



CONCOURS D'ENTREE AU CYCLE SUPERIEUR

*Supports destinés à la préparation de l'épreuve écrite de
spécialité par les titulaires du diplôme national
d'ingénieur*

ECONOMIE ET GESTION

Axe 5 : Monnaie et financement

MEHRI Néjib
Maître assistant
ISG Tunis

nejib.mehri@gmail.com

Septembre 2007

SOMMAIRE

| | |
|--|----|
| 5.1. LES FONCTIONS DE LA MONNAIE | 4 |
| 5.1.1. La monnaie est un moyen de paiement : | 5 |
| 5.1.1. 1. La notion de paiement :..... | 5 |
| 5.1.1. 2. La monnaie est le moyen de paiement universel :..... | 5 |
| 5.1.1. 3. Les formes de l'intermédiaire des échanges :..... | 7 |
| 5.1.2. La monnaie en tant qu'unité de compte | 8 |
| 5.1. 2.1. La notion d'unité de compte..... | 8 |
| 5.1. 2.1. Qu'est ce qu'on compte avec la monnaie?..... | 8 |
| 5.1. 2.3. La monnaie en tant qu'unité de compte simplifie le système des prix..... | 8 |
| 5.1. 2.4. En quoi consiste l'unité de compte?..... | 10 |
| 5.1. 3. La monnaie en tant que réserve de valeur : | 10 |
| 5.1. 3. 1. La monnaie est un élément du patrimoine des agents économiques :..... | 11 |
| 5.1. 3. 2. La monnaie est l'actif le plus liquide du patrimoine :..... | 11 |
| 5.1. 4. Complémentarité et importance des fonctions de la monnaie: | 11 |
| 5.1. 5. Les limites de l'approche fonctionnelle de la monnaie: | 12 |
| 5.1. 5. 1. La dimension institutionnelle de la monnaie:..... | 13 |
| 5.1. 5. 2. Monnaie et confiance :..... | 13 |
| 5.1. 5. 3. Monnaie et Etat :..... | 13 |
| 5.1. 5. 4. La monnaie a les caractéristiques d'un bien public:..... | 14 |
| 5.1. 5. 5. Etat et unité de compte:..... | 14 |
| 5.1. 5. 6. Etat et moyen de paiement:..... | 14 |
| 5.2. L'OFFRE ET LA DEMANDE DE MONNAIE | 16 |
| 5.2.1. La création monétaire et l'offre de monnaie | 16 |
| 5.2.1.1. La création monétaire des banques..... | 16 |
| 5.2.1.2. La création monétaire par la banque centrale:..... | 25 |
| 5.2.1.3 La création monétaire par le Trésor public..... | 25 |
| 5.2.2. La demande de monnaie | 26 |
| 5.2.2. 1. La demande de monnaie dans la théorie classique..... | 26 |
| 5.2.2. 2. La demande de monnaie dans la théorie keynésienne..... | 27 |
| 5.2.3. Le modèle de Baumol | 34 |
| 5.2.3. 1. La problématique:..... | 34 |
| 5.2.3. 2. Les variables et relations:..... | 34 |
| 5.2.3. 3. Résultats :..... | 37 |
| 5.2.3. 4. Comment évoluent C^* , T^* et M^* en fonction de b , r et S ?..... | 38 |
| 5.3. LA MASSE MONÉTAIRE ET SES CONTREPARTIES | 39 |
| 5.3.1. La masse monétaire : | 39 |
| 5.3.1.1. Définition :..... | 39 |
| 5.3.1.2. Les agrégats monétaires :..... | 39 |
| 5.3.1.3. Repérage statistique:..... | 39 |
| 5.3.1.4. Utilité et objet des agrégats monétaires:..... | 40 |

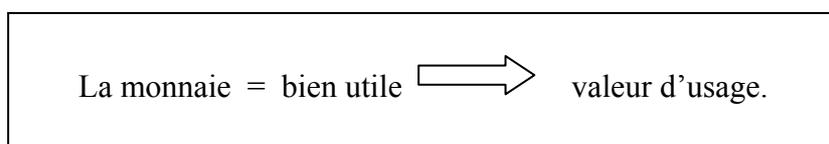
| | |
|--|-----------|
| 5.3.1.5. Définition et choix des agrégats monétaires: | 41 |
| 5.3.2. Les contreparties de la masse monétaire | 43 |
| 5.3.2.1. La contrepartie d'origine externe : | 43 |
| 5.3.2.2. La contrepartie d'origine interne (le crédit interne):..... | 44 |
| 5.4. LES TAUX D'INTERET | 46 |
| 5.4.1. Le concept de taux d'intérêt : | 46 |
| 5.4.2. Les différentes catégories de taux d'intérêt | 46 |
| 5.4.2.1. Le mode d'évaluation : réel ou nominal : | 47 |
| 5.4.2.2. Le terme ou le délai de remboursement (ou de placement) : | 50 |
| 5.4.2.3. Le risque :..... | 52 |
| 5.4.2.4. La liquidité : | 52 |
| 5.4.3. La détermination du taux d'intérêt | 52 |
| 5.4.3.1. Les théories réelles de l'intérêt : | 52 |
| 5.4.3.2. Les théories monétaires de l'intérêt : | 53 |
| 5.4.4. Le rôle du taux d'intérêt dans l'économie | 53 |
| 5.5. LA BALANCE DES PAIEMENTS ET LES MOUVEMENTS DE CAPITAUX | 54 |
| 5.5.1. Présentation de la balance des capitaux : | 54 |
| 5.5.1.1. Définition | 54 |
| 5.5.1.2. Structure de la balance des capitaux | 54 |
| 5.5.2. Analyse des mouvements de capitaux : | 57 |
| 5.5.2.1. Les principaux soldes de la balance des paiements: | 57 |
| 5.5.2.2. Les opérations en capital :..... | 59 |
| 5.5.2.3. Les flux d'investissements directs : | 59 |
| 5.5.2.4. Les flux d'investissements de portefeuille:..... | 60 |
| 5.5.2.5. Les capitaux d'emprunts à moyen et long terme : | 60 |
| 5.5.2.6. Les avoirs de réserve:..... | 61 |
| 5.5.3. Libéralisation des mouvements de capitaux | 61 |
| 5.5.3.1. Les justifications théoriques de la mobilité des capitaux | 61 |
| 5.5.3.2. La globalisation financière | 62 |
| 5.5.3.3. La libéralisation financière externe : | 63 |
| 5.5.3.4. Les risques de libéralisation financière externe : | 64 |
| BIBLIOGRAPHIE | 65 |

5.1. LES FONCTIONS DE LA MONNAIE

La monnaie fait partie de ces concepts qui tirent leur meilleure définition de leur usage; de leur utilité dans la vie économique.

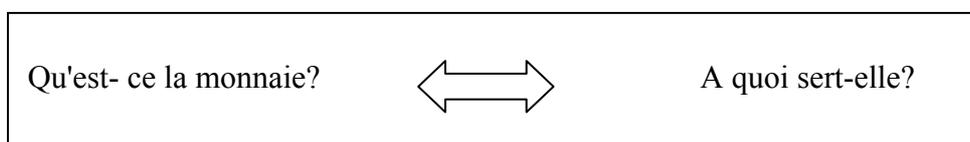
On cherche donc, à savoir ce qu'est la monnaie par ce qu'elle fait, c'est-à-dire ses fonctions

La monnaie est considérée comme un bien rare qui répond à un besoin des agents économiques. La monnaie est un bien utile, et, donc, elle a une valeur d'usage.



Selon L. DUPRIEZ: « *La monnaie se reconnaît aux fonctions qu'elle exerce au sein de l'économie. Ces fonctions déterminent la valeur d'usage de la monnaie.* »

Ainsi pour répondre à la question ce qu'est la monnaie, il suffit de déterminer ses fonctions dans l'économie.



Cette analyse dite " fonctionnelle" remonte au philosophe grec Aristote¹.

Depuis, l'accent est mis plus particulièrement, selon les époques et les écoles de pensées, sur l'une d'entre elles.

Ainsi Aristote, considère que la monnaie remplit 3 principales fonctions:

- 1) La monnaie sert d'instrument aux transactions; c'est un moyen d'échange; un moyen de paiement, un intermédiaire des échanges.
- 2) La monnaie joue le rôle d'un étalon de valeurs: c'est une unité de compte comme le mètre par exemple qui est une mesure des distances ou le kilogramme une unité de poids.
- 3) La monnaie constitue une réserve de valeur: elle permet de différer et, éventuellement, de conserver le pouvoir d'achat dans le temps et dans l'espace.

¹ Aristote (384 - 322 av J.-C.)

Cependant, cette approche fonctionnelle ne permet pas de saisir toutes les dimensions de la monnaie. Une approche alternative, appelée « approche institutionnelle » permet de compléter cette approche fonctionnelle et d'apporter des éléments de réponse à la question fondamentale « pourquoi les agents économiques ont utilisé, utilisent et utiliseront la monnaie ? »

Ne pourrait-on pas se passer de l'argent ?

Il ne peut exister de communauté de rapports entre deux médecins ; en revanche, la chose est possible entre un médecin et un laboureur, et, d'une façon générale, entre gens différents et de situation dissemblable. Toutefois, il est indispensable, auparavant, de les rendre égaux. Aussi faut-il que toutes choses soient en quelque façon comparables, quand on veut les échanger. C'est pourquoi on a recours à la monnaie qui est, pour ainsi dire, un intermédiaire. Elle mesure tout, la valeur supérieure d'un objet et la valeur inférieure d'un autre, par exemple, combien il faut de chaussures pour équivaloir à une maison ou à l'alimentation d'une personne, faute de quoi, il n'y aura ni échange ni communauté de rapports. Ce rapport ne serait pas réalisé, s'il n'existait un moyen d'établir l'égalité entre des choses dissemblables. Il est donc nécessaire de se référer pour tout à une mesure commune comme nous l'avons dit plus haut.

Et cette mesure, c'est exactement le besoin que nous avons les uns des autres, lequel sauvegarde la vie sociale ; car, sans besoin, et sans besoins semblables, il n'y aurait pas d'échanges ou les échanges seraient différents. La monnaie est devenue, en vertu d'une convention, pour ainsi dire, un moyen d'échange pour ce qui nous fait défaut. C'est pourquoi on lui a donné le nom de nomisma parce qu'elle est d'institution, non pas naturelle, mais légale (nomos : la loi), et qu'il est en notre pouvoir, soit de la changer, soit de décréter qu'elle ne servira plus. En conséquence, ces échanges réciproques auront lieu, quand on aura rendu les objets égaux.

ARISTOTE
Ethique à Nicomaque

5.1.1. La monnaie est un moyen de paiement :

5.1.1. 1. La notion de paiement :

La monnaie sert à payer. L'acte de paiement peut être réalisé par l'argent, le travail ou la cession d'un bien. Le bien qui a pour vocation d'être le moyen de paiement, c'est-à-dire remis lors de la compensation de la dette, va être qualifié de monnaie.

5.1.1. 2. La monnaie est le moyen de paiement universel :

La caractéristique fondamentale de la monnaie est sa commodité dans les paiements. Elle rend l'acte de paiement facile.

Pourquoi ?

Si on prend par exemple un billet de banque de 10 D :

- La valeur de ce billet est indiscutable : En effet, la valeur faciale (affichée sur le billet) appelée également valeur nominale², est fixe et ne peut pas faire l'objet de marchandage.
- La disponibilité de la monnaie en quantité suffisante pour assurer les échanges
- Le pouvoir libératoire du billet de banque, c'est-à-dire l'obligation imposée aux agents économiques d'accepter la monnaie dans les transactions. Cette obligation découle d'un texte réglementaire (décret) qui confère à la monnaie émise par la banque centrale un pouvoir libératoire illimité.

Ainsi, en tant qu'intermédiaire des échanges, la monnaie doit avoir pour qualité essentielle d'être échangeable **sans délai ni coût** contre n'importe quel bien ou service.

Selon DUPRIEZ L. (1976)³ :

« La monnaie est un droit immédiat sur les biens, un pouvoir d'achat indifférencié. »

Ce rapport de la monnaie aux biens qu'elle permet d'acheter est central dans l'histoire de la pensée monétaire. Ainsi :

❖ Pour A.SMITH (1776)⁴:

« La richesse ne consiste pas dans l'argent ou dans la quantité de métaux précieux, mais bien dans les choses qu'achète l'argent et dont il emprunte toute sa valeur, par la faculté qu'il a de les acheter. »

❖ Pour JB SAY (1803)⁵:

« La monnaie dans son rôle d'intermédiaire facilite les échanges, et en circulant elle-même elle permet aux biens de mieux circuler. »

² La deuxième notion de valeur associée à la monnaie est la valeur réelle c'est-à-dire le pouvoir d'achat de la monnaie qui représente la quantité de bien achetée par une unité monétaire. Cette valeur est variable en fonction de l'inflation.

