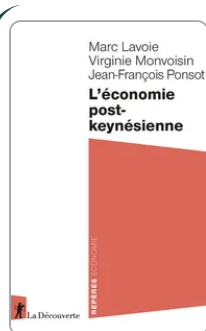


L'économie post-keynésienne 2021



☰ Chapitre de Que sais-je ? / Repères

II / La monnaie et le crédit, un lien incontournable

Par [Marc Lavoie](#), [Virginie Monvoisin](#) et [Jean-François Ponsot](#)

Pages 25 à 44

[Finance](#) [Économie bancaire](#) [Économie monétaire](#) [Analyse de la conjoncture](#)

[Article](#) [Auteur\(e\)s](#) [Illustrations](#) [Sur un sujet proche](#) [Feuilleter](#)

Lil pourrait sembler curieux d'aborder les principes d'une théorie économique par son approche de la monnaie. Pourtant, la compréhension des phénomènes monétaires et financiers est un passage obligé vers la macroéconomie de l'emploi et de la croissance. La causalité essentielle de la macroéconomie keynésienne et post-keynésienne, celle qui s'exerce de l'investissement vers l'épargne, s'explique avant tout par la création bancaire du crédit. Voilà pourquoi nous abordons ces questions monétaires en préambule à l'étude des théories macroéconomiques.

La théorie monétaire de Keynes est souvent connue et réduite à l'analyse de la demande de monnaie à travers la notion de préférence pour la liquidité. Les post-keynésiens, poursuivant l'approche prônée par les économistes de Cambridge (Robinson, Kaldor, Kahn, Cramp), proposent d'aller bien au-delà et d'approfondir l'analyse de l'offre de monnaie à travers son lien avec le crédit.

En un certain sens, la théorie monétaire post-keynésienne est bien connue en France. En effet, il existe des liens étroits entre celle-ci et l'analyse institutionnaliste de la monnaie, celle tirée de la théorie des conventions, la théorie du circuit

[bb.pages.article.menu.tree](#)



Les conceptions post-keynésiennes sur la monnaie sont parfois présentes dans les manuels français de monnaie et crédit, du moins lorsque leurs auteurs n'ont pas trop cédé aux effets de mode suscités par l'adoption universelle du monétarisme dans le dernier quart du xx^e siècle, en cherchant à imiter les manuels anglo-saxons. Ironiquement, on a observé un retour du pendule, confirmé avec la crise des *subprimes*, plusieurs principes de la théorie monétaire post-keynésienne étant incorporés aux théories des nouveaux keynésiens américains, celles du « nouveau consensus monétaire », comme l'appellent ses adeptes.

Un point de désaccord substantiel

La grande différence entre ce consensus — encore en cours aujourd'hui, et ce malgré les difficultés posées par la politique monétaire depuis 2008 — et la vision post-keynésienne réside dans le rejet par les post-keynésiens de la théorie wicksellienne des fonds prêtables, inspirée des travaux du Suédois Knut Wicksell, que les nouveaux keynésiens et certains auteurs de manuels acceptent. Selon la théorie des fonds prêtables, dans un monde dépourvu de monnaie, le taux d'intérêt serait le prix assurant l'équilibre entre les fonds prêtables et les investissements réels, autrement dit l'équilibre entre la préférence pour le présent et la productivité du capital. Le rôle de la banque centrale serait alors de s'assurer que le taux d'intérêt du marché monétaire correspond bien à ce taux d'intérêt réel d'un monde fictif sans monnaie. C'est ce qu'on appelle le taux d'intérêt naturel. Quand les taux du marché (en termes réels) sont inférieurs à ce taux naturel, l'inflation s'emballe. Les post-keynésiens récusent l'existence de ce taux naturel [Smithin, 2003].

Il existe une autre différence importante. La plupart des nouveaux keynésiens croient que les politiques monétaires restrictives, ayant pour but de ramener les taux d'inflation à leurs niveaux cibles, n'ont aucun impact à *long terme* sur les taux de croissance de l'économie. Au contraire les post-keynésiens affirment que ces politiques monétaires restrictives vont avoir un impact négatif, à court comme à

Les causalités inversées

Sans doute la caractéristique la plus connue de l'analyse monétaire post-keynésienne est son assertion que l'offre de monnaie est endogène. Elle ne peut pas être fixée de façon arbitraire par la banque centrale. Cette offre de monnaie est menée par la demande de crédit et les préférences du public. Il s'agit du fameux aphorisme selon lequel « les crédits font les dépôts ».

Tableau 3. Caractéristiques de la monnaie en économies post-keynésienne et néoclassique

| Caractéristique | École post-keynésienne | École néoclassique |
|-------------------------------------|--|---|
| La monnaie | doit avoir une contrepartie | tombe d'un hélicoptère |
| La monnaie est perçue comme | un flux et un stock | un stock |
| La monnaie est intégrée | à la production | à l'échange |
| L'offre de monnaie est | endogène | exogène |
| Causalité | les crédits font les dépôts | les réserves font les dépôts |
| Les banques | créent la monnaie <i>ex nihilo</i> | ne sont que des intermédiaires financiers |
| Les taux d'intérêt | sont des variables de répartition | résultent des lois du marché |
| Le taux directeur est | fixé par la banque centrale | influencé par les marchés |
| Le taux d'intérêt naturel | est multiple ou n'existe pas | est unique |
| Rationnement du crédit dû à | un manque de confiance | l'information asymétrique |
| Une politique monétaire restrictive | a des effets négatifs à court et à long termes | n'a d'effets négatifs qu'à court terme |
| L'inflation | n'est pas forcément monétaire | est un phénomène monétaire |

ex nihilo, à partir de rien, sur la seule base du crédit, de la crédibilité dont dispose l'emprunteur (grâce notamment au collatéral qu'il peut fournir). Il en résulte que la banque est une institution financière particulière, qui peut créer des crédits sans devoir disposer de ressources financières préalables, et est donc différente des intermédiaires financiers, même si ceux-ci peuvent aussi offrir des prêts [Bouguelli, 2020].

La création de cette monnaie de crédit ne repose pas davantage sur l'existence de réserves excédentaires dont disposeraient les banques privées. Ici aussi, la causalité s'inverse. Les banques créent des crédits et des dépôts, et elles se procurent ensuite les billets de banque émis par la banque centrale et demandés par leurs clients, ainsi que les réserves obligatoires requises par la loi [Moore, 1988 ; Monvoisin, 2006].

