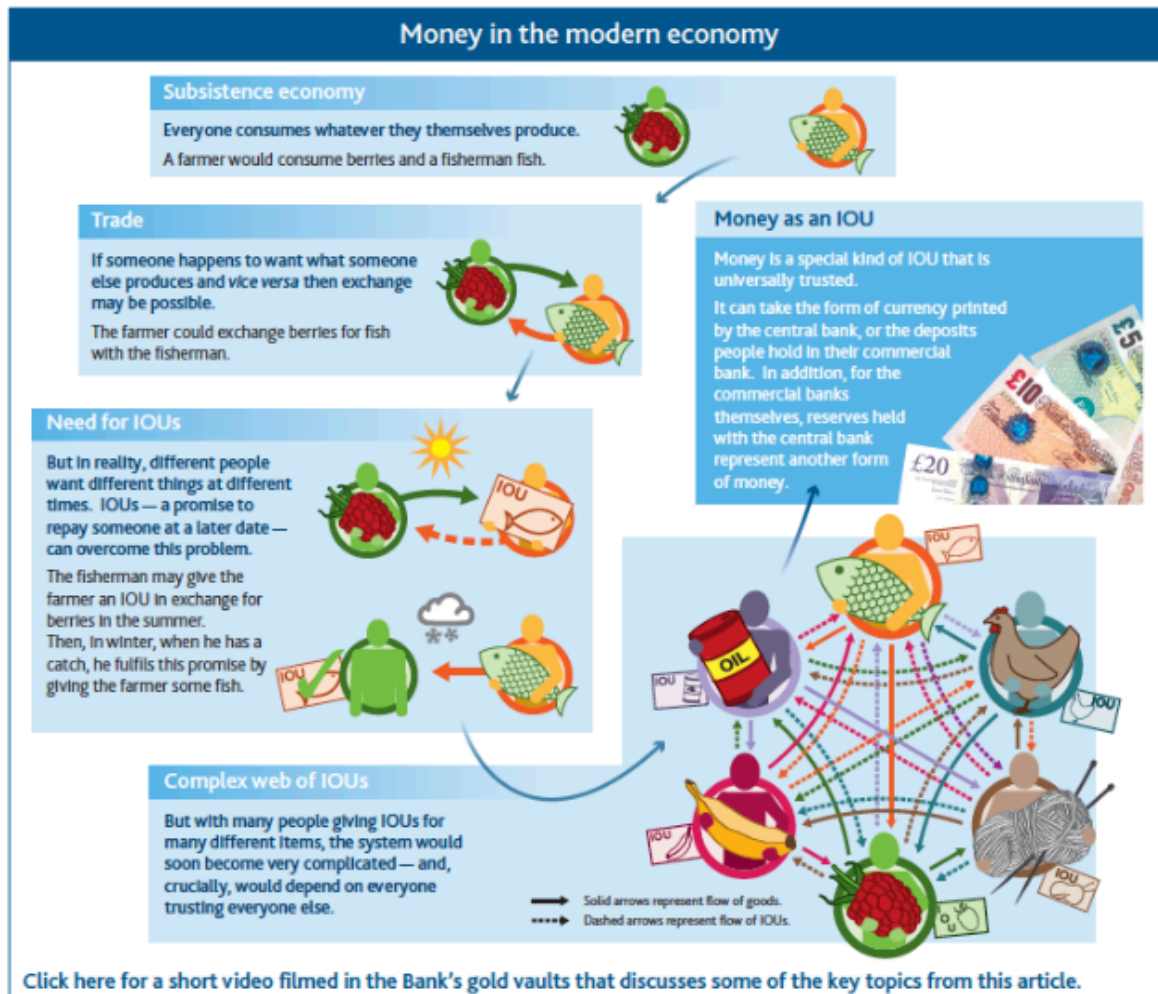




Question 1a : En quoi la monnaie peut-elle être assimilée à une reconnaissance de dette ?

“I owe you” ! “je te dois”

La monnaie est une forme de reconnaissance de dette, mais une forme spéciale, car sa particularité est d’être une dette reconnue par tous et donc acceptée par tous : chacun a confiance en la recevant en échange d’un bien ou d’un service qu’elle sera reconnue comme telle dans ses futurs échanges.

Le schéma proposé dans cette publication de la Banque d’Angleterre a une vertu pédagogique puisqu’il fait comprendre la monnaie en tant que reconnaissance de dette acceptée par tous. Il a toutefois l’inconvénient de partir du troc pour arriver à la monnaie, laissant supposer que la monnaie n’est qu’un instrument de facilitation des échanges.

Il est important de souligner que le troc ne rend pas possible une économie d’échanges ou limite considérablement les possibilités d’échanges puisque :

- Il suppose une double coïncidence des désirs : si le fermier produit des baies et le poissonnier du poisson et que le premier a envie de manger du poisson, il faut que le second ait envie de manger des baies ! Sinon l'échange entre eux ne sera pas possible
- Il faut connaître les prix relatifs des biens, être capables d'exprimer le prix du poisson relativement à celui des baies. Si le nombre de biens est petit, c'est faisable, si le nombre de biens est grand, cela devient impossible : dans une économie à n biens, il faudrait connaître $n(n-1)/2$ prix relatifs (si 1000 biens ! 499500 prix relatifs à connaître pour pouvoir échanger les 1000 biens).

La monnaie n'est pas qu'un simple instrument de facilitation des échanges, d'où la question suivante dans le texte de Michel Aglietta.

Question 1b : Expliquez s'il s'agit d'une reconnaissance de dette de la société tout entière comme le sous-entend le schéma proposé ou plutôt d'une reconnaissance de dette du secteur bancaire

C'est une reconnaissance de dette de la société toute entière car tout le monde accepte de s'échanger de l'argent. C'est aussi une reconnaissance de dette de la banque car sont aussi considérés comme de la monnaie, tout le monde accepte la monnaie.

