchés de crédit s'ils n'empruntent pas auprès des banques. Lorsqu'il n'existe pas de parfaite substituabilité entre les dépôts et les autres sources de refinancement pour les banques commerciales, le canal du crédit bancaire agit ainsi : $M\uparrow$, dépôts bancaires \uparrow , prêts bancaires \uparrow , $I\uparrow, Y\uparrow$.

L'augmentation des prêts entraîne une hausse des dépenses d'investissement.

Selon le canal du crédit, la politique monétaire affecte surtout les dépenses des petites entreprises, qui dépendent notamment des prêts bancaires plutôt que les grandes entreprises qui peuvent se financer sur le marché des capitaux et ne pas recourir aux crédits bancaires.

3-Le canal du taux de change

⁹ Le choix du taux d'intérêt nominal comme objectif intermédiaire de la politique monétaire a été critiqué par les monétaristes. Ils expliquent que le taux d'intérêt nominal se compose de deux éléments : la rémunération d'un placement et l'inflation anticipée. Ainsi, si le taux d'intérêt nominal varie, il est impossible de savoir si c'est la rémunération ou l'inflation anticipée qui sera modifiée.

Le taux de change est une variable de transmission de la politique monétaire qui exerce des effets sur les exportations nettes du pays, il fait aussi intégrer les i .

La baisse des i réels nationaux réduit l'attrait des dépôts nationaux en monnaie nationale par rapport aux dépôts en monnaies étrangères, d'où la baisse de la valeur des dépôts en monnaie nationale par rapport aux dépôts en devises, c'est la dépréciation de la monnaie nationale. Ensuite, la dépréciation de la monnaie nationale baisse le prix des biens nationaux par rapport aux biens étrangers, d'où l'augmentation des exportations nettes et la production globale augmente.

Par exemple si $M \uparrow$, $i_r \downarrow$, le taux de change \downarrow , $XN \uparrow$, $Y \uparrow$.

Comparaison entre Keynes et les monétaristes

	Théorie keynésienne	Théorie monétariste
Objectif final	La Croissance économique	La stabilité des prix
Objectif intermédiaire	Le taux d'intérêt	La masse monétaire
Instruments	Réescompte, contrôle direct	L'open market, contrôle indirect
Mise en oeuvre	Discrétionnaire, conjoncturelle	Selon la règle de « k% » c-à-d en fonction de l'évolution prédéfinie de la masse monétaire
Rôle de la BC en tant que prêteur en dernier ressort	Contraint	Non contraint
Statut de la BC	Dépendante des pouvoirs politiques	Indépendante des pouvoirs politiques afin de préserver sa crédibilité

Source : Mehri-Guerchi, Sellaouti, Mehri, *Economie monétaire*, 2004, p.277

Leçon 5 : La politique monétaire en Tunisie

En Tunisie, la politique monétaire a connu une évolution importante depuis le Programme d'Ajustement Structurel en 1986 et le choix de la libéralisation de l'économie. Le pays cherche à effectuer une transition d'une économie d'endettement vers une économie de marchés de capitaux. Dès lors, *les objectifs et les instruments de la politique monétaire* ont été modifiés et révisés afin qu'ils soient conformes à la nouvelle stratégie monétaire et financière.

1 – La politique monétaire avant 86 :

Depuis l'indépendance, la politique monétaire s'est fixée comme objectifs finals *la croissance économique et la stabilité des prix*. Elle cherche notamment à allouer les ressources rares de l'épargne vers l'investissement productif.

Les caractéristiques de l'économie sont :

-- Les crédits bancaires sont la principale source de financement des entreprises. Les crédits constituent alors la contrepartie importante de la masse monétaire. Dans le cas où l'essentiel de la création monétaire est lié aux activités de distribution des crédits par les banques, la politique de crédit revêt une importance majeure en Tunisie.

--Les Banques se refinancent notamment auprès de la Banque Centrale par le réescompte.

-- La Banque Centrale de Tunisie (BCT) domine et contrôle l'activité économique. Elle intervient pour fixer les taux d'intérêts. Les taux d'intérêts sont très bas notamment pour des activités jugées prioritaires telle que l'agriculture, l'artisanat et l'exportation. Certains taux d'intérêts étaient même négatifs en terme réel ($i_N = i_r + \text{taux d'inflation}$).