La monnaie banque centrale (les réserves et les billets de banque), comme la monnaie bancaire, est donc endogène, et ne peut être fixée de façon arbitraire par les autorités monétaires. Le volume de monnaie banque centrale dépend des crédits consentis et de la monnaie bancaire par le biais d'un *diviseur* de crédit. La monnaie bancaire n'est pas un multiple de la quantité de monnaie banque centrale. Au contraire, c'est la monnaie banque centrale qui constitue une fraction de la quantité de monnaie bancaire.

L'inversion de causalité suggérée ici permet de justifier deux autres causalités inversées particulièrement importantes. Dans le modèle post-keynésien, l'investissement décidé par les entreprises détermine bien le montant de l'épargne. Pour investir, il n'est nul besoin d'une épargne préalable, ou de dépôts préalables. C'est le rejet de la théorie des fonds prêtables. Le financement de l'activité ne dépend que de la crédibilité de l'emprunteur et des normes financières existantes. La rareté du financement relève de la convention.

Autre conséquence de l'endogénéité de la monnaie : l'inflation ne peut être causée

Économies d'endettement et économies d'actifs

Les notions de monnaie endogène et de diviseur de crédit sont bien connues en France, où les théories anglo-saxonnes de monnaie exogène et de multiplicateur monétaire ne semblaient pas correspondre aux institutions monétaires de l'Europe continentale. Les manuels français avaient tendance à adopter une distinction proposée par Hicks [1988]. Leurs auteurs distinguent d'une part les « économies d'endettement », ou « économies de découvert », où les banques privées sont systématiquement endettées envers la banque centrale et où la monnaie est endogène ; et d'autre part les « économies de marché », ou « économies d'actifs », ou encore « économies de fonds propres », où la monnaie serait exogène et sous le contrôle de la banque centrale.

Bien que cette distinction reflète fidèlement les bilans différents des banques centrales selon les pays, elle n'a qu'un intérêt théorique relatif. Selon les post-keynésiens, tous les systèmes financiers modernes fonctionnent dans le cadre d'une causalité inversée où la monnaie est endogène. La chose est seulement plus évidente dans le cadre des économies d'endettement.

Des taux d'intérêt exogènes

Dans une économie moderne, il existe un grand nombre d'actifs, et donc il existe un grand nombre de taux de rendement sur ces actifs. Les post-keynésiens considèrent qu'au moins l'un de ces taux est entièrement sous le contrôle de la banque centrale. Ce taux de base constitue le taux d'intérêt conventionnel pour le système financier. C'est ce que les banques centrales appellent leur « taux directeur ». Les autres taux, du moins les autres taux à court terme, devraient graviter autour de cette norme.

Autrefois, le taux d'escompte, le taux auquel la banque centrale prêtait aux banques privées, était ce taux de référence. Dans les pays où les opérations d'*open market* étaient substantielles, voire majoritaires, le taux de référence était le taux sur les

[bb.pages.article.menu.tree](#)



Ce taux interbancaire représente le taux auquel les banques se prêtent ou s'empruntent la monnaie banque centrale (pour un jour, deux jours, sept jours). Ce taux est évidemment très voisin des taux sur les prises en pension (les *repos*), c'est-à-dire les taux auxquels les banques et autres participants aux marchés financiers, y compris la banque centrale, se prêtent et s'empruntent des bons du Trésor (pour un, deux, sept jours) en échange de liquidités. Les banques centrales interviennent sur le marché des prises en pension pour ajouter ou soustraire des réserves, et ainsi atteindre la cible du taux d'intérêt directeur. Aux États-Unis, le taux interbancaire est le *federal funds rate* (dans la zone euro, ce taux s'appelle désormais *ESTER* et non plus *EONIA*).

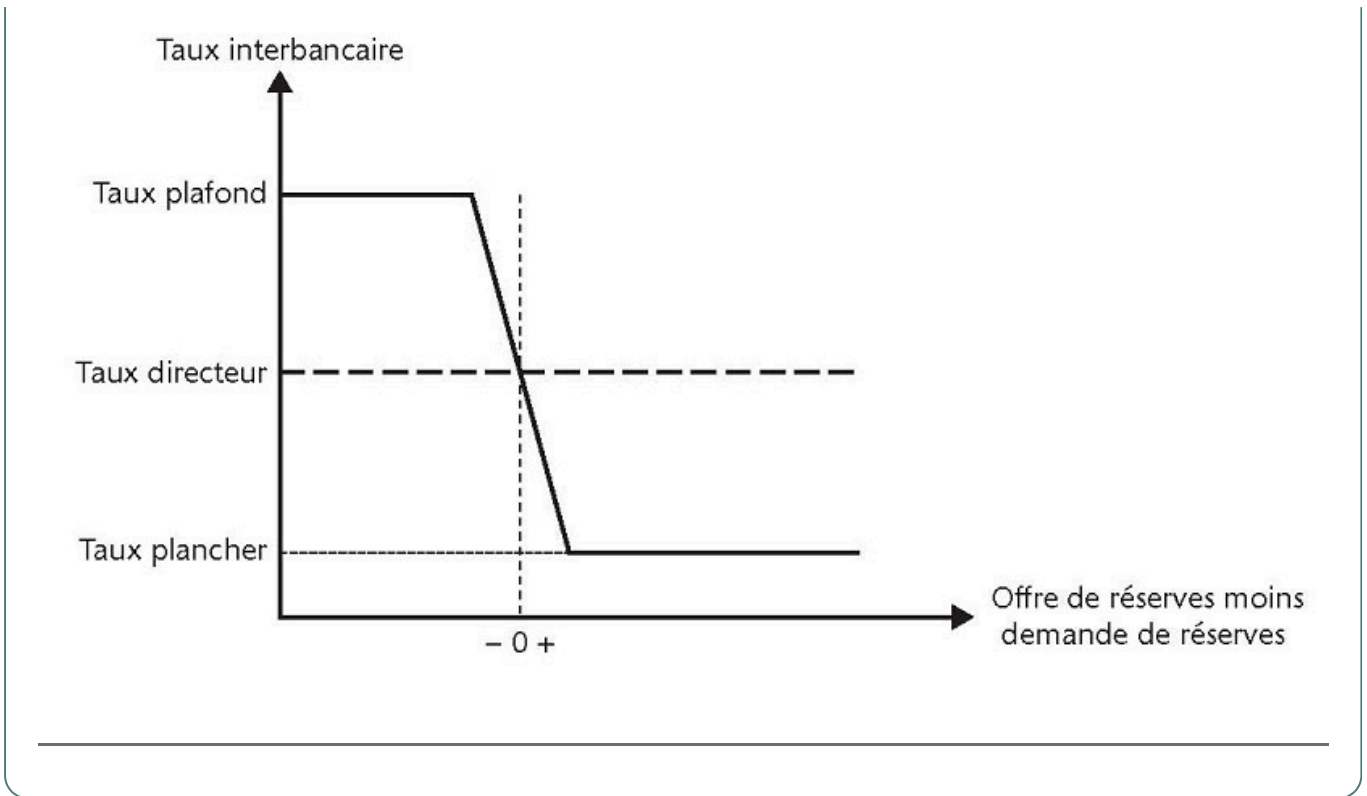
Avec un système bien rodé, une banque centrale qui fixe un taux directeur à 2,00 % peut tous les jours atteindre sa cible ou des taux de 1,99 % ou 2,01 %, sauf anomalie. Mais dans plusieurs pays, pour diverses raisons, la cible est souvent atteinte avec moins de précision, si bien que pour stabiliser le taux interbancaire, les exigences de réserves obligatoires s'étalent sur plusieurs jours ou semaines, comme c'est le cas dans plusieurs pays.