Question 1c : si la monnaie est toujours mise en circulation par l'octroi d'un prêt (donc d'une dette)

Question 2a : La monnaie n'est-elle qu'un bien économique de facilitation des échanges ?

3 fonctions de la monnaie :

- unité de compte
- réserve de valeur
- intermédiaire des échanges.

Elle n'est pas qu'un instrument économique de facilitation des échanges. Elle est la source de la société marchande car sans elle, personne n'accepterait de se séparer de quelque chose qui lui appartient contre quelque chose dont elle n'est pas certaine de pouvoir se défaire : système de paiement par la monnaie qui coordonne les marchés.

La monnaie n'est pas qu'un instrument de facilitation des échanges. Elle ne fait pas que faciliter l'échange, elle le rend possible : la monnaie est constitutive de l'échange.

La monnaie est à la source de la société marchande, parce que, sans elle, personne n'accepterait de se séparer de ce qui lui appartient contre quelque chose dont il risque de ne pas pouvoir se défaire.

Ce n'est donc pas le marché qui coordonne les échanges économiques, mais le système des paiements, soit un ensemble de règles monétaires connectant les marchés.

Au-delà, la monnaie n'est pas qu'un bien économique. « La monnaie est politique avant d'être économique. La confiance dans la monnaie est l'alpha et l'oméga de la société. Institution fondamentale de la société, la monnaie participe de la souveraineté. Avoir confiance dans la monnaie, c'est avoir confiance dans l'institution qui la légitime, dans le souverain, dans l'ordre social. Elle permet d'accepter le collectif comme supérieur à l'individuel. »

Pour Michel Aglietta et André Orléan, la monnaie est un lien social et un lien au souverain : « la monnaie fait société ».

Question 2b : Pourquoi produit-elle à la fois de la confiance et de la violence ?

Car la monnaie permet d'accepter le collectif comme supérieur à l'individuel.

La confiance dans la monnaie est l'alpha et l'oméga de la société.

Elle est à la fois ce lien aux autres (confiance) mais également un objet de violence.

particularité de la monnaie par rapport à la liquidité : forme supérieure de la monnaie (cash).

Violence ⇒ dans le cas d'une phase de crise, tout le monde veut avoir son argent, ils cherchent à avoir la liquidité, désir de ce qu'il a déposé auprès de sa banque ou ce qu'il a investi dans les marchés. Destructeur par rapport au marché (Lehman Brothers, 24h avant leur faillite, files énormes devant les banques pour retirer tous leurs fonds ⇒ crise financière) ⇒ objet de désir.

La monnaie est à la fois ce lien aux autres quand la confiance est là mais également un objet de désir pour soi. C'est là toute l'ambivalence de la monnaie : la monnaie oscille entre violence et confiance

« ... la forme supérieure de la monnaie, qu'on appelle la liquidité, peut être appropriée individuellement, puisque la monnaie est aussi un objet particulier, le cash. L'obsession de chacun pour la liquidité se constate, de façon répétée, dans les périodes de crise parce que la perte de confiance dans la validité des créances et dettes futures exprime une contraction de l'horizon économique. La fuite vers le cash est un comportement individuel parfaitement rationnel devant l'incertitude. Mais il est collectivement destructeur. »

→ Cet objet produit à la fois de la confiance (puisque chacun l'accepte, je l'accepte, d'où un sentiment d'appartenance sociale) et de la violence (violence mimétique: puisque chacun la désire, je la désire, d'où une lutte potentielle).

Question 3 : Qu'est-ce que le bitcoin ? Est-ce une monnaie ? La Banque de France préfère utiliser le terme "crypto actif" plutôt que "crypto monnaie", pourquoi ?

Le bitcoin est une monnaie décentralisée, ce n'est pas une BC qui gère.

unité de compte virtuelle stockée sur un support électronique permettant des échanges de B/S sans avoir recours à la monnaie légale.

Universellement parlant, ce n'est pas une monnaie acceptée. On définit la monnaie par une confiance, tout le monde n'a pas confiance en cette monnaie.

Ce n'est pas une réserve de valeur car elle est très relative.

Unité de compte ? pas aujourd'hui, on ne peut pas dire qu'un bien vaut tant de bitcoins.

La Banque de France préfère parler de crypto actif plutôt que de crypto monnaie car le bitcoin n'est pas vraiment une monnaie, très volatil (= assez risquée, le cours varie davantage). Risque semblable au risque d'un actif financier plutôt que de la monnaie.

L'introduction du bitcoin comme monnaie modifie la masse monétaire et donc la gestion de l'économie d'une manière générale.

Le bitcoin est « une unité de compte virtuelle stockée sur un support électronique permettant à une communauté d'utilisateurs d'échanger entre eux des biens et des services sans avoir à recourir à la monnaie légale » (cf. « Les dangers liés au développement des monnaies virtuelles : l'exemple d'ubitcoin », Focus n°10, 5 décembre 2013, Banque de France, 2013).

Le bitcoin n'est pour le moment qu'une monnaie très incomplète :

- Pas un instrument de paiement universellement accepté,

- Pas une unité de compte dans laquelle exprimer le prix de tous les autres biens,
- Pas une réserve de valeur car cours extrêmement volatile depuis sa création (de quelques millièmes de dollars à sa création, le bitcoin a atteint un pic en décembre 2017 à plus de 19000 dollars avant de redescendre aux environs de 6500 dollars actuellement).

Dans son Focus n°16 du 5 mars 2018, la Banque de France préfère utiliser le terme « crypto-actif » plutôt que « crypto-monnaie », en premier lieu pour attirer l'attention sur le risque de perte associée à un investissement en bitcoin.