³ L. DUPRIEZ : La monnaie dans l'économie. Cujas, 1976, p53

⁴ A.SMITH (1776) : Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations, Paris, Gallimard, 1976, p246-47

⁵ JB SAY (1803): Traité d'économie politique, Paris, Calman-Lévy, 1972, p138

Pour mieux apprécier le rôle de la monnaie dans l'économie, J.B. SAY utilise plusieurs concepts :

- **La monnaie-lubrifiant:** Les monnaies sont semblables à l'huile qui adoucit les mouvements d'une machine compliquée Il ne faut « ni trop, ni trop peu », ou bien
- **La monnaie-véhicule:** la monnaie qui « transporte les biens ». L'argent n'est que la voiture des produits.

5.1.1. 3. Les formes de l'intermédiaire des échanges :

Après avoir exposé ce qu'est la monnaie en tant que moyen de paiement et expliqué pourquoi la monnaie est le moyen de paiement universel, il importe de d'identifier les formes sous lesquelles se présente, dans les sociétés contemporaines, l'intermédiaire des échange.

La monnaie consiste en des avoirs susceptibles d'être utilisés dans les paiements. Dans ce cadre il est possible de distinguer entre les moyens de paiements instantanés et scripturaux.

■ Les moyens de paiements instantanés :

Les paiements instantanés prennent la forme d'une remise de main en main de l'objet monnaie. On les appelle les moyens de paiements par tradition manuelle. Dans ce cadre, le moyen de paiement est sous forme de pièces de monnaies (appelée monnaie divisionnaire) et de billets de banque (sous entendu la banque centrale). On parle, dans ce cas, de monnaies physiques ou à support matériel: le métal pour les pièces et le papier pour le billet de banque.

■ Les moyens de paiements scripturaux :

Ce sont des paiements réalisés par jeu d'écriture comptable. L'opération de paiement n'est plus instantanée et met en jeux 2 éléments:

- La monnaie elle-même ; appelée **monnaie scripturale** : Elle correspond aux avoirs ou au solde créditeur du compte courant bancaire ou postal de l'agent économique. Cette monnaie est qualifiée de monnaie immatérielle (par opposition à la monnaie matérielle : billets de banque et pièces de monnaie) car elle existe, uniquement, sur les livres comptables des banques. Les 100 dinars que vous avez dans votre compte courant bancaire, par exemple, ne sont pas sous forme de billets de banques. Ils sont tout simplement inscrits dans votre compte courant. Cette monnaie (100 D) ne peut circuler d'elle-même. Vous ne

pouvez pas l'utiliser directement. La banque met à disposition de sa clientèle des instruments d'utilisation de la monnaie scripturale. D'où la deuxième composante de l'opération de paiement basée sur le paiement par jeu d'écriture comptable ;

- L'instrument de mobilisation de la monnaie scripturale : il s'agit du moyen qui permet de faire circuler cette monnaie : le chèque, le virement, la lettre de change, la carte bancaire...

Dans ce cas, la monnaie est sans apparence physique et le support n'est pas matériel. Ce qui est visible c'est uniquement l'instrument de mobilisation de cette monnaie.

Dans les systèmes métalliques (monnaie métallique), le support de la monnaie est le métal précieux (or; argent). La création monétaire est subordonnée à la quantité de métal disponible (extrait des mines, commerce extérieur) .C'est un acte de puissance publique

Dans les économies contemporaines, ce sont les institutions financières (les banques) qui émettent la monnaie. Le support de cette monnaie est le crédit : La monnaie est créée à partir des crédits et non pas à partir d'un bien physique.

5.1.2. La monnaie en tant qu'unité de compte

5.1. 2.1. La notion d'unité de compte

Dans ce cadre, la monnaie sert à compter.

Pour saisir cette notion, il faut se situer à un niveau abstrait, immatériel. La monnaie est **un numéraire** c'est-à-dire ce qui sert à compter. La monnaie est une unité du système de compte.

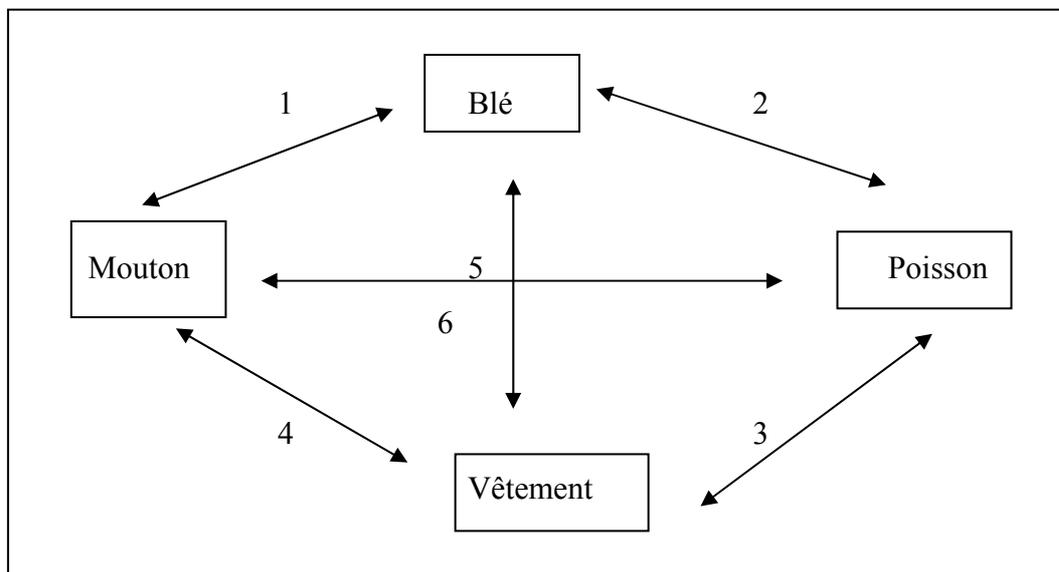
5.1. 2.1. Qu'est ce qu'on compte avec la monnaie?

La monnaie permet d'estimer la valeur, le prix, de tous les biens et services échangés dans l'économie.

5.1. 2.3. La monnaie en tant qu'unité de compte simplifie le système des prix

Pour apprécier cette fonction de la monnaie, on considère une économie, fictive, à 4 biens (blé, poisson, mouton et vêtement).

➤ LE SYSTEME DES PRIX DANS UNE ECONOMIE SANS MONNAIE A 4 BIENS:



Les prix sont relatifs: 2 à 2

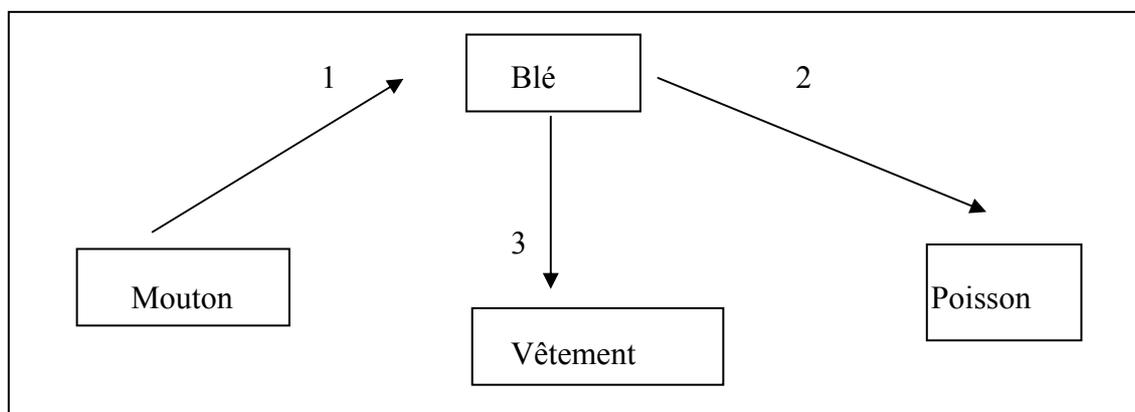
Dans cette économie à 4 biens, il y a 6 prix relatifs.

Dans une économie à n biens, il y a $n(n-1)/2$ prix relatifs.

➤ SYSTEME DES PRIX DANS UNE ECONOMIE AVEC MONNAIE A 4 BIENS.

Par convention (coutumes, Loi) : le Blé est choisi comme unité de compte.

Passage d'un système de prix relatifs (2 à 2) à un système de prix absolus.



Dans cette économie à 4 biens, il y a 3 prix absolus.

Dans une économie à n biens il y a $(n - 1)$ prix absolus

5.1. 2.4. En quoi consiste l'unité de compte?

L'unité de compte est **le nom** de la monnaie: Dinar, Euro,...

Les principales sources de dénomination :

- La dénomination matérielle: c'est la plus ancienne. Elle évoque un bien tangible matériel ou une unité de poids (exemple la livre)
- La dénomination politique: Evoque une institution sociale, politique, un peuple, un pays

Exemple :

* Le franc français: le franc désigne le nom d'une ethnie germanique qu'on appelle les francs. Le nom Franc entre dans le domaine monétaire en 1360, date de la frappe d'une pièce représentant le roi de cette ethnie.

* Euro: en référence à l'Europe

- La dénomination institutionnelle:

Exemple: les droits de tirages spéciaux du fonds monétaire international (F.M.I.). Le DTS est une unité de compte du FMI . Il est sous forme d'un panier de monnaie (Dollars, Euro, Yen...).

5.1. 3. La monnaie en tant que réserve de valeur :

Dans ce cas, la monnaie déplace vers le futur le pouvoir d'exercer un droit sur les biens.

Selon J.M. KEYNES⁶ :

« L'importance de la monnaie découle essentiellement du fait qu'elle constitue un lien entre le présent et le futur »

En tant que réserve de valeur, la monnaie permet l'exercice des choix inter temporels.

◆ Historiquement, cette fonction a été liée au fait que la monnaie était constituée par une marchandise recherchée pour ses qualités intrinsèques (ses qualités propres) comme l'or ou l'argent.

◆ Aujourd'hui, la monnaie est recherchée comme élément du patrimoine; comme un actif dont la qualité est sa liquidité.

⁶ J.M.KEYNES: Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie, p295

5.1. 3. 1. La monnaie est un élément du patrimoine des agents économiques :

D'une manière schématique, le patrimoine d'un agent économique est constitué par trois catégories d'actifs:

- Les actifs monétaires : billets de banque, pièces de monnaie et monnaie scripturale.
- Les actifs financiers: actions, obligations, contrats d'assurance, ...
- Les actifs réels: biens immobiliers, terrains, bijoux, ...

5.1. 3. 2. La monnaie est l'actif le plus liquide du patrimoine :

Selon J.M. KEYNES :

" La monnaie est un actif liquide à liquidité parfaite et à rendement nul".

La liquidité d'un actif représente une qualité: La disponibilité pour le règlement (pour le paiement).

La monnaie fait l'objet d'une demande spécifique pour sa liquidité au-delà des besoins de paiement des agents économiques pour l'échange.

La monnaie est demandée pour elle même et constitue de ce fait une réserve de valeur.

5.1. 4. Complémentarité et importance des fonctions de la monnaie:

Y a-t-il une continuité ou une contradiction entre les fonctions de la monnaie?

La monnaie permet d'assurer une continuité de l'échange dans l'espace (en tant qu'intermédiaire des échanges) et dans le temps (en tant que réserve de valeur).

La contradiction peut se manifester entre la fonction de réserve de valeur et la fonction d'intermédiaire des échanges.

- D'un côté, la monnaie doit être dépensée, abandonnée par son détenteur contre les biens. Elle a de ce fait une vocation pour circuler, pour faciliter l'échange. Plus la vitesse de circulation de la monnaie est élevée plus elle remplit sa fonction d'intermédiaire des échanges convenablement,
- D'un autre côté, la monnaie doit être conservée, retirée de la circulation par son détenteur. Selon Keynes, la préférence pour la liquidité conditionne la circulation monétaire :

« C'est ce calcul permanent entre garder la monnaie et s'en défaire qui fait le jeu de la circulation monétaire. »

QUELLE EST LA FONCTION LA PLUS IMPORTANTE POUR CARACTERISER LA MONNAIE?