Un système opérationnel en évolution

Avant la crise des *subprimes* de 2008, les principales banques centrales (mais pas la Fed) avaient adopté ce que l'on peut appeler un système de « corridor », le taux directeur cible étant encadré par des taux plancher et plafond fixes, correspondant aux facilités de dépôt et de crédit de la banque centrale, facilitant ainsi la tâche de celle-ci. Le taux directeur se situe normalement à mi-chemin entre ces deux taux. Ainsi, les banques disposant de réserves excédentaires ont le choix entre déposer leurs réserves au taux plancher ou les prêter sur le marché interbancaire ; quant aux banques en manque de réserves, elles ont le choix entre les emprunter au taux plafond ou les emprunter sur le marché interbancaire. Grâce à cette symétrie dans les coûts d'opportunité des banques, le taux interbancaire va donc tendre à converger vers le taux directeur.

[bb.pages.article.menu.tree](#)





Ce système de corridor correspondait parfaitement au cas du Canada et de la Suède notamment. Le cas de l'euro-système était plus ambigu, à mi-chemin entre un système de corridor et un « système de plafond » puisque les banques prises dans leur ensemble étaient constamment endettées envers la Banque centrale européenne, au taux de refinancement principal, qui était alors le taux directeur.

Suite aux différentes crises — celles des *subprimes*, de l'euro et de la Covid-19 — la situation s'est inversée, les banques européennes, américaines et même canadiennes disposant depuis lors d'énormes surplus de réserves en monnaie banque centrale suite aux opérations d'assouplissement quantitatif des banques centrales. Le cadre opérationnel est maintenant celui d'un « système de plancher », où le taux interbancaire tutoie le taux plancher — le taux rémunérateur des dépôts à la banque centrale. Dans les faits, le taux directeur est ce taux plancher [Grossmann-Wirth, 2019].

Nous avons ici la meilleure preuve de l'exogénéité du taux d'intérêt à court terme : quand une banque centrale modifie son taux d'intérêt cible, il n'est nul besoin pour

les variations dans la demande de réserves n'ont aucun impact sur le taux interbancaire.

Les relations entre banque centrale et banques privées

L'endogénéité se comprend d'abord dans les relations monétaires et institutionnelles liant banque centrale et banques privées. Elle explicite la création des réserves et des billets.

Les économistes post-keynésiens, et plus spécifiquement les *horizontalistes*, comme Kaldor [1985a], Moore [1988] et Rochon [1999], ont expliqué que la monnaie banque centrale est toujours fournie de façon parfaitement endogène. Cette monnaie banque centrale est constituée des billets de banque émis par la banque centrale et des dépôts que les banques privées conservent auprès de la banque centrale, autrement dit les réserves des banques privées.

Dans le cas des billets de banque, il est clair que leur approvisionnement ne peut se faire que de façon endogène. On imagine mal les consommateurs se présentant à leur guichet automatique et se voyant refuser l'obtention des billets de banque en échange d'une diminution de leurs dépôts bancaires. Le cas contraire relève d'un dysfonctionnement aberrant, que personne ne voudrait connaître, comme ce fut le cas en Argentine en 2002 avec le *Currency Board* ou en Grèce en 2015. La question de l'endogénéité de la monnaie banque centrale porte donc en fait sur les réserves.

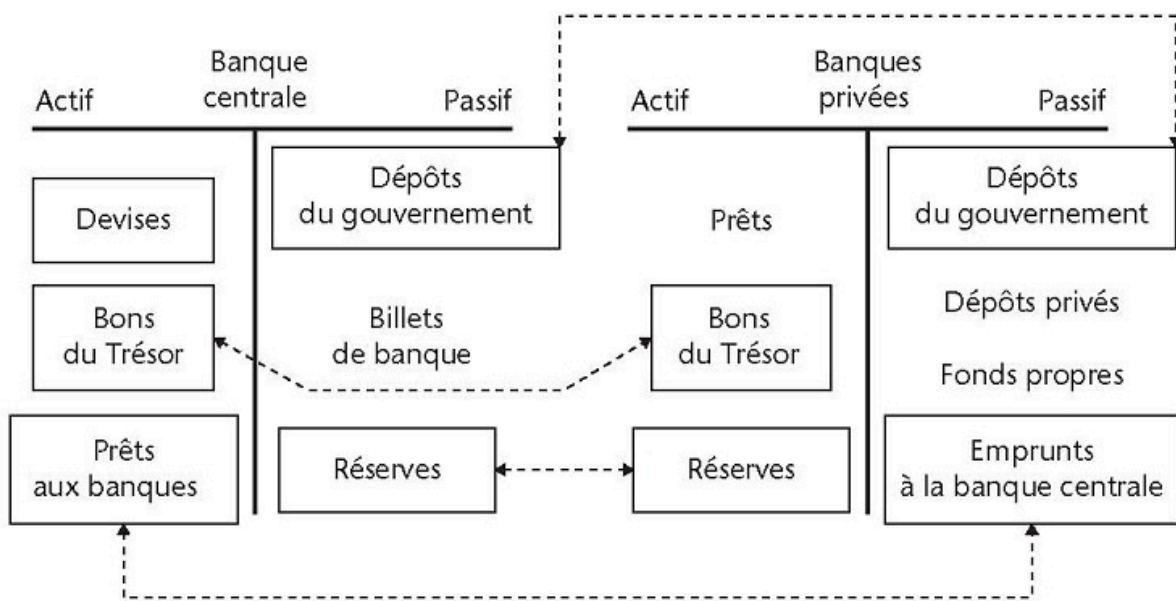
Le cas des économies d'endettement

Dans le système des économies d'endettement, cette endogénéité apparaît clairement, puisque les banques privées sont libres d'emprunter auprès de la banque centrale les billets de banque et les réserves obligatoires dont elles ont besoin. C'était notamment le cas en France, et dans la zone euro.

l'actif des banques privées, soit par l'augmentation d'une composante de leur passif. Symétriquement, l'augmentation des dépôts des banques (leurs réserves) au passif de la banque centrale doit être compensée soit par la diminution d'une autre composante du passif de la banque centrale, soit par l'augmentation d'une composante de son actif.