-- Le marché monétaire est un marché interbancaire dominé par la BCT qui fixe le taux du marché.

-- Le marché financier est peu développé et ne permet de drainer qu'une partie limitée de l'épargne nationale.

Dans cette *économie d'endettement*, la politique monétaire privilégie trois instruments :

Le réescompte : le refinancement des banques est notamment basé sur le réescompte : c'est le moyen principal par lequel la BCT fournit aux banques les liquidités nécessaires.

L'encadrement de crédit : la BCT a instauré un régime d'autorisation préalable pour les crédits à partir d'un certain montant. Par ailleurs, le contrôle vise l'orientation des crédits vers des secteurs jugés prioritaires telle que l'agriculture, l'artisanat et l'exportation ou vers le financement de l'Etat en obligeant les banques à souscrire à l'achat des titres de l'Etat. Certains taux d'intérêt étaient des taux négatifs en terme réel.

Les réserves obligatoires : les RO constituent un instrument important de la politique monétaire. Le taux de RO a été toujours révisé pour affecter la liquidité des banques.

Cette politique a certainement participé à soutenir la croissance économique. Toutefois, elle a aussi engendré des problèmes. En effet, la politique de crédit adoptée a engendré une croissance monétaire très importante et donc une inflation qui atteint 10 % en moyenne dans les années 80. En outre, les taux d'intérêt créditeurs (ic) fixés à des niveaux négatifs n'ont pas permis la mobilisation de l'épargne financière. Les taux d'intérêts débiteurs (id) bas ont fait progresser les crédits alors que certains financent des investissements à faible taux de rendement. Par conséquent, il fallait effectuer des modifications de la politique monétaire afin qu'elle soit compatible avec les réformes que connaît l'économie tunisienne.

2 La politique monétaire après 86 :

Les objectifs et les instruments de la politique monétaire ont été révisés pour éviter les inconvénients de la politique ancienne et garantir une meilleure efficacité de la sphère monétaire et financière.

L'objectif final favorisé de la politique monétaire est *la stabilité des prix*. En fait, la BCT fixe annuellement le taux de croissance de M2. Rappelons qu'en Tunisie, depuis 2007 la mission principale de la BCT est la stabilité des prix. De nos jours, la BCT considère l'agrégat M3 comme l'agrégat le plus représentatif de la masse monétaire. Il constitue l'objectif intermédiaire de la politique monétaire.

Certaines réformes ont été introduites telles que :

- La suppression de l'autorisation préalable et la suppression progressive des emplois obligatoires imposés aux banques pour le financement du secteur public et pour certaines activités : ces différentes mesures limitent l'encadrement du crédit.
- La réduction du réescompte jusqu'à sa disparition définitive en fin 1996.
- La dynamisation, l'ouverture et la libéralisation du marché monétaire ont offert à la BCT la liberté d'acheter et de vendre des titres sur le marché.

Avec l'adoption de l'abandon de l'encadrement du crédit et du réescompte, et le développement des marchés, l'approche de contrôle de la masse monétaire est devenue indirecte. Elle privilégie l'action par le taux d'intérêt.

Suite à ces évolutions, la politique monétaire a privilégié 2 instruments :

L'open Market : la BCT intervient sur le marché monétaire soit pour injecter soit pour éponger la liquidité. Cette technique a été privilégiée dans le marché monétaire ouvert et dynamique grâce aux nouveaux titres introduits. La BCT affecte la liquidité du marché monétaire et influence de taux du marché monétaire et donc le coût de refinancement des banques.

Les réserves obligatoires sont toujours retenues comme instrument de la politique monétaire

Les nouvelles orientations de la politique monétaire ont réussi à limiter d'une façon progressive le taux de croissance de la masse monétaire et donc le taux d'inflation. De même, la libéralisation des taux d'intérêt a entraîné une augmentation de taux qui ont atteint des niveaux positifs en terme réels. Toutefois, la croissance quasiment maîtrisée de la masse monétaire dépasse celle du PIB.