- La fonction de réserve de valeur est considérée comme la moins indispensable.

Certains auteurs mettent au premier plan la fonction d'unité de compte. L'économiste français J. DENIZET, considère que :

« La monnaie est l'instrument de calcul économique lié à l'échange avant d'être le bien intermédiaire des échanges. »

- Pour d'autres auteurs, c'est la fonction d'intermédiaire des échanges qui singularise la monnaie. L'essence de la monnaie est de circuler. Elle permet de ce fait de caractériser l'économie monétaire par opposition à l'économie de troc.

5.1. 5. Les limites de l'approche fonctionnelle de la monnaie:

L'assimilation de la monnaie à un bien économique parmi d'autres et son analyse en termes de demande, d'offre et de prix, ne permettent pas de saisir la totalité du phénomène de la monnaie. Il y a lieu de prendre en compte sa dimension collective et psychosociologique dans la société (confiance) ainsi que le rôle de l'Etat dans la définition du fait monétaire.

L'approche fonctionnelle ne permet pas de répondre à la question fondamentale sur l'origine de la monnaie dans la société : Pourquoi les agents économiques ont utilisé la monnaie (moyen de paiement, unité de compte et réserve de valeur)?

Une approche complémentaire appelée « approche institutionnelle » tente d'apporter des éléments de réponse à cette question fondamentale.

Dans ce cadre, M. De Mourgues⁷ relève que « *La monnaie est un phénomène social, car elle repose sur la confiance des agents dans le système qui la produit* »

Affirmer que la monnaie est un phénomène social c'est:

- Considérer la monnaie comme partie intégrante des variables réelles (rejet de l'analyse dichotomique)
- Souligner l'aspect conventionnel de la monnaie: la valeur de la monnaie n'est autre que ce que la société décide d'y voir. C'est la convention et non la référence à telle ou telle substance (métal ou autre) qui définit l'acceptabilité, c'est à dire la valeur sociale, de la monnaie.
- Interpréter la monnaie comme une institution.

⁷ M. De Mourgues: La monnaie, système financier et théorie monétaire

5.1. 5. 1. La dimension institutionnelle de la monnaie:

L'école autrichienne considère que la monnaie fait partie des institutions sociales qui servent le bien public :

« Au même titre que les lois ou le code moral, la monnaie contribue à la liberté des individus, puisque, en son absence, l'allocation des ressources se ferait d'une façon arbitraire. »

Pour les économistes français, comme M.Aglietta et A.Orléan :

La monnaie joue un « rôle fondateur de la cohésion sociale, elle est la première de ces institutions sans lesquelles aucune économie ne peut exister. »

5.1. 5. 2. Monnaie et confiance :

Il est dans la nature de la monnaie d'inspirer confiance; à défaut, les individus la rejettent. Seule la confiance que les individus lui portent permet de comprendre pourquoi la monnaie est universellement acceptée.

Cependant définir ce qu'est la confiance n'est pas chose facile.

Selon le philosophe G.Simmel : « La confiance est en dernier ressort improuvable. C'est un mélange de connaissance et de croyance. Chacun accepte la monnaie parce qu'il s'attend à ce que n'importe quel autre l'accepte et l'acceptera dans un futur indéterminé. »

La référence à la « confiance » vient à l'encontre de l'idée selon laquelle la valeur de la monnaie repose sur les seuls objets, matériaux ou simples signes, qui en sont les supports concrets (thèse matérialiste).

Dans l'antiquité, dans les sociétés primitives, la monnaie tire sa légitimité de symboles qui sont puisés dans l'ordre sacré. C'est parce que le boeuf faisait l'objet de sacrifices, qu'il a été choisi comme unité de compte (pecus, pecunia: tête de bétail)

Dans les sociétés modernes, celles où la souveraineté émane de la volonté collective des membres de la société, la monnaie doit sa légitimité à la puissance publique, à l'Etat.

5.1. 5. 3. Monnaie et Etat :

A partir du moment où la monnaie est pensée comme une institution, comme un principe d'organisation de la société (comparable au système juridique, par exemple), se pose la question de son rapport avec la puissance publique. Au cours de l'histoire, le privilège

d'émission apparaît comme un attribut de la souveraineté: la monnaie était considérée comme « le fait du prince ».

La monnaie tire-t-elle sa substance du fait que l'Etat intervient dans les conditions de son émission?

5.1. 5. 4. La monnaie a les caractéristiques d'un bien public:

Un bien public a deux caractéristiques :

- **L'indivisible:** Son utilisation par un agent ne restreint pas l'utilisation que les autres peuvent en faire.
- **L'inappropriabilité :** Son usage n'est pas restreint à un seul individu: (les lois, le langage)

La monnaie remplit les deux caractéristiques et de ce fait, elle appartient au domaine public. D'où la légitimité de l'intervention de l'Etat dans le domaine monétaire.

5.1. 5. 5. Etat et unité de compte:

La forme la plus ancienne et la moins contestée de l'intervention de l'Etat porte sur l'unité de compte. Il y a unanimité sur l'intervention de l'Etat au niveau de cette fonction : pour un pays (ou une région intégrée) l'unité de compte, l'étalon de valeurs, doit être **unique**. Plus les agents économiques sont nombreux à adopter un étalon, plus la comparabilité des mesures renforce son usage.

L'intervention de l'Etat vise à normaliser l'unité de compte pour en faire une institution par l'imposition du cours légal (Cours légal: obligation faite aux agents d'accepter les billets et pièces en paiement pour leur valeur nominale).

Par exemple, dans notre pays l'unité de compte est le dinar alors qu'elle était au temps du protectorat français le franc et au temps des beys la piastre.

La communauté économique européenne a pour unité de compte commune l'Euro.

5.1. 5. 6. Etat et moyen de paiement:

Le contrôle public exercé sur la fonction d'intermédiaire des échanges ne fait pas l'unanimité des théoriciens.

Deux conceptions s'opposent sur cette question :

Pour la théorie étatique, l'émetteur du moyen de paiement doit être uniquement l'ETAT. Alors que la théorie ultra-libérale, le moyen de paiement doit être émis par les banques. L'Etat ne doit intervenir à ce niveau.

Dans les faits, on trouve une juxtaposition de deux types de moyen de paiement :

- la monnaie de la banque centrale : le billet de banque et les pièces de monnaie. La banque centrale a le monopole de l'émission de cette forme de moyen de paiement.
- La monnaie des banques : la monnaie scripturale qui provient, essentiellement, des crédits bancaires

5.2. L'OFFRE ET LA DEMANDE DE MONNAIE

Comme pour tous les biens et services d'une économie, la monnaie fait l'objet d'une offre et d'une demande.

L'offre de monnaie est réalisée par les institutions monétaires et la demande de monnaie est le fait des agents non financiers.

Dans la plupart des économies, la monnaie joue un rôle essentiel dans la détermination du niveau de la production et du revenu, du niveau des prix et de l'emploi.

D'une façon générale, la monnaie peut être définie comme : « la somme des engagements à vue ou à court terme des institutions monétaires vis-à-vis du public »

Ces engagements correspondent à la monétisation des créances sur l'étranger, sur l'état, et sur le secteur privé.

5.2.1. La création monétaire et l'offre de monnaie

La création monétaire est le fait de mettre en circulation de nouveaux signes monétaires par rapport à la quantité de monnaie existante.

Ainsi, la création monétaire entraîne un accroissement de la masse monétaire.

La création monétaire est réalisée par les institutions monétaires à savoir la BCT, le Trésor et les banques⁸.

Chaque institution crée une forme spécifique de monnaie. Ainsi:

- 1- la BCT crée des billets de banque et des pièces
- 2- le Trésor et les banques créent la monnaie scripturale

5.2.1.1. La création monétaire des banques

La fonction essentielle des banques est de financer l'activité économique. Elles anticipent la production future en accordant des crédits. La forme monétaire créée est la monnaie scripturale appelée aussi monnaie bancaire.

La monnaie peut être définie comme une créance sur le système bancaire, comme la dette des banques qui circule.

⁸ Banques de dépôts ou banques commerciales.

La monnaie apparaît comme un élément du passif du bilan d'une banque qui est acceptée comme moyen de paiement.

Quelques principes fondamentaux de la création monétaire des banques:

- 1°) Les dépôts en monnaie fiduciaire (MF) des agents non financiers (ANF) n'ont aucun effet sur le montant de la masse monétaire mais modifient sa structure:
- 2°) Lorsque les paiements en monnaie scripturale (MS) se font entre clients d'une même banque, ces opérations n'ont aucun effet sur le bilan de la banque: changement du propriétaire du dépôt à vue (DAV).
- 3°) Le crédit (C) est à l'origine de la création monétaire: La banque crée de la monnaie en monétisant des créances et non en contrepartie de ses encaisses ($\Delta DAV > 0$ et $\Delta C > 0$)
- 4°) Une banque peut accorder des crédits lorsqu'elle:
 - détient des réserves excédentaires en monnaie centrale, ou
 - est assurée que la banque centrale la refinancera
- 5°) Ce pouvoir de création monétaire est limité par des fuites :
 - la préférence des ANF à utiliser la MF: $b = B / D$ (au niveau global $b = B/M1$)
 - la réserve obligatoire (RO) imposée par la BC: $RO = g \text{ DAV}$ (g en %)

5.2.1.1. 1. La théorie de l'offre exogène de monnaie

L'offre de monnaie est considérée comme exogène lorsqu'elle peut être contrôlée par la banque centrale.

Cette conception met l'accent sur la liaison entre la monnaie centrale⁹ et la masse monétaire. Cette relation est fondée sur le mécanisme du multiplicateur.

■ Le multiplicateur du crédit :

La théorie du multiplicateur repose sur trois hypothèses :

H1: La passivité des banques: Dès qu'elles reçoivent de la monnaie centrale, elles la prêtent.

H2: La présence d'une demande illimitée de crédit de la part des emprunteurs.

H3: L'existence de deux types de fuites en monnaie centrale: les billets et les réserves obligatoires.

⁹ La base monétaire ou monnaie centrale se compose des billets de banques et des réserves des banques commerciales auprès de la BCT .

➤ **1er cas: Création monétaire dans un système hiérarchisé sans RO**

| | RESERVES EXCEDENTAIRES RE | CREDITS ACCORDES C | FUITE BILLETS (b =10%) C | NOUVEAUX DEPOTS (1 - b) C |
|----------------|--|---------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| ETAPE 1 | 1000 | 1000 | 100 | 900 |
| ETAPE 2 | 900 | 900 | 90 | 810 |
| ETAPE 3 | 810 | 810 | 81 | 729 |
| ETAPE 4 | 729 | 729 | 73 | 656 |

*** Total des Crédits : $TC = k \times RE$, k : multiplicateur du crédit**

$$TC = 1000 + 900 + 810 + 729 + 656,1 + \dots$$

$$TC = RE + (1-b)RE + (1-b)^2 RE + (1-b)^2 RE + \dots$$

Dans ce cas : $k = 1/b$ $TC = [1/b] RE$

***Total des dépôts : $TD = k (1-b) RE$**

***Total des fuites : $TF = k b RE$**

➤ **2ème cas: Création monétaire dans un système hiérarchisé avec RO**

| | RESERVES EXCEDENTAIRES RE | CREDITS ACCORDES C | FUITES BILLETS b=10%C | NOUVEAUX DEPOTS (1-b)C | RO g=10%D |
|----------------|--|---------------------------------|------------------------------------|------------------------------|---------------------|
| ETAPE 1 | 1000 | 1000 | 100 | 900 | 90 |
| ETAPE 2 | 810 | 810 | 81 | 729 | 73 |
| ETAPE 3 | 656 | 656 | 66 | 590 | 59 |
| ETAPE 4 | 531 | 531 | 53 | 478 | 48 |

***Total des Crédits: $TC = k \times RE$**

$$TC = 1000 + 810 + 656,1 + 531,44 + \dots$$

$$TC = QT = RE + (1-g) (1-b) RE + (1-g)^2 (1-b)^2 RE + (1-g)^3 (1-b)^3 RE + \dots$$

Dans ce cas : $k = 1/g+b-gb$ $TC = [1/b+g-gb] RE$

***Total des dépôts : $TD = k (1-b) RE$**

***Total des fuites : $TF = k b RE$**

*** Total des RO : $TRO = g D = g k (1-b) RE$**

■ La relation entre monnaie centrale et masse monétaire

➤ Le multiplicateur simple de la base

Dans sa version la plus simple, le multiplicateur de la base monétaire peut être illustré comme suit :

▪ ENONCE:

- Le volume de la masse monétaire est proportionnel au volume de la monnaie centrale.
- La banque centrale peut contrôler la masse monétaire en contrôlant la base monétaire.
- L'offre de monnaie est exogène

▪ DEMONSTRATION:

* Les relations comptables:

(1) $H = B + R$, H : base monétaire, B: billets de banques, R: réserves des banques à la BCT

(2) $M = B + D$, M: masse monétaire au sens de M1, D: des dépôts bancaires du public.