Schéma 2

Les bilans comptables simplifiés de la banque centrale et de l'ensemble des banques privées



Dans le cas des économies d'endettement, une augmentation des réserves est rendue possible par l'accroissement des prêts contractés auprès de la banque centrale, et donc par l'augmentation des prêts consentis par celle-ci aux banques privées.

Le cas des économies d'actifs

Mais qu'en est-il alors des économies d'actifs, notamment des pays anglo-saxons ?

[bb.pages.article.menu.tree](#)



commerciale de vendre une partie des bons du Trésor qu'elle détient afin d'obtenir ses réserves. Ce sont les fameuses opérations dites d'*open market*.

De nos jours, ces opérations se pratiquent surtout sous la forme de mises en pension et de prises en pension. La banque centrale n'achète pas le titre de la banque commerciale pour de bon ; elle se contente de l'acheter en promettant de le lui revendre quelques jours ou quelques semaines plus tard. Cette transaction, une fois décomposée, est similaire à celle des économies d'endettement : la banque privée prête des bons du Trésor à la banque centrale, en échange de quoi la banque centrale prête des réserves à la banque privée.

La seconde option adoptée par les banques centrales anglo-saxonnes, et même dans plusieurs économies d'endettement, consiste à déplacer les dépôts bancaires du gouvernement. En déplaçant ceux-ci de la banque centrale vers une banque commerciale, la banque centrale crédite le compte de la banque commerciale, et crée donc des réserves pour cette banque.

Cette seconde option est de plus en plus utilisée, car elle permet de compenser les fluctuations dans les réserves engendrées par les dépenses de l'État ou la collecte des impôts. En effet, quand l'État dépense et tire sur son compte à la banque centrale, il crée des réserves puisque de la monnaie banque centrale sera alors transférée dans un compte bancaire. À l'inverse, lorsque des impôts sont réglés par chèque et que les fonds sont transférés à la banque centrale dans le compte du gouvernement, les réserves sont réduites.

L'endogénéité des réserves est particulièrement évidente dans les pays où le taux de réserve obligatoire est zéro, comme au Canada. Dans ces pays, du moins antérieurement à l'épisode de la Covid-19, la banque centrale s'assure qu'il n'existe ni déficit ni surplus de réserves. Le solde des banques en déficit à la chambre de compensation est alors exactement égal au solde des banques en surplus. N'importe quel taux permettrait à la compensation finale de s'exercer, et c'est donc le taux

Nous n'avons pas encore discuté de la troisième composante de l'actif de la banque centrale, les devises étrangères. Dans la tradition du modèle de la synthèse néoclassique en économie ouverte, le modèle de Mundell-Fleming avec changes fixes, un surplus de la balance des paiements entraînerait une création équivalente de monnaie banque centrale, car les devises accumulées par les banques privées au nom de leurs clients seraient échangées contre des réserves. Selon les auteurs néoclassiques, ces réserves supplémentaires permettraient aux banques d'accroître les prêts et la masse monétaire ; ils affirment alors que la monnaie est endogène en régime de changes fixes. Mais la demande des agents n'est pas à l'origine de l'offre de monnaie ; cette dernière est complètement indépendante.

Encadré 2. La monnaie internationale

Il n'y a pas jamais eu consensus chez les post-keynésiens sur le régime de change optimal. Certains préconisent les changes fixes car ils permettent de se prémunir de l'incertitude sur l'évolution des taux de change et offrent ainsi un cadre plus stable pour les décisions des entreprises [Davidson, 1982]. D'autres préfèrent les changes flexibles, considérant que la fixité du change comprend un biais déflationniste plus marqué [Smithin, 2003] et oblige les États à accumuler des réserves en devises pour soutenir la parité. Wray [2015] et la MMT insistent sur le besoin d'avoir une monnaie souveraine, en restreignant l'endettement en devises étrangères et en laissant flotter le taux de change, afin d'éviter que des taux d'intérêt élevés et des politiques budgétaires restrictives soient mis en place uniquement pour préserver les réserves en devises et la fixité du taux de change.

Ces divergences sont à relativiser car les post-keynésiens se retrouvent sur deux piliers qui devraient selon eux structurer les relations monétaires internationales : 1) le contrôle des mouvements de capitaux pour limiter l'instabilité ; 2) un nouveau système monétaire international permettant

agence de compensation internationale [Davidson, 1985 ; Gnos *et al.*, 2018]. Le bancor serait fondé sur un système de taux de change fixes (mais ajustables). L'architecture monétaire et financière internationale inspirée du bancor de Keynes permettrait de restreindre considérablement les quatre déficiences du régime monétaire actuel centré sur le dollar : instabilité, incertitude, iniquité, insuffisance de la demande globale.

Tandis que les monnaies nationales circuleraient uniquement à l'intérieur de leur espace d'émission, le bancor est une monnaie supranationale neutre sur les plans macroéconomique et géopolitique. La charge de l'ajustement en cas de problèmes de balances des paiements serait répartie de manière équitable entre les pays débiteurs et les pays créanciers. Actuellement, il existe une hiérarchie des devises et ce sont les pays déficitaires périphériques qui supportent principalement cette charge : ils sont contraints de mener des politiques néomercantilistes pour s'ajuster et accumuler des réserves, ce qui est déflationniste. Inversement les États-Unis bénéficient d'un privilège exorbitant en pouvant s'endetter dans leur propre monnaie de manière quasi illimitée tant que le reste du monde utilise le dollar comme monnaie internationale.