En second lieu, on peut souligner la difficulté que représenterait pour les banques centrales une généralisation des crypto-monnaies. Celles-ci perdraient tout contrôle sur la masse monétaire (celui-ci est certes déjà aujourd'hui indirect et limité mais pas inexistant) et cela rendrait la politique monétaire largement inopérante. En ne nommant pas les « cryptomonnaies » et en leur substituant la notion de crypto actif, les banques centrales espèrent en limiter le développement car comme le disent les philosophes « ce qu'on ne nomme pas n'existe pas ! »

Exercice 1 : Bilans simplifiés de la Banque Centrale et des banques commerciales

Comment est organisé un bilan ? Constitué d'actifs (du moins liquide au plus liquide) et de passifs (celui que l'on rembourse en urgence est situé en haut).

Question 1 : Placez les éléments suivants dans les bilans de la banque centrale ou des banques commerciales (un même élément peut se trouver à plusieurs endroits) : *Réserves obligatoires, dépôts à vue, dépôts à terme (?), fonds propres, billets et pièces, réserves excédentaires, crédit des banques aux résidents, réserves de change, titres souverains, titres de dette émis par les entreprises, refinancement accordé aux banques, crédit des banques aux non-résidents, immobilisations corporelles, titres de long terme émis par les banques.*

Banque Centrale

Actif	Passif
titres souverains Réserves de change titres de dette émis par les entreprises Refinancement accordé aux banques Immobilisations corporelles. Titres de long terme émis par les banques.	Pièces/Billets Réserves obligatoires Fonds propres Réserves excédentaires

Banque commerciale

Actif	Passif
Réserves obligatoires Crédit des banques aux résidents Crédit des banques aux non-résidents	Crédit des banques aux résidents Refinancement accordé aux banques Titres de long terme émis par les banques.

titres de dette émis par les entreprises Réserves excédentaires Titres souverains Immobilisations corporelles. Pièces/billets	Dépôts à vue Dépôts à terme Fonds propres
---	---

Réserves obligatoires = les banques sont obligées de placer dans leur compte à la Banque Centrale. A chaque fin de journée, elle doit avoir un certain % de ses dépôts. Par exemple, si elle n'arrive pas à avoir les 5%, elle sera obligée d'emprunter sous 24h sur le marché monétaire

Comment la banque finance-t-elle ses actifs pour une entreprise ? financée par son passif,

Actifs = tous les placements que va faire une banque/entreprise

Passif = tout ce qu'elle doit rembourser

Dépôts à vue : compte auxquels on a accès tout le temps

Dépôts à terme : pris qu'à une certaine échéance.

Les fonds propres sont détenus par les banques mais ils sont financés par les investisseurs (= actionnaires), ils servent à financer les actifs.

Réserves excédentaires : placées généralement à la Banque Centrale.

Les réserves de change sont détenues par la Banque Centrale, ce sont des avoirs d'une BC qu'elle va placer à l'extérieur, gains à l'année $\Rightarrow$ placés à l'étranger, en devise étrangère (exemple : si un pays investit dans la dette américaine, ce sont les réserves de change de la BC qui sont placées aux USA, on achète les titres américains avec les réserves de change).

Immobilisations corporelles : matériel, non liquide (machines utilisées, immobilier, terrain...).

A la fin, on a toujours : actif = passif, sinon, il y a une erreur.

Question 2 : A partir des éléments ci-dessus, reconstituer approximativement la base monétaire M0, l'agrégat monétaire M1 et l'agrégat monétaire M2.

Base monétaire M0 = somme totale de monnaie liquide dans l'économie (= tout ce qu'on peut vendre facilement, instantané, sans perte d'argent) = pièces et billets + dépôts des banques auprès de la BC (= réserves obligatoires et réserves excédentaires). La base monétaire (appelée également « M0 ») est constituée des pièces et billets en circulation, ainsi que des réserves des banques commerciales à la banque centrale. C'est la « monnaie banque centrale » (à bien distinguer de celle des banques commerciales) : elle apparaît directement au passif du bilan de la BC.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue (M0 + dépôts à vue. Masse monétaire au sens strict.

M2 = (pièces et billets en circulation + dépôts à vue) (M0 + M1) + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans. (compte épargne, livret A...).

Question 3 : En considérant une banque A et une banque B, un client X de la banque A et un client Y de la banque B, enregistrez au bilan de chacune des deux banques et de la banque centrale un règlement de 100 de Monsieur X client de la banque A à Monsieur Y client de la banque B.

Banque A

Actif	Passif
réserves excédentaires -100	(-100)

Banque B

Actif	Passif
Réserves excédentaires + 100	+ 100

Banque Centrale

Actif	Passif
	Réserves excédentaires - + 100 $\Rightarrow$ Banque B - (- 100) $\Rightarrow$ Banque A