(3) $B = b \times M$, b: coefficient de préférence pour les billets des agents économiques

(4) $R = g \times D$, g: coefficient des réserves obligatoires

* La relation de causalité

- D'une part : $M = B + D \implies D = M - B$

et, $R = g \times D \implies R = g (M - B)$

or, $B = b \times M \implies R = g (M - bM)$

D'où, $R = g (1-b) \times M$

- D'autre part, $H = B + R \implies H = bM + g(1-b)M \implies H = [b + g(1-b)]M \implies H = (b + g - gb)M$

RESULTAT: $M = \frac{1}{b + g - gb} \times H$

ou bien: $M = m \times H$ avec $m = 1 / (g + b - gb)$

▪ INTERPRETATION:

*La masse monétaire (au sens de M1) est un multiple de la base monétaire.

*Le volume de la base monétaire explique le montant de la masse monétaire

*Si on admet que m est stable (pour g et b donnés), il existe une relation proportionnelle entre

M1 et H $\rightarrow M = m \times H$

*Remarque: m est appelé multiplicateur monétaire ou multiplicateur simple de la base.

➤ **Le multiplicateur élargi de la base monétaire**

La base monétaire est définie comme étant l'ensemble des avoirs du public en monnaie centrale et des réserves des banques auprès de la banque centrale. Ces dernières sont supposées constituées des réserves obligatoires sur les dépôts à vue (R_d), de celles sur les dépôts à terme (R_t), et des réserves excédentaires (R_e).

La base monétaire H sera :

$H =$ Billets en circulation + réserves des banques auprès de la banque centrale

$$H = B + R_d + R_t + R_e \quad (1)$$

Si l'on suppose que :

- les billets, les réserves sur dépôts à vue et les réserves excédentaires sont des fractions constantes des dépôts à vue (DAV) ; c'est-à-dire :

$$\alpha = B / \text{DAV} \quad (2)$$

$$r_d = R_d / \text{DAV} \quad (3)$$

$$\text{et } r_e = R_e / \text{DAV} \quad (4)$$

Les réserves obligatoires sur les dépôts à terme (R_t) sont une proportion constante (r_t) des dépôts à terme (DAT) on aura :

$$r_t = R_t / \text{DAT} \quad (5)$$

- les dépôts à terme sont un multiple (β) des dépôts à vue (DAV) :

$$\text{DAT} = \beta \text{DAV} \quad (6)$$

Les relations (5) et (6) donnent :

$$r_t = R_t / (\beta \text{DAV}) \quad (7)$$

La substitution des relations (2), (3) et (7) dans la relation (1) donne :

$$H = (\alpha + r_d + \beta r_t + r_e) \cdot \text{DAV} \quad (8)$$

Or, la masse monétaire au sens de $M1 = \text{Billets} + \text{dépôts à vue} = B + \text{DAV}$

$$M1 = (1 + \alpha) \cdot \text{DAV} \quad (9)$$

Les relations (8) et (9) donnent :

$$M_1 = \frac{1 + \alpha}{\alpha + r_d + \beta r_t + r_e} \cdot H \quad (10)$$

En variations, on obtient :

$$\Delta M_1 = \frac{1 + \alpha}{\alpha + r_d + \beta r_t + r_e} \cdot \Delta H \quad (11)$$

$$m_1 = \frac{1 + \alpha}{\alpha + r_d + \beta r_t + r_e} ,$$

m_1 est appelé multiplicateur de la base monétaire par rapport à $M1$

De même, nous pouvons définir un multiplicateur m_2 par rapport à la masse monétaire au sens de $M2$: on suppose $M2 = M1 + \text{dépôts à terme} = B + \text{DAV} + \text{DAT}$

$$M2 = (1 + \alpha + \beta) \text{DAV} \quad (12)$$

Les relations (8) et (12) donnent :

$$M_2 = \frac{1 + \alpha + \beta}{\alpha + r_d + \beta r_t + r_e} H \quad (13)$$

$$m_2 = \frac{1 + \alpha + \beta}{\alpha + r_d + \beta r_t + r_e} ,$$

m_2 est appelé multiplicateur de la base monétaire par rapport à $M2$

La masse monétaire en circulation dans une économie est ainsi un multiple m de la monnaie émise par la banque centrale

■ Les limites de la théorie du multiplicateur :

➤ La stabilité des coefficients :

Le taux de réserve obligatoire (g) est contrôlé par la banque centrale mais le taux de préférence pour la liquidité (b) peut varier en fonction de la préférence des agents économiques pour la liquidité et de leurs pratiques de paiements. Par exemple, si la banque centrale réduit H en vue de ralentir M . Cette politique peut perdre son efficacité si parallèlement b diminue

➤ Le comportement des demandeurs de crédits :

Le multiplicateur de crédit repose sur l'hypothèse d'une demande systématique de crédit. Cependant si la demande est absente, la création de la monnaie centrale (H) ne peut avoir aucun effet sur la masse monétaire (M)

➤ Le comportement des banques :

Les banques sont considérées comme passives. Le montant total de crédit accordé est un multiple des réserves excédentaires.

➤ Le sens de la causalité : $M = m \times H$

•Si $H \rightarrow M$: l'offre de monnaie est **exogène** et la banque centrale joue le rôle de prêteur en dernier ressort **non contraint**. Les RE sont fondamentales pour les banques.

•Si $M \rightarrow H$: L'offre de monnaie est **endogène** et la banque centrale joue le rôle de prêteur en dernier ressort **contraint**. Les banques sont assurées d'obtenir un refinancement auprès de la banque centrale

5.2.1.1.2. La théorie de l'offre endogène

5.2.1.1.2.1. Le diviseur du crédit

Selon cette théorie, ce sont les banques qui ont l'initiative de la création monétaire. La banque centrale ne fait que suivre et la création de monnaie centrale s'impose à elle. Elle est contrainte de refinancer automatiquement les banques et donc doit leur fournir toute la monnaie centrale dont elles ont besoin.

Le schéma du multiplicateur peut être inversé en supposant un secteur bancaire illiquide (ne disposant pas de réserves excédentaires) mais capable de créer de la monnaie en se refinançant auprès de la banque centrale.

5.2.1.1.2.2. Un modèle simple de comportement des banques :

Les modèles¹⁰ de comportement de la firme bancaire permettent de déterminer les conditions optimales de l'activité bancaire.

Le volume des crédits distribués dépend du comportement de profit des banques

Si on admet que les banques fonctionnent dans un environnement concurrentiel où le taux d'intérêt s'impose à chacune d'elles, le problème pour une banque est de maximiser le profit sous la contrainte d'équilibre de son bilan.

On établit les bilans simplifiés des banques (B) et de la banque centrale (BC) :

| Banques | |
|---------|--------|
| Actif | Passif |
| R | REF |
| C | D |

| Banque Centrale | |
|-----------------|--------|
| Actif | Passif |
| CNEX | R |
| CNETAT | B |
| REF | |

R: réserves, Crédits : C, Refinancement: REF, Dépôts: D, Billets: B, Créances nettes sur l'extérieur: CNEX, créances nettes sur l'Etat: CNETAT

➤ Hypothèses:

- 1- Concurrence pure et parfaite entre les banques de dépôts
- 2- Réserves = Réserves obligatoires sur les dépôts
3. Le crédit est facturé à son coût marginal

➤ Relations fondamentales:

1-équilibre du bilan des banques $\rightarrow R+C = REF+D \rightarrow C +gD = D+REF \rightarrow C-(1-g) -REF=0$

et équilibre du bilan de la BC $\rightarrow CNEX+CNETAT+REF = R +B$

2- Base monétaire $H = R+B$, $B = b M$ et $R = g D$

3- Masse monétaire: $M = B + D = CNEX + CNETAT + \text{Crédits (contreparties)}$

¹⁰ SANTOMERO, A.M: « Modeling the banking firm ». journal of money, credit and banking. Novembre 1984

4- $Cd = B - A id$, A et $B > 0$, $id =$ taux d'intérêt débiteur (perçu par la banque sur les C)

5- $REF = R + C - D = g(1-b) M + C - (1-b) M$

$REF = C + g(1-b) (CNEX + CNETAT + C) - (1-b) (CNEX + CNETAT + C)$

6- PROFIT: $\Pi = RECETTES - COUTS = id C - (ic D + if REF)$

ic : taux d'intérêt créditeur (payé par la banque sur D), if : taux d'intérêt du refinancement

Ainsi: le programme d'optimisation de la banque est: $\text{Max } \Pi = id C - (id D + if REF)$ sous la contrainte de l'équilibre du bilan qui est $C - (1-g)D - REF = 0$

➤ **Condition de facturation du crédit à son coût marginal:** $d\Pi/dC = 0$

$\Pi = id C - ic [(1-b) (CNEX + CNETAT + C)]$

$- if [C + g(1-b) (CNEX + CNETAT + C) - (1-b) (CNEX + CNETAT + C)]$

$d\Pi/dC = id - ic (1-b) - if [1 + g(1-b) - (1-b)] = 0$

$$\boxed{id = ic (1-b) + if [b + g (1-b)]}$$

➤ **A L'OPTIMUM**

En utilisation le lagrangien $L = (id C) - (ic D) - (if RF) - \lambda (C - D (1-g) - RF)$

$(\delta L / \delta C) = 0$, $(\delta L / \delta D) = 0$, $(\delta L / \delta RF) = 0$

On obtient :

$$\boxed{\begin{array}{l} 1) id = if \\ 2) ic = if (1-g) \end{array}}$$

➤ **RESULTATS:**

1°) la banque offre des crédits jusqu'à ce que sa recette marginale (mesurée ici par la recette moyenne (id)), soit égale au coût marginal (if)

2°) La banque collecte des dépôts, jusqu'au niveau où le coût des dépôts (ic) est équivalent pour elle de payer le prix de refinancement (if) déduction faite du coût de ses réserves obligatoires (g).

5.2.1.2. La création monétaire par la banque centrale:

La banque centrale crée de la monnaie fiduciaire à l'occasion de trois opérations : « les opérations sur or et devises », « les concours au Trésor public » et « le refinancement des banques ».

5.2.1.2.1. Les opérations sur « or et devises »:

Les créances extérieures nettes, si elles sont positives, sont génératrices de création de monnaie.

Les opérations d'achats et de ventes de devises de la banque centrale sur le marché des changes peuvent avoir un effet sur la masse monétaire si la banque centrale ne les compense pas par des opérations inverses sur le marché monétaire (opérations de stérilisation).

5.2.1.2.2. Les concours au Trésor public:

La banque centrale gère le compte courant du Trésor public qui peut être débiteur. Les créances nettes de la banque centrale sur le Trésor, si elles sont positives sont génératrices de création de monnaie centrale.

5.2.1.2.3. Le refinancement des banques:

Le refinancement des banques sur le marché monétaire dans le cadre d'appels d'offres, de prises de pension ou d'opérations ponctuelles d'injection, est générateur de création de monnaie centrale.

5.2.1.3 La création monétaire par le Trésor public.

Le Trésor public crée de la monnaie scripturale (la monnaie postale) à l'occasion du paiement de ses dépenses en utilisant le réseau des CCP.

Cette création monétaire du Trésor est limitée car :

- Les dépenses engagées doivent être autorisées par la Loi de Finances.
- Le circuit de la monnaie scripturale du Trésor est limité: le Trésor subit des fuites sous la forme d'une conversion de la monnaie postale :
 - en billets (retraits au guichet des CCP): recours à la BCT pour approvisionner ses caisses

- en monnaie bancaire (virement dans un compte bancaire) : la BCT, sur ses livres, débite le compte du Trésor et crédite le compte de la banque du bénéficiaire du virement. La banque, à son tour sur ses livres, débitera le compte de la BCT et créditera le compte de son client

5.2.2. La demande de monnaie

S'il y a création de monnaie par le système bancaire c'est parce qu'il y a une demande de monnaie.