Les économistes post-keynésiens récusent cette analyse, et y opposent le phénomène de la *compensation* [Angrick, 2018]. Dans une économie monétaire de production, les banques consentent tous les prêts qu'elles jugent acceptables ; elles n'ont pas besoin d'attendre l'apparition de réserves excédentaires pour consentir un nouveau prêt. Dans les économies d'endettement, les liquidités que les banques ont obtenues grâce aux devises étrangères vont leur permettre de réduire leur endettement vis-à-vis de la banque centrale. À l'actif du bilan de la banque centrale, la hausse des devises étrangères (les prêts à l'étranger) va être parfaitement compensée par la réduction des avances aux banques privées (les prêts à l'économie domestique). Cela ne modifiera ni les réserves ni la masse monétaire.

Dans le cas des économies d'actifs, la compensation va se faire à l'initiative de la

[bb.pages.article.menu.tree](#)



peut vendre des bons du Trésor aux banques ou leur proposer des prises en pension. Elle peut aussi rapatrier une partie des dépôts bancaires du gouvernement. Dans les deux cas, les réserves excédentaires seront complètement absorbées dans la journée.

La fonction de réaction de la banque centrale

La banque centrale fournit aux banques privées toute la monnaie banque centrale dont celles-ci ont besoin, elle est accommodante. La banque centrale ne peut contrôler directement ni l'offre de monnaie ni l'offre de monnaie banque centrale. Il est possible, comme au Canada, que la banque centrale dispose des outils nécessaires pour calculer chaque jour très précisément la quantité de réserves demandée, auquel cas cette quantité sera très précisément fournie, et le taux ciblé pourra très exactement être réalisé. Sinon, comme aux États-Unis, la banque centrale doit se contenter d'une estimation, et dans ce cas les taux réalisés graviteront autour du taux ciblé : le taux directeur.

Nous l'avons vu, la banque centrale administre le taux directeur. Il est habituellement fixé pour une période donnée, un mois par exemple. Ce taux se révèle donc exogène pour la durée fixée, quelles que soient les fluctuations de l'économie ou du stock de monnaie (sauf en cas de crise, comme pour la Covid-19). En ce sens, la monnaie banque centrale est offerte au taux directeur, selon la demande pour celle-ci. Ceci se traduit par une offre représentée par une droite horizontale dans un graphique ayant les taux d'intérêt en ordonnée et l'offre de monnaie en abscisse.

La banque centrale modifie le taux directeur à périodes fixes, selon un principe d'annonces préalables et selon les impératifs de sa politique monétaire. En général, les taux sont portés à la hausse quand l'activité économique (taux d'utilisation de la capacité, inverse du taux de chômage), les taux d'inflation (réalisés ou anticipés par rapport au taux d'inflation cible) et les stocks d'actifs financiers sont en hausse ; les

étrangers. En ce sens, on pourrait dire que les taux d'intérêt directs ne sont plus exogènes, puisqu'ils dépendent de l'évolution d'autres variables du modèle. L'offre de monnaie banque centrale serait alors conçue comme une succession à travers le temps de courbes horizontales, dont les points pertinents formeraient une courbe d'offre à pente positive.

Encadré 3. La relation banque centrale/État revisitée : la Théorie monétaire moderne (MMT)

La Théorie monétaire moderne (*Modern Money Theory* ou *Modern Monetary Theory*, MMT) entreprend d'interroger le rôle de l'État et de son financement dans la dynamique économique. Devenue influente dans les débats publics, cette approche s'attache à proposer des politiques alternatives afin de résoudre les problématiques keynésiennes de plein emploi, de croissance et de stabilité des prix. Les travaux d'Abba Lerner sur la finance fonctionnelle, ceux d'Hyman Minsky sur le capitalisme et l'instabilité financière, les analyses chartalistes de la monnaie (en particulier celles de Georg Friedrich Knapp et Alfred Mitchell-Innes) et l'identité fondamentale de Godley constituent les quatre principaux points d'ancrage théoriques.

La Théorie monétaire moderne se rattache au courant des post-keynésiens institutionnalistes (voir chapitre 1), et à ce titre elle a fait l'objet d'intenses débats avec les autres courants post-keynésiens (voir le numéro spécial « Modern monetary theory and its critics » de *Real-World Economics Review*, vol. 89, 2019). En s'appuyant sur une analyse spécifique de la monnaie et des institutions, elle développe une théorie de la monnaie à travers deux prismes : celui de son endogénéité et celui de son histoire [Wray, 2015]. D'une part, l'endogénéité de la monnaie s'établit, comme chez les post-keynésiens, dans la relation de crédit entre les banques privées et les entreprises. La banque centrale y joue un rôle incontournable afin de garantir le système de paiement et les engagements de chaque des acteurs. D'autre part, la monnaie moderne

politique autonome. Il s'agit bien de s'extraire des contraintes de marché relatives au financement des déficits publics. L'État n'est aucunement contraint par la finance ; sa seule contrainte possible, c'est un accès insuffisant à des ressources réelles lorsque l'économie approche ou atteint le plein emploi et la pleine utilisation de ses capacités. La banque centrale est en mesure de contrôler les taux d'intérêt quel que soit le déficit budgétaire, notamment en achetant et détenant la dette publique, et les théoriciens de la MMT postulent que la banque centrale va effectivement toujours œuvrer en ce sens [Kelton, 2021].

La souveraineté s'avère ainsi centrale pour la MMT. Pour Tcherneva [2021], la souveraineté monétaire est un préalable à la souveraineté politique. La MMT raisonne dans un cadre normatif de « système monétaire souverain » caractérisé d'une part par l'absence de « péché originel » (les gouvernements et le secteur privé émettent leurs emprunts dans leur propre monnaie et non en devises étrangères) et d'autre part par une garantie de la dette publique par la banque centrale [Nersisyan et Wray, 2016]. Le monopole public d'émission de la monnaie conditionne l'autonomie de la politique budgétaire. L'État qui peut émettre librement des titres de créance et qui a un taux de change flottant ne peut pas être contraint par son déficit et la dette publique, car il peut toujours les financer et rembourser ses dettes en créant de la monnaie. Il ne peut donc devenir insolvable.

