

Monnaie et politique monétaire

I. Des usages de la monnaie à la demande de monnaie

1. Les trois fonctions de la monnaie et la vision instrumentale de la monnaie

- Les trois fonctions
 - Moyens de régler les transactions
 - Unité de compte
 - Réserve de valeur
- La comparaison avec une économie de troc = rationalisation des échanges et des comptes = « Le capitalisme élève l'unité monétaire à la dignité d'une unité de compte » (Schumpeter, *Capitalisme, Socialisme et Démocratie*, 1942)
- La vision de la monnaie comme un instrument qui facilite les échanges.
- En partant des analyses de Smith (chap. 5, *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des Nations*, 1776) = « l'instrument universel de commerce »

Bilan : la monnaie est un voile posé sur l'économie, qui ne change pas la valeur des produits échangés. Fondamentalement, on échange des produits contre des produits.

2. La discussion initiée par Keynes sur la nature de la monnaie

- La monnaie est un actif, parfaitement liquide
- La liquidité explique le « désir de monnaie » = les trois motifs
 - Transaction
 - Prévention
 - Spéculation
- Les demandes pour motif de transaction et pour motif de précaution sont des fonctions croissantes du revenu
- La demande pour motif de spéculation est une fonction décroissante du taux d'intérêt
- L'effet balançoire
- Keynes et la spéculation : « Voler le départ » au concours de beauté
 - Olivier Godechot, *Les traders. Essai de sociologie des marchés financiers*, 2001 = « bazar de la rationalité »
- La préférence pour la liquidité dépend de l'incertitude dans laquelle sont placées les agents
- Le taux d'intérêt récompense la renonciation à la liquidité (et pas la renonciation à la consommation présente comme chez les classiques)

Bilan : une économie monétaire de production est différente d'une économie de troc simplement améliorée par l'usage d'un outil qui serait la monnaie.

II. Du pouvoir de créer la monnaie à l'offre de monnaie

1. Le rôle des banques de second rang dans la création monétaire

- Définition de la création monétaire et de la masse monétaire
- Les banques en sont pas les seuls agents à faire crédit
- Elles sont les seules à pouvoir à cette occasion créer de la monnaie
- En prêtant des sommes qui sont inscrites sur le compte des clients par un jeu d'écriture/en acceptant de refinancer les créances accordées par d'autres agents
- L'augmentation du volume des moyens de paiement qui en résulte
- L'inscription des différentes opérations dans les bilans

2. Les banques de second rang ne peuvent pas utiliser la monnaie qu'elles créent pour régler leurs transactions

- Elles règlent en monnaie banque centrale
- Les occasions où elles ont besoin de monnaie banque centrale
- L'accès à la monnaie banque centrale prend différentes formes :
 - Le compte de la banque auprès de la banque centrale = réserves obligatoires et réserves excédentaires
 - Le marché interbancaire

3. Les interventions des banques centrales sur les conditions d'accès à la monnaie banque centrale pour les banques de second rang

- Les échanges de monnaie banque centrale en l'absence d'intervention de la banque centrale
- Les opérations d'Open Market
- Les facilités permanentes = taux plafond et taux plancher
- Le développement de moyens non conventionnels

Bilan = Dans une perspective historique = des moyens d'action transformés par rapport à ceux qui prévalaient dans une économie d'endettement administrée. Une offre de monnaie exogène ou endogène = qui pilote la création monétaire ?

III. Les effets attendus de la monnaie sur l'économie réelle

- Définition de la sphère réelle/sphère monétaire
- Monnaie neutre ou pas ?
- L'équation quantitative de la monnaie = $MV = PT$ (Irving Fisher, *The Purchasing power of money*, 1911)

1. Première position = La monnaie est un simple instrument qui facilite les échanges et la quantité de monnaie en circulation n'a aucun effet sur l'économie réelle

- Fondamentalement, les produits s'échangent contre des produits et donc la monnaie n'est pas désirée pour elle-même , il est absurde de thésauriser
- Conséquence = « toute offre crée sa propre demande » \Rightarrow les crises de surproduction sont impensables (loi de Jean-Baptiste Say, *Traité d'économie politique*, 1803)
- Quand la quantité de monnaie en circulation augmente, le seul effet qu'on observe est une hausse du niveau général des prix =« L'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire » (Friedman, *Inflation et système monétaire*, 1968)
- Irving Fisher, *La Déflation par la dette*, 1933 = désendettement \circ déflation