Exercice 2 : Les statistiques monétaires de la zone euro

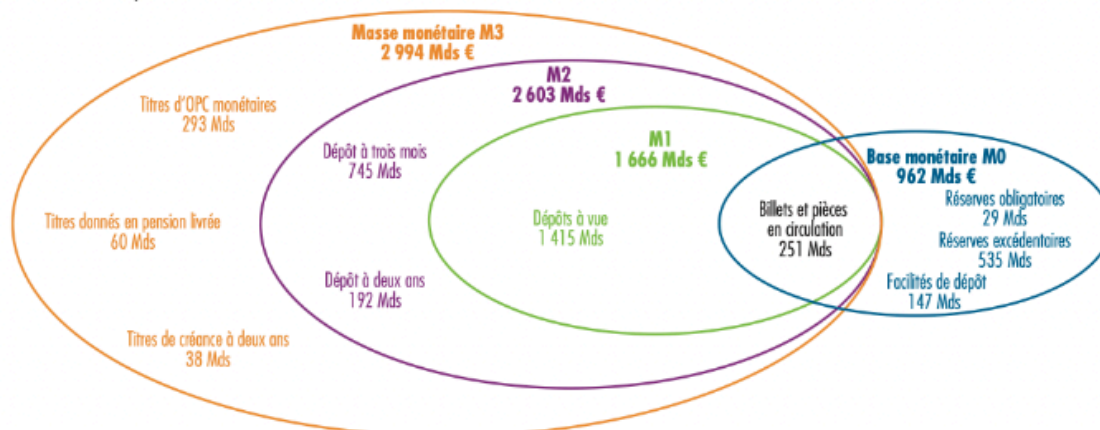
Question 1 : Rappelez la définition en vigueur de M3 dans la zone euro et, à partir du schéma ci-dessous, donnez la valeur correspondante et ses composantes pour la France.

$M3 = M2 + \text{titres d'OPCVM monétaires} + \text{titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par des IFM (Institutions Financières Monétaires)}.$

2018 T2 : $M3 = 1133,3 \text{ (billets et pièces)} + 6906,2 \text{ (DAV)} + 1183,4 \text{ (dépôts à terme > 2 ans)} + 2269,8 \text{ (dépôts remboursables avec préavis < 3 mois)} + 73,9 \text{ (pensions)} + 506,7 \text{ (parts de fonds d'investissement monétaires)} + 69,2 \text{ (titres de créances < 2ans)} = 12142,5.$

G1 Base et masse monétaires de la France en juin 2020

(en milliards d'euros)



Note : OPC, organisme de placement collectif.

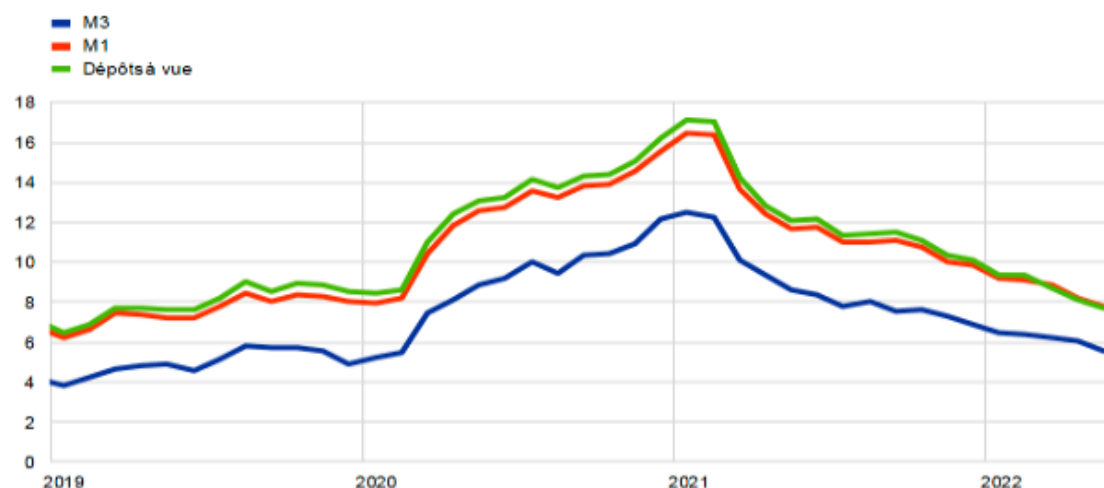
Sources : Banque de France, BCE.

Question 2 : Comment a évolué l'agrégat M3 au cours des dernières années en zone euro et sur plus longue période depuis les années 1980 en France.

Graphique 19

M3, M1 et dépôts à vue

(taux de croissance annuel, corrigé des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2022.

T1 Agrégat monétaire M3 et PIB en France

(montants en milliards d'euros ; ratio M3/PIB en %)

	M3 ^{a)}	PIB en valeur ^{b)}	M3/PIB
1970	67	126	53
1974	123	209	59
1980	297	452	66
1999	933	1 400	67
2019	2 691	2 427	111
2020 (juin)	2 994	2 310	130

a) M3 (ressources résidentes) n'inclut pas le solde des engagements et avoirs monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro.

b) Donnée Insee.

Sources : Banque de France, Insee.

Il a augmenté pendant le COVID car la BC a effectué des politiques accommodantes et baisse depuis car la BC essaie maintenant de lutter contre l'inflation.

Forte croissance ces dernières années $\Rightarrow$ politiques accommodantes des Banques Centrales.

Augmentation constatée en 2020/2021 (pic) puis commence à trouver son niveau "normal" des mi 2021.

Question 3 : Expliquez l'évolution des parts respectives M1, M2-M1 et M3-M2 dans M3 depuis les années 1980.

T2 Agrégats monétaires en zone euro et en France

(en % de M3)

	Zone Euro			France		
	Déc. 1980	Déc. 1999	Juin 2020	Déc. 1980	Déc. 1999	Juin 2020
M1 (dépôts à vue, billets et pièces)	40,0	41,9	70,1	47,2	38,5	55,6
M2 – M1 (autres dépôts monétaires)	57,3	46,1	24,9	52,7	35,2	31,3
M3 – M2 (instruments négociables)	2,6	12,0	4,9	0,1	26,3	13,1
M3 ^{a)}	100	100	100	100	100	100

a) Pour la France, ressources résidentes.

Sources : BCE, Banque de France.