Tout en reconnaissant le bien-fondé des thèses de la MMT, nombreux sont les post-keynésiens qui en voient les limites. D'abord, les pays émergents dont la monnaie se trouve loin dans la hiérarchie des devises disposent de peu d'espace de manœuvre, même s'ils sont en régime de change flottant [Vernengo et Pérez Caldentey, 2020], en raison des effets négatifs d'une possible dépréciation de la devise nationale. D'autre part, le financement aisé du déficit public tel que décrit par le schéma normatif de la MMT repose sur l'hypothèse que la banque centrale et l'État sont parfaitement intégrés et que la première est une agence

Pour les post-keynésiens cependant, il est préférable de continuer à concevoir le taux d'intérêt directeur comme une variable exogène, et de visualiser l'offre de monnaie banque centrale comme étant parfaitement élastique et horizontale à ce taux, car la décision de modifier le taux directeur reste une décision discrétionnaire. La hausse des taux quand l'activité économique progresse n'est pas inéluctable, comme l'ont montré les années de politiques non conventionnelles depuis 2008 aux États-Unis : les taux étaient exceptionnellement bas alors que la croissance a été continue pendant une décennie. De même, les taux d'intérêt négatifs pratiqués notamment dans la zone euro tendent à montrer le caractère purement discrétionnaire du taux d'intérêt. De fait, plusieurs post-keynésiens considèrent que le taux directeur devrait être modifié le moins souvent possible, ou alors que le taux directeur devrait être approximativement égal au taux de croissance du salaire nominal [Carré et Le Héron, 2018].

Les relations entre les banques et les entreprises

Après les relations entre institutions bancaires, l'endogénéité de la monnaie se comprend également à travers les relations entre les banques et les agents non financiers — soit le rapport à la monnaie banque centrale et à la monnaie de crédit. Ici, les enjeux théoriques tiennent aussi bien de la pratique bancaire que de la macroéconomie.

Financement initial et financement final

Bien que les entreprises détiennent des dépôts bancaires et des actifs financiers, la relation entre banques et entreprises qui suscite le plus d'intérêt est celle portant sur les prêts consentis par les banques aux entreprises non financières.

La production, sauf la production de certains services, n'est pas instantanée et exige du temps. Les entreprises productrices de biens et services devront payer leurs

préfèrent effectivement tirer sur leurs « lignes de crédit ». C'est le financement initial. Celui-ci est requis, quel que soit le type de production, biens de consommation ou biens d'investissement fabriqués sur commande, même lorsque la production reste stationnaire. En effet, dans ce cas, les banques doivent consentir à renouveler leurs prêts de période en période.

Plus précisément, les économistes post-keynésiens et les circuitistes, tel Augusto Graziani [1985], distinguent le financement initial de la production, se faisant généralement par l'obtention d'un prêt bancaire, comme indiqué ci-dessus, et le financement final de l'investissement, se faisant sur les marchés financiers (*construction finance* et *investment funding*, selon la terminologie de Davidson [1982], ou *finance* et *saving*, selon celle de Borio et Disyatat [2011], économistes à la Banque des règlements internationaux).

Les entreprises qui font l'acquisition de biens d'investissement doivent financer leur achat. Autrement dit, ces entreprises, en sus de leur autofinancement, doivent capter l'épargne des ménages, directement ou indirectement par l'intermédiaire des banques et autres institutions financières. C'est le financement final, qui clôt le circuit [Combemale, 2003, p. 89-94].

Les lignes de crédit

Le bon fonctionnement de toute économie dépend de la flexibilité et de l'accessibilité du financement initial. Le système des « lignes de crédit » a été mis en place afin de garantir cette flexibilité et cette accessibilité. Une ligne de crédit est un contrat entre la banque et une entreprise (ou un particulier). Le contrat spécifie :

- 1) le montant maximal de prêts promis par la banque à l'entreprise si celle-ci éprouve le besoin d'emprunter ;
- 2) les conditions que doit remplir l'entreprise ; et
- parfois 3) le taux d'intérêt qui sera facturé à l'entreprise sur les montants empruntés (des frais sont alors exigés pour garantir le taux d'intérêt). Dans le cas contraire, le taux sera administré selon le bon vouloir de la banque, ou alors le taux

Le taux d'intérêt facturé diffère selon le taux d'endettement de l'entreprise. Toutes autres choses étant égales par ailleurs, notamment pour des entreprises de taille identique, plus élevé est ce taux d'endettement, plus grande sera la prime de risque et donc plus élevé sera le taux d'intérêt facturé. Il en va de même pour le taux d'intérêt associé aux émissions d'obligations des entreprises. Le rendement exigé pour celles-ci sera d'autant plus élevé que le risque perçu est grand, chaque emprunteur étant assigné à une classe de risque, reflétant ainsi le principe du risque croissant de Kalecki [1966, ch. 8].

Le rationnement du crédit

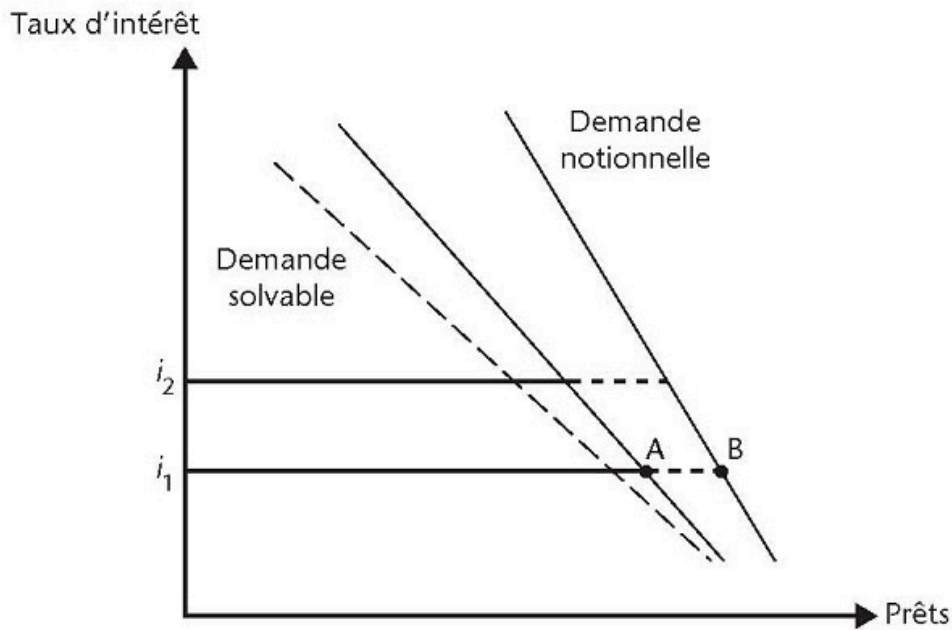
Comme nous l'avons évoqué au début de ce chapitre, les post-keynésiens affirment que l'offre de monnaie est endogène. Cette affirmation recouvre alors trois niveaux d'endogénéité. D'une part, comme on l'a vu, les réserves et les billets de banque sont fournis par la banque centrale de façon endogène. D'autre part, quand les ménages veulent détenir une partie de leur richesse sous forme de dépôts bancaires, cette monnaie bancaire est créée de façon automatique. Qu'en est-il maintenant des dépôts que les agents, entreprises ou ménages, voudraient détenir temporairement afin de les dépenser ? En d'autres mots, qu'en est-il de la monnaie de crédit ? Le crédit bancaire est-il lui aussi endogène ?