2. Deuxième position = une économie monétaire de production est radicalement différente d'une économie de troc et la quantité de monnaie en circulation a des effets sur l'économie réelle

- La préférence pour la liquidité introduit la possibilité d'une demande insuffisante pour absorber l'offre et donc la possibilité d'équilibres de sous-emploi
- Les agents raisonnent en termes nominaux
- En situation de sous-emploi et quand l'offre n'est pas rigide, la quantité de monnaie en circulation peut agir sur le volume des transactions et donc sur l'économie réelle

Bilan = deux lectures contrastées de l'équation quantitative

IV. Les débats sur la politique monétaire

1. Les canaux de transmission de la politique monétaire

- Qu'est-ce qu'un canal de transmission ?
- Qu'est-ce que la courbe des taux ?
 - Croissance et concavité = prime de risque et actualisation
 - Maturité à court terme = rôle du taux directeur
 - Maturité à long terme = rôle des risques obligataires
 - Pentification, aplatissement et inversion
- Les différents canaux
 - Le canal des taux d'intérêt
 - Le canal des anticipations et la *forward guidance*
 - Le canal du crédit
 - Le canal de la monnaie
 - Le canal des bilans
 - Le canal du taux de change
- Le q et le Q de Tobin (1969)
 - q = Valeur actualisée des bénéfices futurs / Coût de l'investissement
 - Q = Capitalisation boursière / Valeur des actifs
 - Si marchés financiers sont efficaces $q=Q$
 - Si $Q > 1$ croissance interne et si $Q < 1$ croissance externe
- Les canaux peuvent être bouchés = La monnaie est certes un « élixir » mais « il y a loin de la coupe aux lèvres » (Keynes, Chapitre 13 de la *Théorie générale*)
 - Trappe à liquidité
 - $r > EmK$ = « On ne fait pas boire un âne qui n'a pas soif » (Keynes)
 - Forte propension marginale à épargner crispant l'effet multiplicateur
 - Offre rigide (goulot de production ou plein emploi) \Rightarrow effets temporaires, inflation, endettement massif

2. Les débats sur les missions confiées aux banques centrales

- « Institution matters » = Douglas North, Nobel de la nouvelle économie institutionnelle.
- L'évolution historique des missions confiées aux banques centrales
 - Banquier de l'Etat et des administrations publiques
 - \rightarrow Eric Monnet, *La Banque providence* (2010) = protéger et stabiliser le système monétaire = bien public nécessaire au fonctionnement de l'Etat providence \Rightarrow question contrôle démocratique

- Banque des banques = répondre au besoin structurel de liquidité à court-terme et éviter crise de liquidité
 - Walter Bagehot, *Lombard street*, 1873 = « prêteur en dernier ressort »
 - Δ liquidité sur le marché \neq liquidité de financement
 - Faut-il sauver les banques systémiques « *too big too fail* » ? Surveillance, asymétries d'information et financiarisation
 - Perry Mehrling, *The New Lombard street*, 2011 = « dealer en dernier ressort » ou un rôle complexifié
- Orienter le marché = la politique monétaire
- Les partisans d'un monde sans banque centrale et d'une libre concurrence entre les monnaies
 - Monnaie interne et monnaie externe
 - Le système défendu par Friedrich Hayek (*Denationalisation of Money*, 1976)
 - Système du *free banking*
 - Modèle Black Fama et Hall (BHF) par Greenfield et Yeager (1983)
- Quels objectifs aujourd'hui pour la politique monétaire menée par la banque centrale ?
 - Objectifs = seule stabilité des prix ou pluralité de missions ?
 - Règle de Tinbergen (1965) : 1 objectif = 1 instrument
 - Biais inflationniste (modèle Barro-Gordon, 1983)
 - Hypothèse de Schwartz et consensus de Jackson Hole = *cleaning up afterwards*
 - William White, « Should monetary policy "lean or clean"? », 2009
 - *Fiscal dominance* ou dominance budgétaire
 - Alan Blinder, *The Quiet Revolution*, 2004 = faucons vs colombes