Analyser la demande de monnaie, c'est examiner les raisons pour lesquelles les agents économiques, entreprises et ménages, détiennent la monnaie.

Ainsi, la demande de monnaie est au centre des controverses théoriques sur les liens entre la politique monétaire et l'économie.

Les autorités monétaires ont besoin de comprendre les fluctuations de la demande de monnaie à court, moyen et long terme ainsi que ses liens avec les fluctuations de l'économie dans le but d'entreprendre les moyens d'action adéquats.

La fonction de demande de monnaie est une expression analytique de la demande de monnaie compte tenu des motifs qui expliquent les préférences des agents économiques pour la monnaie.

5.2.2. 1. La demande de monnaie dans la théorie classique

5.2.2. 1.1. Enoncé de la théorie :

Soient:

k : la proportion du revenu que les agents désirent avoir en espèces monétaires.

k est un coefficient de comportement, appelé : le coefficient d'utilisation de la monnaie, le désir de liquidité (coefficient Marshallien). Ce coefficient est supposé donné par les habitudes de paiement et la structure du système bancaire. k est constant et inférieur à 1.

M : besoin d'encaisses des agents économiques

kPy = montant des dépenses des agents économiques:

L'équation de Cambridge:

$$M = kPy$$

5.2.2. 1.2. Formulation

Cette équation suppose que les agents économiques déterminent rationnellement le rapport de leurs encaisses à leur niveau de dépenses. Cette condition d'équilibre n'est vraie que pour une valeur de P qui est la variable d'ajustement.

M = encaisse nominale → **M/P = encaisse réelle**

L'effet d'encaisse réelle: si M augmente → les encaisses > aux besoins des agents ($M > kPY$).

Comme le rapport entre dépenses et encaisses est déterminé rationnellement ; pour conserver cette adéquation, les dépenses vont augmenter → augmentation de la demande de biens et services → les prix augmentent jusqu'à ce que les agents économiques retrouvent la proportion désirée (k) entre leurs encaisses réelles (M/P) et leur revenu réel (y)

5.2.2. 1.3. Interprétation

Les agents économiques expriment une demande de monnaie (sous **forme d'encaisse désirée**) proportionnelle à leur niveau de dépense qui est lui même fonction de leur revenu.

Le besoin d'encaisses des agents économiques est égal au montant de leurs dépenses

5.2.2. 2. La demande de monnaie dans la théorie keynésienne.

Keynes retient trois motifs qui poussent les agents économiques à détenir de la monnaie.

- Les motifs de transaction
- Les motifs de précaution
- Les motifs de spéculation.

5.2.2. 2.1. La demande de monnaie pour les motifs de transaction:

5.2.2. 2.1.1. Les motifs de transaction :

La monnaie est un intermédiaire des échanges c-à-d elle sert pour l'achat et la vente des biens et services. Le motif de transaction qui pousse les agents économiques à détenir de la monnaie provient du fait que les paiements effectués et les versements reçus ne sont pas parfaitement synchrones dans le temps.

Le motif de transaction est appelé par Keynes :

- « motif de revenu » pour le ménage : la monnaie sert à « combler l'intervalle entre l'encaissement et le décaissement du revenu. »
- et « motif professionnel » pour les entreprises : qui exprime le souhait de « combler l'intervalle entre l'époque où l'on assume des frais professionnels et celle où on encaisse le produit de la vente »

Exemple :

Un agent économique reçoit son salaire au début du mois (200 D) et ses dépenses seront effectuées au cours du mois c-à-d échelonnées sur tout le mois. Il va donc, détenir de la monnaie (billets et/ou monnaie scripturale) pour ses besoins de transaction : constituer une encaisse de transaction.

La non synchronisation des recettes et des dépenses qui justifie le motif de transaction, trouve son origine dans les règles institutionnelles et les pratiques conventionnelles : perception du salaire à la fin de chaque mois, paiement des transactions quotidiennes en monnaie et non par crédit, etc...

5.2.2. 2.1.2. La demande de monnaie de transaction: (M^d_T) :

Au niveau national, la demande nationale de monnaie de transaction (M^d_T) est une fonction directe du revenu national ou du produit national. Elle varie dans le même sens que le revenu national.

Soit: $Y = \text{Revenu National}$

$$M^d_T = L_1(Y^+)$$

Exemple: $M^d_T = 0,5 Y$, si $Y = 1000 \text{ um}$ → $M^d_T = 500 \text{ um}$

5.2.2. 2.2. La demande de monnaie pour les motifs de précaution:

5.2.2. 2.2.1. Les motifs de précaution

En plus des motifs de transaction, l'agent économique décide de détenir de la monnaie pour faire face à des événements imprévus (maladie, dépenses exceptionnelles, etc..) Dans ce cas, la monnaie est demandée également pour des motifs de précaution.

Keynes justifie cette encaisse par « *le souci de parer aux éventualités d'une dépense soudaine, l'espoir de profiter d'occasions non prévues d'achats avantageux, et enfin le désir de garder un avoir de valeur nominale immuable pour faire face à une obligation future stipulée en monnaie.* »

5.2.2. 2.2.2. La demande de monnaie de précaution: (M^d_P)

Les déterminants de l'encaisse de précaution ne sont pas explicités par Keynes. Il se contente de fondre les encaisses de transaction et de précaution dans une même fonction de liquidité

$$L_1(Y)^{11} : \quad M^d_P = M^d_T = L_1(Y^+)$$

Ainsi, si la monnaie est demandée pour sa liquidité c-à-d sa disponibilité dans les paiements (et non pour sa fonction de réserve de valeur), la demande de monnaie répond alors aux seuls motifs de transaction et de précaution.

Les encaisses constituées par un agent économique à des fins de précaution et de transaction varient en fonction de son revenu.

5.2.2. 2.3. La demande de monnaie pour les motifs de spéculations:

5.2.2. 2.3.1. Les motifs de spéculations :

La prise en compte des préférences des agents économiques pour la monnaie comme forme de richesse constitue le principal apport de Keynes à la demande de monnaie.

Avec ce motif, Keynes prend en compte la fonction de réserve de valeur de la monnaie en plus de sa fonction de moyen de paiement.

¹¹ A LAVIGNE ET J.P. POLLIN: Les théories monétaires, p.29

La constitution d'encaissements de spéculation est justifiée par Keynes du fait de « *l'incertitude quant à l'avenir du taux d'intérêt* ».

Dans ce cas, les agents économiques constituent des encaissements de spéculation dans une perspective d'arbitrage entre monnaie et titres dans un environnement prévisible.

5.2.2. 2.3.2. La demande de monnaie de spéculation: (M^d_s):

La demande de monnaie pour des motifs de spéculation (M^d_s) traduit le comportement des agents économiques à constituer une encaisse monétaire afin de profiter des fluctuations du cours des titres boursiers. Elle traduit la préférence pour la liquidité des agents économiques: (PPL)

La demande de monnaie de spéculation (M^d_s) est une fonction continue et inverse du taux d'intérêt:

$$(M^d_s) = L_2 (i^-)$$

Exemple: $M^d_s = 2500 - 10\,000 i$

Comment se fixe le prix d'un titre?

Comment prévoir l'évolution future du prix des titres?

Prenons l'exemple d'une obligation caractérisée par

- une valeur nominale ou un prix à l'émission: P

- un taux d'intérêt facial: i

- un coupon perçu (Revenu): $C = i \times P$

Pour un à revenu constant ou à coupon zéro, il y a une relation inverse entre le prix du titre et le taux d'intérêt

$$i = C/P \rightarrow P = C/i, \text{ Si } C = 1D \rightarrow P = 1/i$$

1^{er} Cas : $\Delta i < 0$

Si le taux d'intérêt baisse, le cours des obligations augmente. Le spéculateur, vend les titres pour réaliser un profit contre de la monnaie. L'encaisse de monnaie de spéculation augmente en conséquence.

$i \downarrow \implies$ cours des obligations $\uparrow \implies$ Vente de titres contre monnaie $\uparrow \implies$ Mds

2^{ème} Cas : $\Delta i > 0$

Inversement, si le taux d'intérêt augmente, le cours des titres a revenu fixe baisse, le spéculateur va acheter des titres contre de la monnaie détenue pour ce motif de spéculation en prévision d'une hausse future des cours. Ainsi l'encaisse pour des motifs de spéculation (Mds) diminue.

$i \uparrow \implies$ cours des obligations $\downarrow \implies$ Achat de titres contre monnaie $\downarrow \implies$ Mds

5.2.2. 2.4. La demande de monnaie globale:

Pour Keynes, la demande totale de monnaie (Md) est la somme de la demande de monnaie à des fins de transaction et de précaution et la demande de monnaie pour des motifs de spéculation

$$\mathbf{M^d = M^d_T + M^d_S}$$

$$\mathbf{M^d = L_1 (Y^+) + L_2 (i^-)}$$

Ainsi, si le taux d'intérêt diminue, la demande de monnaie augmente.

Keynes a démontré qu'il existe un taux d'intérêt minimum à partir duquel la demande de monnaie pour des motifs de spéculation présente une élasticité infinie c-a-d qu'elle augmente indéfiniment (Mds $\rightarrow +\infty$). Cette situation rend compte de l'existence d'une "trappe de liquidité". Si tous les agents économiques adoptent le même comportement, personne ne veut plus acheter de titres: la demande de monnaie est infinie.

Cette trappe de liquidité s'explique par le fait que le taux d'intérêt atteint un seuil minimum au-dessous duquel les spéculateurs anticipent une hausse de taux. La demande de monnaie Mds absorbe toute l'épargne disponible.

Le taux d'intérêt maximum est tel que personne n'anticipe alors de hausse de i . Tout le monde anticipe une baisse de i et donc une hausse du prix des titres et par conséquent détient des titres: la demande de monnaie (M_d) est nulle.

Si on pose que l'offre de monnaie M_o est exogène, il est possible de déterminer, selon la conception Keynésienne, le taux d'intérêt pour lequel le marché de la monnaie est équilibré.

Ainsi, à l'équilibre, on a: $M_o = M_d$

Pour $Y = Y_1$ (puisque Y est constant à court terme), on a: $M_o = L_1(Y_1) + L_2(i) \rightarrow i^*$

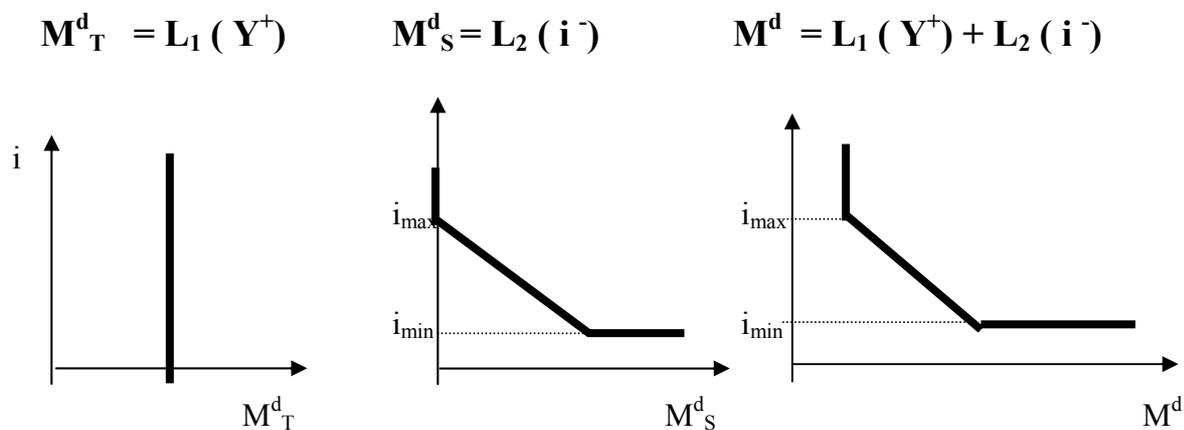
En cas de variation de l'offre de monnaie l'équilibre sur le marché de la monnaie varie.

Ainsi, si l'offre de monnaie augmente $M_1 > M_o$, le taux d'intérêt diminue, pour une demande de monnaie stable.

Cette baisse du taux d'intérêt se poursuit au fur et à mesure que l'offre de monnaie augmente jusqu'à un certain taux minimum à partir duquel l'économie se situe dans la zone de trappe de liquidité. Tout accroissement de l'offre de monnaie n'a plus d'effet sur le taux d'intérêt qui se stabilise à ce niveau minimum.