D'un côté, les post-keynésiens affirment que l'offre de crédit bancaire est endogène, et que les banques acquiescent aux prêts en répondant passivement à la demande ; d'un autre côté, ils reconnaissent, comme Keynes, qu'il existe toujours une frange d'emprunteurs insatisfaits, et donc qu'il existe un certain rationnement du crédit [Le Héron, 2002]. Comment ces deux affirmations, apparemment contradictoires, sont-elles réconciliées ?

La réponse est simplement que les banques répondent à toutes les demandes de crédit qu'elles jugent *solvables*, et qu'elles rationnent toutes les demandes qui ne le sont pas. Les banques vont consentir à toutes les demandes de prêt raisonnables

Graphique 2

Le rationnement du crédit bancaire



Comment sont identifiés les emprunteurs solvables ? De façon générale, la banque classe l'emprunteur dans une catégorie de risque, selon son historique, sa relation passée avec la banque, l'activité financée et divers ratios d'endettement, de liquidité, ou de *cash-flow* par rapport aux frais d'intérêt estimés. Les demandes des candidats qui ne remplissent pas certaines des exigences, ou qui refusent de se plier aux exigences de nantissement (les garanties), seront refusées. Quant aux emprunteurs jugés acceptables, les banques vont leur fournir des lignes de crédit suffisantes pour qu'ils puissent poursuivre normalement leurs opérations, et fourniront ainsi l'élasticité requise par tout système monétaire de production.

La préférence pour la liquidité des banques

Les post-keynésiens considèrent qu'il faut généraliser le concept de préférence pour la liquidité [Le Héron, 2002]. Habituellement, la préférence pour la liquidité est

au comportement des banques, qui consentent plus ou moins facilement des prêts. Cette préférence pour la liquidité devient donc une indication de la prudence des banques, une mesure de leur confiance dans le futur.

Encadré 4. Demandes de prêts notionnelle et solvable

Il est nécessaire de distinguer deux demandes de prêts : la demande de prêts par l'ensemble des emprunteurs potentiels, soit la « demande notionnelle », et la demande de prêts rencontrant les critères des banques, soit la « demande solvable » [Wolfson, 1996]. Au taux d'intérêt prêteur moyen i_1 , le rationnement du crédit sera donné par la distance AB. Lorsque les taux d'intérêt sur les prêts bancaires sont plus élevés, en i_2 par exemple, moins d'entreprises ou de consommateurs voudront emprunter (comme l'indique la pente négative de la demande notionnelle), mais aussi une plus faible proportion d'entre eux seront jugés solvables, si bien qu'une plus forte proportion d'emprunteurs potentiels se verront refuser des prêts (la demande solvable s'écarte davantage de la demande notionnelle au fur et à mesure qu'augmentent les taux d'intérêt). Les taux d'intérêt i_l sur les prêts bancaires peuvent se concevoir comme la somme de deux composantes, le taux d'intérêt i_b des marchés monétaires (sur les bons du Trésor) et la prime de risque σ . On a :

$$i_l = i_b + \sigma$$

L'augmentation du taux d'intérêt sur les prêts s'explique soit par une hausse des taux d'intérêt monétaires, qui s'appuient sur le taux directeur de la banque centrale, soit par une augmentation de l'écart entre les taux prêteurs et ces taux monétaires, décrétée par les banques. La courbe de demande effective est tracée pour une prime de risque moyenne donnée σ . En général, quand les banques augmentent délibérément la prime de risque, elles resserrent aussi les critères et les exigences de prêts, si bien que la courbe de demande solvable se déplace vers la gauche, comme indiquée par la courbe en pointillé. À chaque

(bons du Trésor), la liquidité est souvent mesurée par le ratio des titres exempts de risque sur les prêts consentis. Dans les économies d'endettement, le ratio entre les fonds propres de la banque et les prêts consentis constitue une mesure de la liquidité de la banque. Ce ratio dit de solvabilité constitue d'ailleurs la mesure prudentielle retenue et imposée par la Banque des règlements internationaux.

Mais la préférence pour la liquidité des banques se mesure aussi par d'autres indicateurs. Quand la préférence pour la liquidité augmente, autrement dit quand les banques adoptent une vision plus pessimiste du futur, celles-ci vont modifier les critères d'admission aux classes d'emprunteurs les moins risqués. Les taux d'endettement admissibles vont être réduits, ou les exigences de *cash-flow* vont être relevées. De plus, les collatéraux demandés vont être plus exigeants. Finalement, les primes de risque correspondant à chaque classification de risque vont être augmentées, tout comme le taux d'intérêt préférentiel par rapport aux taux du marché monétaire.

La hausse de la préférence pour la liquidité des banques va donc avoir deux conséquences. D'une part, le taux d'intérêt facturé aux emprunteurs va être plus élevé. En effet, les banques s'attendant à ce que davantage d'emprunteurs fassent défaut, elles voudront protéger leur taux de rendement en augmentant leur marge bénéficiaire entre les taux prêteur et emprunteur. D'autre part, les exigences étant plus élevées, un plus grand pourcentage d'emprunteurs potentiels vont être rationnés. Les emprunteurs les plus récents et les moins « qualifiés » selon les critères bancaires vont faire les frais de cette prudence accrue des banques.

Ces mêmes effets s'observent sur les marchés des titres. Quand les marchés sont inquiets, le différentiel d'intérêt, le *spread*, entre les titres de piètre qualité et les titres d'État s'accroît, et ce différentiel est un excellent indicateur avancé de l'évolution de l'économie.

La thèse de la fragilité financière

[bb.pages.article.menu.tree](#)



relation client (CRM) —, il n'en reste pas moins que les décisions de prêt relèvent ultimement d'un sentiment de confiance. Les travaux de Hyman P. Minsky [2016], lequel connaissait bien le fonctionnement des banques pour avoir été leur consultant, ont fait ressortir tout l'arbitraire du comportement des prêteurs et des emprunteurs, et l'instabilité qui pourrait en résulter.