Source : *La monnaie et ses contreparties : instruments et reflets de la politique monétaire, Bulletin de la Banque de France 234-2 mars-avril 2021.*

https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bdf_234-2_monnaie_contreparties.pdf

M3 a augmenté plus que deux fois plus rapidement que le PIB. En valeur, il a été multiplié par environ 40.

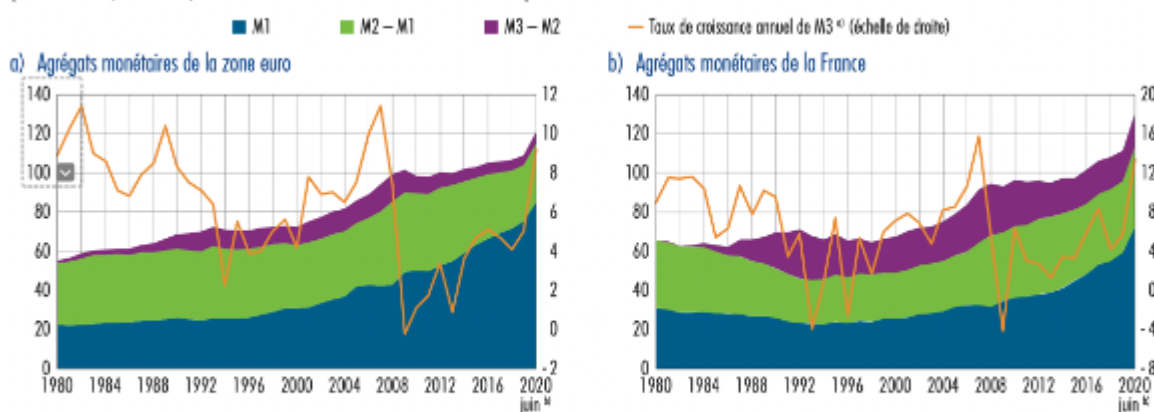
53% du PIB en 1970 et 130% en juin 2020.

Les mesures de politique monétaire prises par les Banques Centrale sont traduites par une création plus rapide de monnaie $\Rightarrow$ hausse du ratio Masse monétaire (M3)/PIB.

Avant 1999, M3/PIB < à 100%. Entre 1999 et 2020, ce ratio atteint les 130%.

G3 Les agrégats monétaires de la zone euro et de la France, de janvier 1980 à juin 2020

(en % du PIB, non cvs ; taux de croissance de M3 en % annuel)



a) Pour la France, ressources résidentes.

b) Sur base du PIB estimé à juin.

Note : cvs, correction des variations saisonnières.

Sources : BCE, Banque de France, Insee.

Question 4 : Comparez l'évolution des principales contreparties de M3 avant 2015 et après 2015.

Que remarque-t-on à partir de mars 2020 ? Comment peut-on expliquer ce mouvement ?

Ce sont les crédits aux ménages et aux entreprises non financière (faisant partie de la contrepartie « créances sur le secteur privé») qui constituent la principale contrepartie de la masse monétaire. C'est autrement dit en octroyant des crédits que les banques créent et mettent en circulation la monnaie, d'où l'expression : « les crédits font les dépôts ». Les contreparties de la masse monétaire permettent de savoir quelles créances ont contribué à la formation de la masse monétaire. La création monétaire opérée par les banques a pour contreparties des actifs acquis soit auprès d'agents économiques nationaux, soit auprès d'agents économiques étrangers, et ont donné lieu à une augmentation des dépôts.

Toutes les composantes de M3 correspondent aux engagements monétaires qui figurent au passif du bilan consolidé des institutions financières monétaires de la zone euro (banques centrales,

établissements de crédit, OPCVM monétaires et autres IFM). Mais attention, quand on veut retrouver M3 à partir de ses contreparties à l'actif des IFM en sommant les 3 types de contreparties (CNR: créances sur les non résidents ; CAPU: créances sur les APU ; CSP: créances sur le secteur privé), il faut déduire les engagements financiers à long terme (EFLT) :

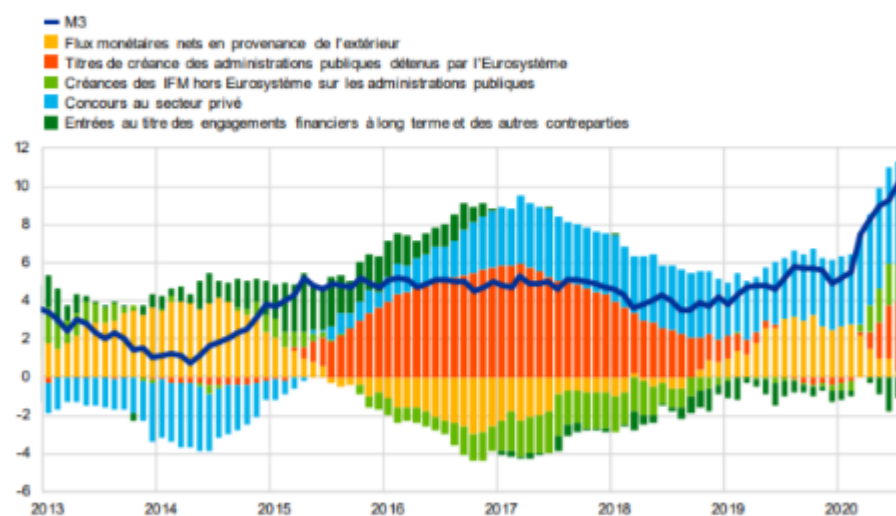
$$M3 = CNR + CAPU + CSP - EFLT$$

Graphique 19 : en 2012-2015, les concours au secteur privé contribuent négativement à la croissance de M3, de même pour les titres de créance du secteur public, puis ces deux contreparties évoluent positivement à partir de 2015, vraisemblablement suite aux effets du QE (les mesures non conventionnelles de la politique monétaires seront analysées dans le dossier suivant).