La demande de monnaie établie par Keynes est une demande de monnaie de transactions et de précaution et une demande de monnaie de spéculation:

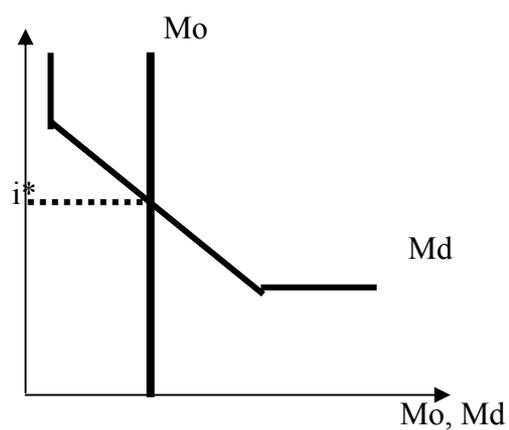
**REPRESENTATIONS GRAPHIQUES:
LA DEMANDE DE MONNAIE DE KEYNES:**



L'EQUILIBRE MONETAIRE KEYNESIEN:

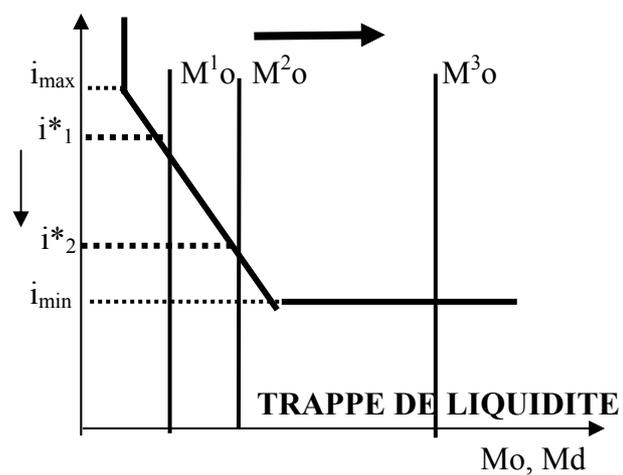
EQUILIBRE/ MM

$M_o = M_d$



$\Delta M_o > 0$ et $\Delta M_d = 0$

POLITIQUE MONETAIRE EXPANSIVE



5.2.3. Le modèle de Baumol.

Le modèle de Baumol représente un prolongement de la demande de monnaie pour des motifs de transaction de Keynes en y intégrant, en plus du revenu, le taux d'intérêt comme variable explicative.

On considère un individu qui perçoit un revenu monétaire selon une périodicité régulière: au début de chaque mois.

Il dépense ce revenu au cours du mois de manière régulière et exhaustive.

Il dégage une épargne quotidienne positive correspondant à la fraction non consommée de son revenu monétaire. Il a le choix de répartir son revenu monétaire entre monnaie (billet ou monnaie scripturale: actif liquide non rémunéré) et titres (obligations ou épargne bancaire: actifs rémunérés non risqués, peu liquides mais facilement transformables en monnaie)

S'il garde son revenu sous forme de monnaie, il supporte un **coût d'opportunité** c'est à dire un manque à gagner en termes d'intérêt reçus

S'il transforme tout son revenu en titres, il subit un **coût de courtage** sous forme de commissions payées aux institutions financières pour convertir les titres en monnaie ainsi que d'autres frais (frais de déplacement, temps perdu...)

5.2.3. 1. La problématique:

Comment déterminer le partage optimal entre monnaie et titres? Quelle est l'encaisse monétaire moyenne optimale que l'individu doit détenir mensuellement?

La résolution de ce problème a été établie par M ALLAIS en 1947, puis développée par W. BAUMOL en 1952 et complétée par J. TOBIN en 1956.

Soit un individu qui reçoit son salaire mensuel(S) sous forme liquide (billets ou monnaie scripturale) le premier jour de chaque mois. On suppose qu'il consomme ce salaire sur tout le mois de telle sorte qu'à la fin du mois il devient nul. On néglige l'augmentation de son revenu du fait des intérêts perçus de ses placements.

5.2.3. 2. Les variables et relations:

Soient les variables suivantes:

- r = le taux d'intérêt créditeur :
- $r = 0$, pour les dépôts à vue et les billets de banques (la monnaie)
- $r = r_1 > 0$, pour les placements (en quasi-monnaie ou en titres)

- b = le coût unitaire des transactions. Par exemple, les frais de conversion payés par l'individu à chaque fois qu'il convertit son placement en monnaie (coûts de transport, frais de courtages, etc...)
- T = le nombre des transactions c-à-d le nombre de fois que les frais de conversion sont engagés.
- C = Le montant moyen des transactions c-à-d le montant moyen de monnaie retiré à chaque transactions (retrait de monnaie de son livret d'épargne, vente de titres...)

$$C = S / T$$

- M = L'encaisse monétaire moyenne c-à-d la moyenne des encaisses liquides détenues au cours du mois

$$M = 1/2 (S/T) = 1/2 C$$

- I_p = Le montant des intérêts perdus du fait de la détention du salaire sous forme de monnaie

$$I_p = r_1 M = r_1 C/2 = r_1 S/2T$$

- CT = Le coût total supporté par l'individu sous forme de frais de transactions et d'intérêts perdus

$$CT = \text{frais de transactions} + I_p$$

$$CT = bT + r_1 C/2$$

$$CT = b S/C + r_1 C/2$$

L'individu doit gérer son salaire, totalement destiné à la consommation au cours du mois, en arbitrant entre la monnaie et le placement. Plus il garde son salaire sous forme monétaire plus il aura à supporter un coût important.

Application

Supposons que:

$$S = 900 \text{ D}$$

$$r_1 = 10\%$$

$$b = 0,500 \text{ D}$$

1er cas: L'individu retire en une seule fois son salaire de la banque: $T = 1$

$$S = 900 \text{ D}$$

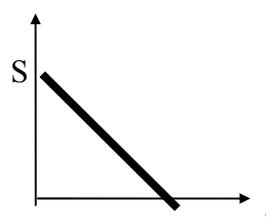
$$C = S/T = 900 \text{ D}$$

$$M = C/2 = 450 \text{ D}$$

$$I_p = r_1 M = 45 \text{ D}$$

$$CT = bT + r_1 M$$

$$CT = 0,5 \times 1 + 45 = 45,500 \text{ D}$$



2ème Cas: $T = 2$ On suppose que l'individu fait 2 retraits le 1 et le 15 du mois

Ainsi, il garde la moitié de son avoir sous forme monétaire pour la consommer au cours de la première quinzaine et place l'autre moitié pour 15 jours qu'il consomme au cours de la deuxième quinzaine.

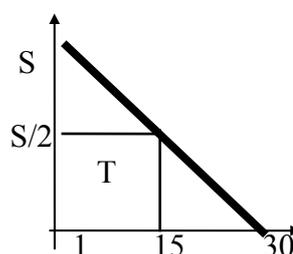
$$S = 900 \text{ D}$$

$$C = S/2 = 450 \text{ D}$$

$$M = C/2 = 225 \text{ D}$$

$$I_p = 0.1 \times 225 = 22,500 \text{ D}$$

$$CT = 0,5 \times 2 + 22,5 = 23,500 \text{ D}$$



3ème CAS: $T = 3$. On suppose que l'individu fait 3 retraits (un retrait chaque dizaine de jours)

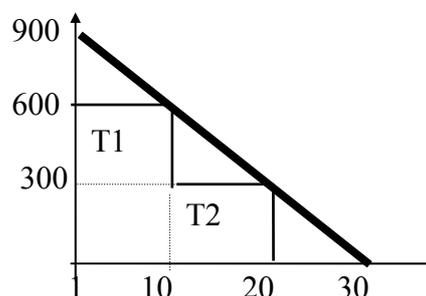
$$S = 900 \text{ D}$$

$$C = S/T = 300 \text{ D}$$

$$M = C/2 = 150 \text{ D}$$

$$I_p = 0.1 \times 150 = 15 \text{ D}$$

$$CT = 0,5 \times 3 + 15 = 16,500 \text{ D}$$



Ainsi, **plus l'encaisse pour des motifs de transactions (M) diminue, plus le coût supporté par l'individu est faible**

5.2.3. 3. Résultats :

Le problème pour l'individu consiste, alors à déterminer le montant optimal des transactions, le nombre optimal des transactions et l'encaisse monétaire optimale.

1^{er} Résultat : Le montant optimal des transactions (des retraits) C^* :

$$CT = bT + r_1 c/2 = b S/C + r_1 C/2$$

Il s'agit pour l'individu de minimiser ce coût total

$$\text{Or: Min CT} \iff dCT/dC = 0$$

$$\text{D'où : } -b S/C^2 + r_1/2 = 0$$

$$bS/C^2 = r_1/2$$

$$C^2 = 2 bS/ r_1$$

$$C^* = \sqrt{2bS/ r_1}$$

2^{ème} Résultat : Le nombre optimal des transactions (T^*):

$$T = S/C \iff T^2 = S^2 / C^2 \iff T^2 = r_1 S^2 / 2bS$$

$$T^* = \sqrt{r_1 S/ 2b}$$

3^{ème} Résultat : L'encaisse monétaire optimale (M^*):

$$M = C/2 \iff M^2 = C^2 / 4 \iff M^2 = 2bS/ 4 r_1$$

$$M^2 = bS/ 2 r_1$$

$$M^* = \sqrt{bS/ 2 r_1}$$

Application numérique:

$$\begin{aligned} S &= 900 \text{ D} \\ r_1 &= 10\% \\ b &= 0,500 \text{ D} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} C^* &= 95 \text{ D} \\ T^* &= 9 \text{ D} \\ M^* &= 47 \text{ D} \end{aligned}$$

$$CT = (\frac{1}{2} \times 9) + (0,1 \times 47) = 9,250 \text{ D}$$

5.2.3. 4. Comment évoluent C^* , T^* et M^* en fonction de b , r et S ?

| | $C = (2bS/r_1)^{1/2}$ | $T^* = (r_1S/2b)^{1/2}$ | $M^* = (bS/2r_1)^{1/2}$ |
|---|-----------------------|-------------------------|-------------------------|
| $\Delta b > 0$ ($\Delta S = \Delta r = 0$) | + | - | + |
| $\Delta r > 0$ ($\Delta b = \Delta S = 0$) | - | + | - |
| $\Delta S > 0$ ($\Delta b = \Delta r = 0$) | + | + | + |

Soit Md/P = la demande de monnaie réelle

$$M^* = Md/P = \sqrt{bS/2r_1}$$

Si on se place au niveau macro-économique : $S = Y$ (revenu national)

$$Md/P = \sqrt{bY/2r_1}$$

$$Md = f(r_-, Y_+)$$

CONCLUSION :

La demande réelle d'encaisse de transactions est proportionnelle à la racine carrée du volume des transactions (S) et inversement proportionnelle à la racine carrée du taux d'intérêt. Il y a une relation entre la monnaie et le taux d'intérêt en l'absence d'une encaisse de spéculation.

5.3. LA MASSE MONETAIRE ET SES CONTREPARTIES

5.3.1. La masse monétaire :

5.3.1.1. Définition :

La monnaie peut être détenue par plusieurs agents économiques:

- Les particuliers (ménages), l'Etat et les entreprises: les agents non financiers (ANF)
- Les institutions financières (banques): Agents financiers.

L'ensemble des moyens de paiement détenus par les agents non financiers, constitue le stock monétaire d'un pays c-à-d la masse du pouvoir d'achat disponible et susceptible de se porter sur les marchés. Ce stock de moyens de paiement est appelé masse monétaire.

5.3.1.2. Les agrégats monétaires :

Un agrégat monétaire est une mesure comptable de la monnaie en circulation. Son calcul présente plusieurs intérêts dans l'analyse monétaire d'une économie.

5.3.1.3. Repérage statistique:

La masse monétaire est mise à la disposition des agents non financiers. Elle sert à assurer l'ensemble de leurs transactions.

La monnaie est un élément du patrimoine d'un agent non financier, elle se trouve à l'actif de son bilan.

Pour les intermédiaires financiers, la monnaie est une dette vis-à-vis de sa clientèle. Elle se trouve au passif du bilan.