3. Les débats sur la conduite de la politique monétaire

- Quelle indépendance pour la banque centrale ?
- Règle ou discrétion ?
 - L'article fondateur = Kydland et Prescott, « Rules rather than discretion », 1977
 - Les règles d'objectifs et les règles instrumentales
 - Jon Elster, *Ulysse et les sirènes*, 1979 = « faiblesse de la volonté » et « engagements préalables »
 - Présentation de la règle de Taylor (« Discretion versus policy rules in practice », 1993)
 - L'origine d'une règle se voulant descriptive et normative reprise par Goldman Sachs en 1996
 - Les usages de la règle = $i_t = r^n + \pi_t + \alpha (y_t - y_t^*) + \beta (\pi_t - \pi^*)$
- Un débat en partie dépassé : le ciblage d'inflation et la discrétion contrainte
 - Svensson, *Inflation forecast targeting*, 1997
 - Bernanke et Mishkin, « Discrétion contrainte », 1997
- La remise en cause du ciblage d'inflation après la crise de 2008
 - Hypothèse de Schwartz = une hypothèse de « divine coïncidence » ?
 - Paradoxe de la crédibilité (Borio, 2003)

Bilan = Blanchard, « Politique monétaire : science ou art ? », 2006

V. Documents annexes

1. Tableau comparatif des grandes banques centrales en matière d'indépendance

- Mesurer l'indépendance des banques centrales
 - Deux types d'indicateur : l'indépendance légale et l'indépendance réelle
 - Indépendance politique, indépendance économique et indépendance financière
- Tableau comparatif des grands banques centrales
 - La BCE
 - La FED
 - La Banque d'Angleterre
 - La Banque du Japon

2. La monnaie hélicoptère

- Des critiques de différents ordres :
 - Trappe à liquidité
 - Recours à l'importation
 - Spéculation
 - Insuffisance de l'offre
- Les justifications et les trois usages possibles du drone monétaire :
 - Monétiser les dépenses publiques
 - Soutenir la dépense privée des ménages et des entreprises

VI. Les sociologues et la monnaie

1. Les formes de monnaies primitives permettent d'interroger la nature de la monnaie et de discuter la vision instrumentale de la monnaie

- Objectiver la valeur des biens en circulation
 - Un étalon pour objectiver la valeur des biens en circulation = «La monnaie est un fait social » (Mauss, « Les origines de la notion de monnaie », 1914)
 - Un « valoir figé en substance » (Georg Simmel, *Philosophie de l'argent*, 1900)
 - La théorie de la valeur = «hypothèse substantielle » (Orléan, *L'Empire de la valeur*, 2011)
- Les travaux ethnologiques sur les premières formes de monnaie invalident la vision instrumentale de la monnaie (Alain Testart, *Aux origines de la monnaie*, 2001)
 - Les premières monnaies ne sont pas des monnaies d'échange mais de paiement = « moyen de paiement imposé » et non « moyen universel d'échange » (Weber, *Histoire économique*, 1923)
 - Les échangés ne sont pas nécessairement entravés par le troc et la « nécessité » de la double coïncidence des besoins : les primitifs font crédit

2. Une réflexion sur les usages de la monnaie introduit des débats sur les transformations induites par la monnaie

- Les analyses de Simmel : le «fait social total » de la modernité = émancipation individuelle et relations impersonnelles et instrumentales mais absence de buts
- Les travaux de Viviana Zelizer, *La signification sociale de l'argent*, 2005 = monnaies informelles et non, un dollar n'est pas un dollar

3. Les économistes hétérodoxes de la monnaie

- Orléan et Aglietta, *La monnaie entre violence et confiance*, 1992
- Exorcisation du désir mimétique
- La séparation marchande et la valorisation comme lutte pour la reconnaissance
- Incertitude et désir de liquidité

4. Brève histoire des moyens de paiement

- L'histoire naturelle d'Adam Smith (*Richesse des nations*, 1776) : variétés des objets qui ont pu servir de monnaie = produits naturels et manufacturés
- Les évolutions de ces formes de monnaie
 - L'apparition des monnaies divisionnaires : les pièces
 - L'apparition de monnaie-papier est plus tardive, des certificats aux billets de banque
 - Un mouvement de dématérialisation
 - D'un pluralisme de monnaies privées au contrôle public de l'émission