Graphique 21

M3 et ses contreparties

(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE.

Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. Les dernières observations se rapportent à juillet 2020.

Source : BCE, *Bulletin économique*, septembre 2020.

Tableau 15.— Contreparties de M3 dans la zone euro en février 2021

	Encours	Taux de croissance annuel (a)		Contributions à la croissance de M3
		Janvier	Février	
2021	Février			Février
M3	14 668	12,5	12,3	
Créances nettes sur l'extérieur	1 448	-		- 0,7
Concours au secteur privé	14 393	5,1	5,1	5,3
Crédits	11 771	4,4	4,4	
Titres de dette	1 550	11,9	10,7	
Actions	871	3	3,8	
Concours aux APU	5 987	22,9	23,9	8,6
Crédits	994	- 0,1	0,5	
Titres de dettes	4 992	29,4	30,5	
Résidu	403	-	-	-
Ressources non monétaires des IFM (à déduire)	7 564	-	-	0,5
Dépôts de l'administration	685	65	52,7	
Engagements financiers à long terme	6 879	- 0,9	- 0,9	

Source : BCE (Monetary developments in the euro area : February 2021) https://www.ecb.europa.eu/press/pdf/md/ecb.md2102_annex-75eea370bc.en.pdf?7c861e19420cb1ea36b715116e35d1c0.

Source : J. Coupepy-Soubeyran & T. Renault, *Monnaie, banques, finance*, PUF octobre 2021.

Question 5 : Pourquoi faut-il déduire les engagements financiers de l'ensemble des contreparties listées dans le tableau ci-dessus pour retomber sur la masse monétaire ?

Exercice 3 : Création monétaire

On considère un établissement de crédit, qui détient une part du marché des dépôts s'élevant à 15%. Dans l'économie où il opère, les billets représentent 10% de la masse monétaire et la banque centrale impose des réserves obligatoires sur tous les dépôts au taux uniforme de 2%.

Question 1 : Cet établissement décide d'octroyer 1000 de crédits à sa clientèle. Calculez le montant des différentes fuites auxquelles il doit s'attendre. Comment peut-il y faire face concrètement ?

Etant donné que la part de cet établissement sur le marché des dépôts est de 15%, il doit donc s'attendre à voir 85% des dépôts qu'il crée migrer vers des comptes de banques concurrentes. Cette première fuite s'élève donc à 850.

- 10% environ des dépôts restant seront convertis en billets, soit $150 \times 10\% = 15$
- Les 135 dépôts restants feront l'objet de réserves obligatoires : $135 \times 2\% = 2,7$
- Au total la banque aura un besoin en monnaie centrale de $850 + 15 + 2,7 = 867,7$.

Pour faire face à ces fuites, elle y répondra soit en disposant déjà sur son compte à la banque centrale de réserves excédentaires à hauteur de ce montant, soit en se refinançant auprès de la banque centrale, soit en empruntant sur le marché interbancaire à d'autres établissements.

Question 2 : Reprenez la question précédente en supposant que sa part de marché sur le marché des dépôts n'est pas de 15% mais de 50%. Qu'en déduisez-vous ?

- si la part de marché de la banque sur le marché des dépôts n'est pas de 15% mais de 50% alors la première fuite sera de 500 au lieu de 850. Le besoin en monnaie centrale sera ainsi de 350 inférieur à celui de la réponse précédente. On en déduit qu'un pouvoir de marché plus grand des banques (c'est-à-dire une concentration accrue du secteur bancaire) accroît l'autonomie des banques en matière de création monétaire.

Question 3 : Si cet établissement représentait l'ensemble du secteur, quel serait le montant des fuites ?

Si cet établissement représente à lui seul l'ensemble du secteur (pouvoir de marché de 100%) alors la première fuite est nulle (les dépôts circulent en restant au passif de la même banque en quelque sorte). Le montant des fuites devient alors :

- Fuite en billets = $1000 \times 10\% = 100$
- Fuite en réserves obligatoires = $900 \times 2\% = 18$
- Soit au total : 118

Question 4 : Retrouvez ce résultat en utilisant le "diviseur de crédit".