Nous pouvons donc mesurer la masse monétaire de deux façons :

- par la somme des actifs monétaires détenus par les ANF. Ils sont inscrits à l'actif de leur bilan.
- par la somme des actifs monétaires émis par les intermédiaires financiers. Ils sont inscrits au passif de leur bilan.

La monnaie détenue par les institutions financières n'est pas en circulation dans l'économie. Elle n'est pas comptabilisée dans la masse monétaire.

5.3.1.4. Utilité et objet des agrégats monétaires:

Le calcul et l'observation d'un agrégat monétaire présente plusieurs intérêts :

- **Analyse des comportements financiers des agents économiques** : l'évolution de la structure de la masse monétaire au cours du temps reflète les changements de comportement des agents économiques face aux actifs monétaires. L'analyse des agrégats indique les mouvements de substitution entre les divers éléments de la masse monétaire.
- **Les agrégats sont des cibles de politique monétaire** : les autorités monétaires tentent de contrôler les agrégats monétaires en déterminant des normes de croissance.
- **Calcul de la vitesse de circulation de la monnaie: V**

Définition: nombre de transactions que finance un stock donné de monnaie au cours d'une période.

Mesure: $PIB / M = \text{vitesse-revenu}$.

Le calcul de la vitesse de circulation de la monnaie a un double intérêt :

- en tant qu'indice conjoncturel puisque la croissance économique est souvent associée à une augmentation de V.
- en tant qu'indice structurel puisque l'évolution tendancielle de V reflète les changements profonds dans les habitudes de paiement des ANF.

- **Calcul du taux de liquidité de l'économie:**

C'est le rapport d'un indicateur de la masse monétaire sur le PIB.

Taux de liquidité : $TL = MM / PIB = M3/PIB = \text{quantité de monnaie pour une unité de production}$

$TL = 60,7\%$ en 2005 c a d il faut 0,6 unité de monnaie au sens de M3 pour une unité de production.

Plus le taux de liquidité augmente, plus les agents économiques manifestent une préférence pour les actifs liquides.

La mesure du taux de liquidité est importante. En effet, lorsqu'une économie est très liquide, les ménages et les entreprises détiennent un volume important de monnaie qui peut alimenter une forte demande de consommation et provoquer des tensions inflationnistes.

Par contre, lorsque l'économie manque de liquidités, il s'ensuit un manque de financement pour les entreprises ; ce qui entraîne un frein à la production et à la croissance économique.

5.3.1.5. Définition et choix des agrégats monétaires:

La définition et le choix des agrégats monétaires pose un double problème :

- Problème de frontière entre actif monétaire (AM) et actif non monétaire (ANM). :
Comment distinguer entre ces deux types d'actifs?
- Problème de composition de la masse monétaire : Comment classer les différentes formes d'actifs monétaires?

Les innovations financières, la déréglementation et la mondialisation des économies, ont rendu de plus en plus difficile la séparation entre actifs monétaires et actifs non monétaires.

La masse monétaire est désormais constituée « des moyens de paiements immédiats ou différés et d'actifs financiers que les agents économiques considèrent comme pouvant être utilisés en règlement des transactions après conversion facile et rapide en moyens de paiement sans risque important de perte en capital. »

La gestion et/ou l'émission d'actifs monétaires ne sont plus limitées aux seules institutions financières.

Les titres émis par les entreprises (les billets de trésorerie) et l'Etat (les bons du trésor), sont assimilés par leurs détenteurs aux actifs émis ou gérés par les établissements bancaires.

Exemple: distinction entre actifs monétaires et valeurs mobilières

Les valeurs mobilières (les actions et les obligations):

1°) ne deviennent liquides qu'après négociation sur un marché secondaire, ce qui implique un risque de perte en capital et suppose, dans la plupart des cas, un prélèvement sur les encaisses de l'acquéreur des titres.

2°) La cession de valeurs mobilières, s'effectuait entre agents non financiers : les banques intervenaient peu sur le marché financier, et ne donnait lieu qu'à un transfert d'encaisses: Elle était sans conséquences sur la masse monétaire.

Les Valeurs Mobilières sont EXCLUES DE LA MASSE MONETAIRE

5.3.1.5.1. L'agrégat M1 : les disponibilités monétaires:

M1= billets de banque + pièces de monnaie + monnaie scripturale

Monnaie divisionnaire= pièces de monnaie

Monnaie fiduciaire (MF) = monnaie divisionnaire+ billets de banque

Monnaie scripturale (MS) = ensemble des avoirs à vue transférables auprès des banques de dépôts et du CCP.

5.3.1.5.2. L'agrégat M2:

M2= M1 + QM

QM= quasi-monnaie : épargne liquide

QM est constituées par :

- dépôts à terme (comptes à terme + bons de caisse)
- certificats de dépôts
- comptes spéciaux d'épargne
- autres produits d'épargne
- avoirs en devises ou en dinars convertibles
- autres sommes dues à la clientèle

5.3.1.5.3. L'agrégat M3:

$$\boxed{M3=M2+E.A.}$$

EA : Epargne affectée (M3-M2) = **dépôts d'épargne logement (EL)** + **dépôts d'épargne projet et investissement (EPI)** + **emprunts obligataires à + d'un an (EO)**

5.3.1.5.4. L'agrégat M4:

$$M4 = M3 + ATCN$$

Ou bien $M4 = MF + MS + QM + EA + ATCN$

ATCN: autres titres de créance négociables = Titres émis par l'Etat + Billets de trésorerie

➤ **La BCT calcule la MM à partir du bilan consolidé du ;**

- système monétaire (SM) : $BCT + B^{12} + CCP$
- système financier résident (SFR): $SM + EL^{13} + CEP^{14}$
- système financier global (SFG): SFR + Banques off-shore

5.3.2. Les contreparties de la masse monétaire

Elles représentent les sources de création monétaire réalisée par le système financier.

La mesure des contreparties est effectuée à partir du bilan consolidé du système financier:

Le passif est constitué des dettes du système financier envers les agents économiques dont le total constitue **la masse monétaire** et les autres ressources stables (ressources spéciales, fonds propres et divers)

L'actif est composé des créances sur ces mêmes agents économiques qui constituent les contreparties des ressources du système financier dont le total est égal aux **contreparties de la masse monétaire** et les autres postes d'actif.

Il est possible de dégager deux principales contreparties de la masse monétaire à savoir respectivement la création monétaire d'origine externe et celle qui est d'origine interne.

5.3.2.1. La contrepartie d'origine externe :

Elle représente l'incidence des relations avec l'étranger sur les encaisses des résidents

Elle est composée des avoirs extérieurs nets gérés par la BCT et le solde des engagements et des créances des autres établissements du système financier vis à vis de l'extérieur.

¹² B : banques telles que définies par la loi 2001 sur les établissements de crédit.

¹³ EL : établissements de leasing.

¹⁴ CEP : centre d'épargne postale.

Cette contrepartie est mesurée par : LES CREANCES NETTES SUR L'EXTERIEUR :

- 1- de la Banque Centrale de Tunisie
- 2- des autres établissements du système financier

5.3.2.2. La contrepartie d'origine interne (le crédit interne):

Le crédit interne regroupe les créances nettes sur l'Etat et les concours à l'économie.

5.3.2.2.1. Les créances nettes sur l'Etat:

Cette contrepartie représente la création monétaire liée au financement des opérations de l'Etat soit sous forme de crédits accordés à l'Etat, soit sous forme de bons du Trésor négociables détenus par les établissements financiers et les agents non financiers.

Les créances nettes sur l'Etat sont mesurées par :

- les créances nettes sur l'Etat de la BCT
- les créances sur l'Etat du CEP
- les créances sur l'Etat des banques et des établissements de leasing
- la contrepartie des dépôts des entreprises et des particuliers au CCP
- les titres de l'Etat auprès du public.

5.3.2.2.2. Les concours à l'économie:

Il s'agit de l'ensemble des financements consentis par le système financier à l'économie sous forme de crédits et de portefeuille-titres.

- **Les crédits à l'économie sont composés par :**
 - les crédits de la BCT
 - les crédits des banques et des établissements de leasing
 - les billets de trésorerie.
- **Le portefeuille-titres :** prises de participation dans le capital des entreprises.

STRUCTURE DES RESSOURCES DU SYSTEME FINANCIER ET DE SES CONTREPARTIES
(y compris les instruments du marché)

| RESSOURCES | CONTREPARTIES |
|---|--|
| AGREGAT M4 MASSE MONETAIRE M3 MASSE MONETAIRE M2 MONNAIE M1 <i>Monnaie fiduciaire</i> Billets & monnaie en circulation Moins:Encaisse des banques Encaisse du Trésor <i>Monnaie scripturale</i> Dépôts des entreprises & particuliers à la BCT Dépôts monétaires aux banques Dépôts des entreprises & particuliers au CCP ³ C/C ordinaires des banques non-résidentes Créances des autres établissements financiers QUASI-MONNAIE Entreprises et particuliers Dépôts à terme Certificats de dépôts Comptes spéciaux d'épargne Autres produits d'épargne Avoirs en devises ou en dinars convertibles Autres sommes dues à la clientèle Dépôts à la CEP ⁴ M3-M2 Obligations & emprunts à plus d'un an Epargne-Logement Epargne-Projets Epargne-investissements M4-M3 Titres de l'Etat auprès du public Billets de trésorerie RESSOURCES SPECIALES FONDS PROPRES BCT Banques de dépôts Banques de développement & AEC ² AUTRES RESSOURCES Allocation de DTS Autres ressources BCT Autres ressources Banques dépôts Autres ressources BDEV ¹ & AEC ² Banques de dépôts Banques de développement & AEC ² CEP ⁴ | I- CREANCES NETTES SUR L'EXTERIEUR I.1- Avoirs extérieurs I.1.1- Avoirs extérieurs de la BCT I.1.1.1- Réserves internationales I.1.1.2- Réescomptes/étranger (dinars+devises) I.1.1.3- Titres de placement en devises I.1.2- Banques de dépôts I.1.3- Banques de développement & AEC ² I.2- Moins: Engagements extérieurs II- CREANCES NETTES SUR L'ETAT II.1- Créances nettes BCT/Etat II.1.1- Créances BCT/Etat II.1.2- Moins:Créances Etat/BCT II.2- Créances Banques dépôts/Etat II.3- Créances nettes BDEV¹ & AEC²/Etat II.4- Contreparties des dépôts des Entreprises et particuliers au CCP³ II.5- Créances du CEP⁴/Etat II.6- Titres de l'Etat auprès du public III- CONCOURS A L'ECONOMIE III.1- Crédits à l'économie III.1.1- Crédits de la BCT III.1.1.1- Réescompte sur la Tunisie III.1.1.2- Autres concours de la BCT III.1.1.3- Interventions BCT/Marché Monétaire III.1.1.4- Avance spéciale III.1.1.5- Créances achetées ferme III.1.2- Crédits des banques dépôts III.1.3- Crédits des Banques de Développement & AEC² III.1.4- Billets de Trésorerie III.2- Portefeuille-titres III.2.1- Banques de dépôts III.2.2- Banques de Développement & AEC ² |

Source: www.bct.gov.tn

(1) BDEV: Banques de Développement. (2) AEC: Autres établissements de crédit. (3) CCP: Centre des Chèques Postaux. (4) CEP: Caisse d'Epargne Nationale de Tunisie.

5.4. LES TAUX D'INTERET

L'analyse du phénomène de l'intérêt implique, après présentation d'une définition, une mise en évidence des procédures de détermination, ainsi qu'une réflexion sur le rôle joué par cette variable dans la dynamique économique.

5.4.1. Le concept de taux d'intérêt :

L'économiste Paul Samuelson définit l'intérêt et le taux d'intérêt en ces termes :

« L'intérêt est le versement effectué pour l'usage de la monnaie. Le taux d'intérêt est le montant de l'intérêt versé par unité de temps. En d'autres termes, les gens doivent payer la possibilité d'emprunter de l'argent. Le taux d'intérêt est le coût de l'emprunt de l'argent. »¹⁵

Ainsi, l'intérêt est le prix payé pour l'utilisation dans le temps de la monnaie.

Il est exprimé, en général, sous forme d'un taux prélevé ou gagné par période, d'où l'expression de taux d'intérêt.

Le taux d'intérêt représente le prix de l'argent, mais aussi le prix du temps puisqu'il compense le sacrifice de la liquidité consenti par le créancier. Ce sacrifice permet à l'emprunteur (État, particulier, entreprise...) de bénéficier de liquidités immédiates, et il fait l'objet d'un dédommagement : le créancier (par exemple, la banque), avant de récupérer à l'échéance le capital, percevra les intérêts sur ce capital.