La thèse de la fragilité financière de Minsky, populaire chez les post-keynésiens et au moment de la crise des *subprimes*, affirme que les entrepreneurs et les ménages, autant que leurs banquiers, vont consentir à prendre davantage de risques en période de boom économique ou après une longue période de croissance régulière. Les banques vont réduire les primes de risque (σ) et leurs exigences de prêts. Des taux d'endettement plus élevés vont devenir acceptables. Banques, entreprises et ménages vont accepter de disposer d'une moins grande proportion d'actifs liquides. C'est le paradoxe de la tranquillité. Une période heureuse d'activité économique va finir par fragiliser les bilans financiers [Diop, 2009 ; Labye, 2011].

Spéculation et financiarisation

La fragilité financière va s'accompagner de comportements de plus en plus spéculatifs. Entreprises et banques vont se concurrencer en s'appuyant sur le levier de l'endettement, tandis que les ménages vont faire de même, déclenchant l'inflation du prix des actions en Bourse et du prix de l'immobilier. Ceci va éventuellement mener à une réaction de la banque centrale, qui va soit imposer des restrictions de crédit, soit imposer des hausses de taux d'intérêt — comme ce fut le cas en 2006 aux États-Unis avant la crise des *subprimes*. Ces hausses vont fragiliser davantage la situation financière de tous les secteurs, car le poids de l'endettement va s'accroître. Il est alors fort probable que les banques inversent leurs comportements, en relevant leurs primes de risques et leurs exigences d'emprunt. D'une phase marquée par la prudence, l'économie basculera donc dans une phase de fragilisation due à un endettement spéculatif (avec une difficulté à rembourser le principal de la dette) pour passer enfin à une phase critique due à un endettement

Par ailleurs, cette analyse se penche sur la dynamique de la sphère financière, son évolution et ses conséquences. Minsky s'inscrit dans le cadre d'une économie complexe et incertaine, faite d'innovations financières. Ici, le rôle de l'inflation des actifs financiers, le phénomène de bulles, permet d'affiner l'analyse. D'une part, cette hausse des cours des actifs peut engendrer des comportements ultra-spéculatifs de la part d'agents qui voient dans la bulle une opportunité de faire des plus-values exceptionnelles. D'autre part, l'inflation des actifs et l'anticipation d'un effet de richesse, couplées à une stagnation économique, deviennent facteurs de crise. Avec la stagnation, la dette privée est le principal levier de croissance — dépenses publiques, investissements et salaires réels étant en berne ; cet endettement massif est possible grâce aux rendements attendus des actifs financiers dont le prix s'apprécie ; malheureusement, cela se fait sans compter sur la faiblesse de la rentabilité des actifs. L'écart entre prix et rendement peut rendre la situation intenable et l'endettement plus critique [Orléan, 1999].

Encadré 5. Les limites de l'individualisme méthodologique

Nous avons évoqué ci-dessus le paradoxe de la tranquillité, attribué à Minsky. Dans le chapitre 1, nous avons noté que les écoles de pensée hétérodoxes rejetaient l'individualisme méthodologique et tenaient compte du fait qu'un comportement individuel pouvait donner lieu à son contraire lorsqu'il était généralisé à l'ensemble de la société. La crise des *subprimes* a permis de le constater encore une fois. Le tableau 4 relève cinq autres paradoxes associés au secteur financier, qui ont été identifiés par les auteurs post-keynésiens et qui peuvent avoir des conséquences dévastatrices.

Tableau 4. Quelques paradoxes liés aux crises financières

| | |
|--------------------------------------|--|
| Paradoxe de la tranquillité (Minsky) | La stabilité est déstabilisante : une économie qui semble bien aller va encourager les agents à prendre des risques supplémentaires. |
| Paradoxe de la dette (Steindl) | Les efforts des firmes pour réduire leur taux d'endettement (par exemple en cessant les dépenses d'investissement) peuvent mener à la hausse de celui-ci à cause de la baisse des ventes. |
| Paradoxe de la liquidité I (Minsky) | Les innovations financières qui semblent accroître la liquidité (par exemple les titres adossés à des actifs) mènent en fait à la réduire, les agents délaissant les actifs les plus liquides comme les dépôts bancaires. |
| Paradoxe de la liquidité II (Dow) | Les efforts pour devenir plus liquides transforment les actifs apparemment liquides en actifs illiquides : c'est le « moment minskyen », quand tous les agents tentent en vain de trouver des acheteurs pour ces actifs. |
| Paradoxe du risque (Wojnilower) | La possibilité de se couvrir contre le risque (<i>swap</i> de défaut de risque, CDS) mène à une augmentation de celui-ci, les agents prenant davantage de positions risquées. |
| Paradoxe des normes (McCulley) | Les taux de défaut sur les prêts sont faibles parce que, les normes de prêt s'étant dégradées, la hausse des prêts soutient indûment la valeur des actifs, si bien que les emprunteurs en difficulté parviennent toujours à rembourser leur prêt en vendant l'actif en nantissement du prêt. |

La thèse de la fragilité financière de Minsky lie donc les fluctuations économiques aux conventions financières instables, aux comportements avides de tous les agents économiques, et à l'insuffisance de la législation pouvant régir ces comportements. Ces comportements engendrent une série cyclique de cercles vertueux et vicieux qui ne sont pas nécessairement d'origine réelle. Les post-keynésiens, et les économistes qui en sont proches, croient donc qu'il faut aller bien au-delà d'une simple refonte de la régulation prudentielle pour maîtriser cette finance chaotique

bb.pages.article.menu.tree



Domaines



Sciences Humaines et Sociales



Sciences, Techniques et Médecine



Droit et Administration



CAIRN.INFO

Raccourcis

Revue

Ouvrages

Que sais-je ? / Repères

Magazines

Rencontres

Dossiers

Listes de lectures

Domaines

Sciences Humaines et
SocialesSciences, Techniques et
Médecine

Droit et Administration

Cairn.info, plateforme de référence pour les publications scientifiques francophones, vise à favoriser la découverte d'une recherche de qualité tout en cultivant l'indépendance et la diversité des acteurs de l'écosystème du savoir.

Cairn.info

Langues

Avec le soutien de

Connexion

Cairn Pro

À propos

Contact

Aide

Français

English

Español



Retrouvez Cairn.info sur

bb.pages.article.menu.tree

Accès institutions

Université de Toulouse - 193.50.45.221

bb.pages.article.menu.tree