$\Delta \text{base monétaire} = 1/k \times \Delta \text{masse monétaire}$

$k = 1/[b+r(1-b)] = 1/(0,1+0,02(0,9)) = 8,47$

d'où $\Delta \text{base monétaire} = 1000/8,47 = 118$

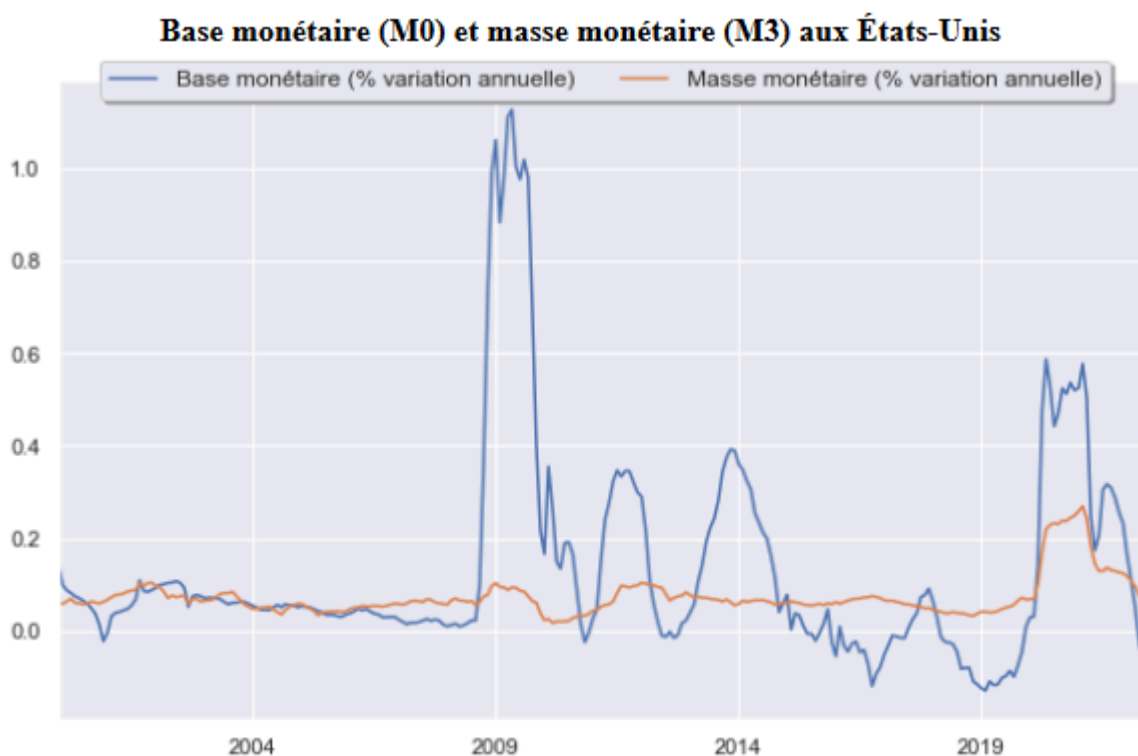
Exercice 4 : Base monétaire et masse monétaire

Question 1 : Rappelez la relation attendue, selon le “multiplicateur monétaire”, entre la base monétaire et la masse monétaire.

En théorie, $\Delta \text{masse monétaire} = k \cdot \Delta \text{base monétaire}$

La variation de la base monétaire est proportionnelle à la variation de la masse monétaire.

Question 2 : A partir du graphique ci-dessous (M0 et M3 aux USA), que peut-on dire empiriquement de cette relation ?



Source : à partir des données FRED

Le graphique ci-dessous met fortement en doute cette relation.

La masse monétaire n'a pas progressé plus que proportionnellement à la base monétaire.

Pas de corrélation directe.

Pourquoi ? facilitation de l'accès au crédit (taux bas).

La monnaie payée par les Banques Centrales a profité au secteur bancaire et financé plus qu'à l'économie réelle.

Ce sont bien moins les liquidités que les banques centrales mettent à la disposition des banques que les crédits demandés par les entreprises ou les ménages et offerts par les banques qui aujourd'hui déterminent la masse monétaire. Or deux problèmes à ce niveau : le premier est qu'« on ne fait pas boire un âne qui n'a plus soif », autrement dit si la demande d'investissement est en panne, celle de crédit aussi ; le second est que le crédit, en particulier celui aux entreprises qui financent l'investissement productif n'est plus au cœur du modèle d'activité des grandes banques, celles s'étant tournées vers des activités de marché plus lucratives ; or, ni la crise, ni les réformes prudentielles ne sont pour le moment parvenues à réorienter ce modèle d'activité vers les besoins de l'économie.

Globalement, entre fin 2008 et fin 2018, la base monétaire a presque triplé, la masse monétaire au sens strict (M1) un peu plus que doublé, celle au sens large (M3) a augmenté d'un peu plus de 30%.

Le constat est donc que la base monétaire n'a pas créé une augmentation de la masse monétaire proportionnelle à la sienne.

Exercice 5 : Masse monétaire et inflation

Question 1 : A partir des graphiques et du tableau de corrélation ci-dessous, examinez la relation entre croissance monétaire et inflation. Que pouvez-vous en dire ?

L'inflation n'est pas entièrement expliquée par la variation de la croissance monétaire. D'après la théorie quantitative de la monnaie, l'inflation est déterminée par la croissance monétaire. Empiriquement, il est de plus en plus difficile d'identifier une quelconque relation entre l'inflation et la masse monétaire. La masse monétaire a certes moins progressé que la base monétaire mais on aurait pu s'attendre à ce que les 30% d'augmentation de M3 entre 2008 et 2018 se traduise par une accélération de l'inflation. Cela n'a pas été le cas. L'objectif de maintien de l'inflation à un niveau inférieur mais proche de 2% reste hors d'atteinte pour la BCE. Le tableau de corrélation confirme l'absence de relation instantanée entre la masse monétaire et l'inflation.

Question 2 : Peut-on considérer que la croissance monétaire constitue un indicateur avancé de l'inflation ?

Pour certains économistes (cf. Christian Bordes dans le rapport CAE « Banques centrales et Stabilité financière »), la croissance monétaire reste un indicateur avancé de l'inflation mais à l'horizon de plusieurs années. Dans le rapport du CAE, Ch. Bordes soutenait que la croissance monétaire (croissance de M3) constituait un bon indicateur avancé de l'inflation à un horizon de trois ans (durée habituellement retenue pour que les décisions de politique monétaire exercent leur plein effet sur l'inflation). Même à cet horizon aujourd'hui, la relation ne tient plus.

Cela contredit l'enseignement de la théorie quantitative de la monnaie selon laquelle la croissance du niveau général des prix est proportionnelle à celle de la monnaie en circulation :

$$M.V = P.Y$$

Y : production d'une économie pendant une période donnée (la production vendue),

P : niveau des prix (les prix réels d'échange ex post),

Y.P = Quantité d'argent échangée.

M : quantité de monnaie en circulation dans une économie pendant cette même période.

V : vitesse de circulation de la monnaie, (i.e. nombre de fois qu'une même unité de monnaie permet de régler des transactions pendant la période considérée).

Pourquoi ?

- Variations de la vitesse de circulation de la monnaie
- Une partie significative de la monnaie mise en circulation est investie dans des actifs financiers.

Dans l'équation $MV = PT$, le volume des transactions exclut les transactions financières.

L'inflation n'est donc plus dans des économies globalisées et financiarisées un phénomène exclusivement monétaire.

crise du covid, beaucoup de création monétaire mais cela n'a pas causé une énorme inflation.

Sur le court terme, une partie de l'inflation est expliquée par la création monétaire mais à plus long terme, effet assez ambigu entre les deux indicateurs.

Question 3 : Les éléments d'analyse ci-dessus permettent-ils de conclure que la remontée de l'inflation observée depuis 2021 est due à un excès de création monétaire ?

**Base monétaire (en milliards d'euros) et taux d'inflation
– Zone euro**



Source : à partir des données FRED

Tableau 14.— Évolution comparée des agrégats de base et masse monétaires en zone euro

Période	Agrégats monétaires (en millions euros)				Évolution (1999 = 100)			
	M0	Total bilan Eurosystème	M1	M3	M0	Total bilan Eurosystème	M1	M3
2020	4 900 044	6 979 324	10 131 300	14 497 646	1 063,3	868,9	526,2	310,6
2015	1 723 357	2 781 145	6 614 314	10 850 414	374,0	346,3	343,6	232,5
2012	3 018 198	3 018 198	5 102 620	9 787 906	654,9	375,8	265,0	209,7
2010	1 073 068	2 004 432	4 709 706	9 294 345	232,8	249,6	244,6	199,1
2009	1 052 340	1 904 935	4 500 560	9 346 624	228,3	237,2	233,8	200,3
2008	1 150 668	2 043 465	3 992 465	9 401 865	249,7	254,4	207,4	201,4
2007	841 899	1 511 244	3 838 952	8 650 036	182,7	188,2	199,4	185,3
1999	460 847	803 192	1 925 201	4 667 221	100,0	100,0	100,0	100,0

Note : depuis 1999, date d'introduction de l'euro, la base monétaire a été multipliée par 8, la progression s'étant accélérée avec les rachats d'actifs qui ont débuté en 2015, tandis que la masse monétaire au sens large a « seulement » triplé.

Source : Jézabel Cuppey-Soubeyran et Pierre Delandre (2021).

Source : J. Cuppey-Soubeyran & T. Renault, Monnaie, banques, finance, PUF octobre 2021.

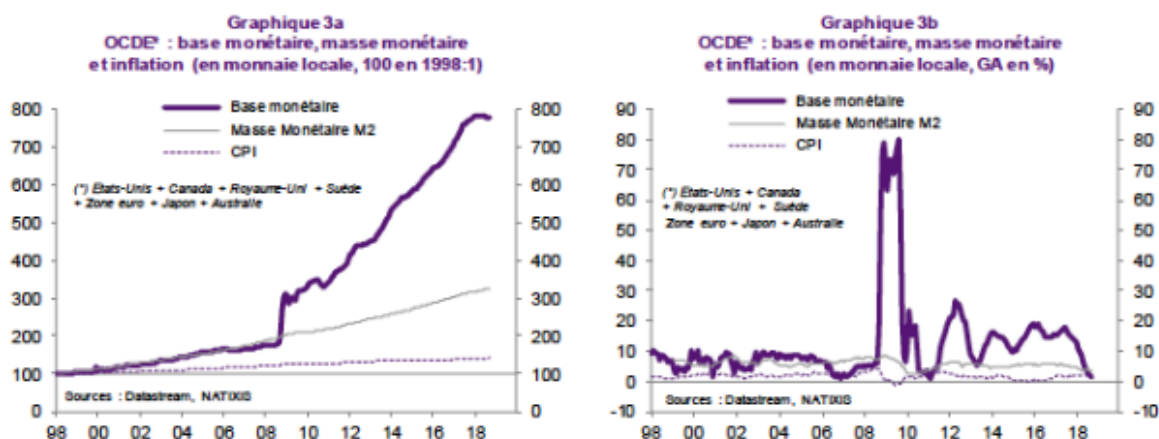


Tableau 2 : OCDE* : corrélations

Séries en monnaies locales sur 1998-2018	Base monétaire (GA en %)	Masse Monétaire M2 (GA en %)	CPI (GA en %)
Base monétaire (GA en %)	1	0,2	-0,5
Masse Monétaire M2 (GA en %)		1	0,1
CPI (GA en %)			1

(*) États-Unis + Canada + Royaume-Uni + Suède + zone euro + Japon + Australie

Source : Calcul Natixis

Source : Monnaie et inflation, Flash économie, 13 novembre 2018.
[https://tendanceclaire.org/content/autre/monnaie-inflation%20\(1\).pdf](https://tendanceclaire.org/content/autre/monnaie-inflation%20(1).pdf)

L'inflation est expliquée par les prix énergétiques et un excès de la monnaie en circulation, les deux phénomènes expliquent l'inflation, il n'y a pas que la base monétaire qui l'explique exclusivement. Si on regarde le graphique 3a, on a eu une forte augmentation de la base monétaire alors que l'inflation est restée quasi stable.

Graphique 3b : entre 8 et 10, deux pics de création monétaire importants mais l'inflation a baissé en partie.

Moyen de la Banque Centrale afin de réduire l'inflation : les taux directeurs, les réserves obligatoires ⇒ base monétaire.

Même s'il n'y a pas eu de corrélation entre les deux, la Banque Centrale, en agissant sur ses taux directeurs, confirme que l'on peut garder une certaine relation base monétaire/inflation.

Contrôle 5 : deuxième partie du TD 2, TD 3 et une partie du TD 4.

Pas cours la dernière semaine.