Le taux d'intérêt est la **rémunération du capital prêté**, versé par l'emprunteur au prêteur. Il a une forte importance économique dans la mesure où il permet aux entreprises et aux ménages d'investir, d'accéder à la consommation et aussi de placer des **liquidités**.

5.4.2. Les différentes catégories de taux d'intérêt

Dans une économie donnée, on observe toute une gamme de taux d'intérêt qui répond à des anticipations et à des risques différents

¹⁵ SAMUELSON P.A, NORDHAUS W.D. : Macroéconomie . p703

5.4.2.1. Le mode d'évaluation : réel ou nominal :

Le taux d'intérêt nominal est une variable en **valeur** qui s'oppose au taux d'intérêt réel qui prend en compte la hausse des prix.

Selon l'économiste Irving FISHER, le taux d'intérêt nominal est la somme du taux d'intérêt réel et du taux d'inflation anticipé.

Cette relation est appelée l'équation ou l'effet de FISHER :

$$i = r + (\Delta P/P)^a \quad (1)$$

Avec :

i : taux d'intérêt nominal

r : taux d'intérêt réel

$(\Delta P/P)^a$ = taux d'inflation anticipé

Ainsi, en période d'anticipations inflationnistes, le taux d'intérêt a tendance « à être élevé quand le niveau des prix est en hausse et bas quand le niveau des prix est en baisse ». De plus, dans un processus inflationniste, les ajustements ne se font pas immédiatement, il en résulte que l'apparition de taux élevés est décalée par rapport à l'inflation actuelle.

Fisher ajoute « le taux d'intérêt a nettement tendance à être élevé quand le niveau des prix est élevé et bas dans le cas inverse ».

A partir de l'équation (1), le taux d'intérêt réel est égal au taux d'intérêt nominal corrigé de l'augmentation des prix :

$$r = i - (\Delta P/P)^a \quad (2)$$

Le taux d'intérêt réel reflète des facteurs de longue durée, telles que la productivité du capital et les habitudes d'épargne des agents économiques.

Trois cas sont possibles :

- **Cas N°1 : $r = i$** , lorsque les agents économiques prédisent une stabilité des prix ($(\Delta P/P)^a = 0$)
- **Cas N°2 : $r < 0$** , lorsque le taux d'inflation anticipée est supérieur au taux d'intérêt nominal. Cette phase correspond à une situation qualifiée de « répression financière ».

➤ **Cas N°3 : $r > 0$** , lorsque le taux d'inflation est faible et inférieur au taux d'intérêt nominal.

Un taux d'intérêt négatif favorise les emprunteurs au détriment des créanciers. En effet, l'augmentation continue des prix diminue le pouvoir d'achat futur des ménages mais allège en même temps le poids de la dette

Un taux d'intérêt réel élevé peut ne pas être un obstacle à l'investissement, par exemple dans la mesure où l'inflation est forte.

L'effet Fisher est la théorie selon laquelle le taux d'intérêt nominal s'élève proportionnellement au taux d'inflation anticipé, tandis que le taux d'intérêt réel est bas et relativement constant.

Les principales conséquences de la théorie de FISHER :

1°) La relation de Fisher est au centre de la théorie monétaire néoclassique selon laquelle, il existe un taux d'intérêt réel « naturel » établi par les forces du marché.

2°) La banque centrale ne peut influencer directement le niveau des taux d'intérêt nominaux que si elle réussit, en même temps, à modifier les anticipations des agents économiques concernant l'inflation. Ainsi une baisse, par exemple, du taux d'intérêt nominal par l'accroissement de liquidités monétaires sera suivie par deux effets qui agissent en sens contraires :

- un effet revenu sur la demande d'encaisses monétaires qui engendre une pression à la hausse sur le taux d'intérêt : la baisse du taux d'intérêt est de nature à stimuler le revenu national (ou le produit intérieur brut)
- un effet Fisher à long terme qui entraîne un ajustement à la hausse du taux d'intérêt nominal puisque le taux d'intérêt réel est, supposé, relativement stable : Les agents économiques, surtout les prêteurs, prévoient que la monnaie supplémentaire injectée par la banque centrale créera, en définitive, de l'inflation. Pour se prémunir, ils exigeront une prime d'inflation pour leurs prêts. Dans ces circonstances, le taux d'intérêt nominal atteindra un niveau supérieur au taux d'intérêt initial en intégrant le taux d'inflation anticipée.

3°) L'effet de DARBY : L'économiste américain M.R. DARBY a modifié l'équation de FISHER de façon à tenir compte de l'effet des impôts sur le taux d'intérêt nominal.

En effet, les taux d'intérêt nominaux, même ajustés en fonction de l'inflation anticipée, ne représente pas le rendement réel pour les prêteurs ni le coût réel pour les emprunteurs : il faut mesurer le taux d'intérêt réel après impôts.

Pour un investisseur ou un emprunteur, il est important d'ajuster le taux d'intérêt nominal en fonction du taux d'imposition et du taux d'inflation anticipée.

Ainsi l'équation simple de FISHER (2) devient :

$$r = i - (\Delta P/P)^a \Rightarrow r_{at} = i_{at} - (\Delta P/P)^a \quad (3)$$

Avec:

r_{at} = taux d'intérêt réel après impôts

i_{at} = taux d'intérêt nominal après impôts

Si on considère t comme le taux d'imposition moyen, la relation entre le taux d'intérêt nominal après impôts (i_{at}) et le taux d'intérêt du marché (i) est de la forme suivante :

$$i_{at} = (1-t) i$$

La relation (3) devient : $r_{at} = (1-t) i - (\Delta P/P)^a$

D'où l'équation de Fisher avec impôt :

$$i = (r_{at} + (\Delta P/P)^a) / (1-t) \quad (4)$$

Le taux d'intérêt nominal doit s'élever d'un pourcentage supérieur au taux d'inflation anticipé pour que le taux d'intérêt réel après impôts demeure constant.

L'équation de FISHER avec impôt s'écrit également comme suit :

$$\begin{array}{ccc} \text{Effet de Fisher} & & \text{Effet de Darby} \\ \downarrow & & \downarrow \\ i = r (\Delta P/P)^a & + & (t / (1-t)) (\Delta P/P)^a \quad (5) \end{array}$$

Avec $r = r_{at} / (1-t)$

Le terme $(t / (1-t)) (\Delta P/P)^a$ représente la hausse additionnelle du taux d'intérêt nominal afin de compenser les pertes que les impôts font subir aux investisseurs.

Ainsi, le taux d'intérêt nominal comprend trois éléments : le taux d'intérêt réel avants impôts, le taux d'inflation et le taux d'imposition

5.4.2.2. Le terme ou le délai de remboursement (ou de placement) :

On distingue les taux à court terme (taux courts) des taux à long terme (taux longs).

Les taux courts, représentés par les niveaux des taux d'intérêt «au jour le jour» (jusqu'à une semaine) et «à court terme» (jusqu'à un an), sont déterminés sur le marché monétaire. Par contre les taux longs, sous forme de taux d'intérêt des emprunts de l'Etat (bons du Trésor) ou des emprunts obligataires des entreprises, sont déterminés sur le marché financier.

Généralement les taux longs sont supérieurs aux taux courts : les agents économiques sont disposés à renoncer à la disponibilité immédiate de leurs fonds (liquidité) que s'ils peuvent accroître leur rendement.

La structure des taux d'intérêt c'est à dire de la relation entre le taux d'intérêt et la maturité.

L'allure de la structure des taux peut être :

- Ascendante, lorsque les taux courts sont inférieurs aux taux longs.
- Descendante, lorsque les taux courts sont supérieurs aux taux longs.
- Plate, lorsque les taux sont identiques pour toutes les échéances.

Les économistes ont avancé trois hypothèses pour expliquer la configuration des taux d'intérêt :

1°) La théorie de la préférence pour la liquidité : selon laquelle, les investisseurs donnent une prime à la liquidité c'est à dire à la possibilité de convertir rapidement et sans perte un actif en monnaie. Comme les titres à court terme sont relativement plus liquides que les titres à long terme, ils auront un prix plus élevé et par conséquent un rendement plus faible que les titres à long terme. L'inconvénient de cette explication est de considérer tous les investisseurs préférant un même horizon de temps. Or, tous les investisseurs ne cherchent pas, nécessairement, à investir à court terme.

2°) La théorie de la segmentation : Cette théorie se fonde sur le fait qu'il existe des investisseurs préférant le long terme (caisses de retraite, les assurances, ...) et d'autres qui préfèrent le court terme (fonds de placement, les banques, ...). Il existe, ainsi, des marchés séparés pour les titres à revenu fixe d'échéances courtes et longues et que l'offre et la demande déterminent sur chaque marché les rendements respectifs des titres à court terme et long terme. L'inconvénient majeur de cette théorie est l'absence de mobilité des capitaux entre des titres d'échéance différente. Même s'il n'existe pas une substituabilité parfaite entre titres de durées différentes, les investisseurs ou les émetteurs de titres peuvent changer la structure des échéances des titres de leurs portefeuilles.

3°) La théorie des anticipations : Les anticipations des investisseurs sur les futurs taux à court terme déterminent la relation entre les rendements à court terme et à long terme.

Selon cette hypothèse, placer de l'argent sur une période de 2 ans doit être équivalent à placer de l'argent pendant un an puis de placer la somme reçue au terme de la première année à nouveau pendant un an.

EXEMPLE

Soient :

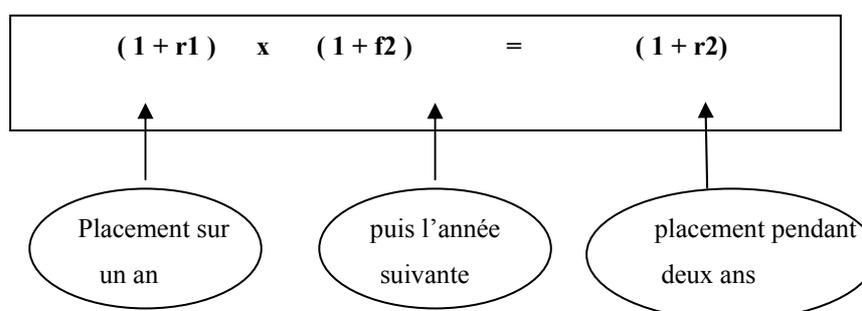
r_1 : taux d'intérêt à court terme (spot) à un an

r_2 : taux d'intérêt spot à deux ans

f_2 : taux d'intérêt à terme (forward) dans un an à un an

Le taux d'intérêt à court terme à deux ans est donné

par la formule est la suivante :

$$(1 + r_1) \times (1 + f_2) = (1 + r_2)$$


A.N.: $r_1 = 4\%$,

$f_2 = 5\%$

$$r_2 = \sqrt{(1,04 \times 1,05)} - 1 \rightarrow \underline{r_2 = 4,5\%}$$

L'hypothèse de base de cette théorie est à l'opposé de la théorie de la segmentation du marché : tous les titres, quelle que soit leur échéance, sont des substituts parfaits. Ce qui n'est pas toujours le cas.

La principale critique adressée à cette théorie est l'hypothèse selon laquelle les investisseurs peuvent prévoir avec **précision** les taux d'intérêt à court terme futurs, c'est à dire que l'on vit dans un monde certain. Or dans la réalité, on observe que les taux à terme ne sont pas de bons estimateurs des taux à court terme futurs.

Dans l'état actuel des connaissances, la théorie des anticipations est la plus proche pour expliquer le mieux la structure des taux d'intérêt et par voie de conséquence, la diversité des

formes des courbes de rendement. Il faut, cependant, tenir compte de l'attitude des investisseurs face au risque ainsi que de leurs préférences en matière d'échéance.

5.4.2.3. Le risque :

Certains prêts (ou placements) sont sans risque tandis que d'autres sont à risque élevé. Les épargnants exigent le versement d'une prime de risque lorsqu'ils investissent dans des placements risqués. Les bons du Trésor, qui sont des titres d'emprunt de l'Etat, constituent le placement le plus sûr pour les épargnants : l'intérêt sur la dette est versé avec une quasi-certitude. Par contre les emprunts des entreprises présentent un risque de non paiement dû à leur possible faillite.

5.4.2.4. La liquidité :

Un actif est liquide s'il peut rapidement, et avec peu de perte de valeur, être converti en monnaie. En raison du risque plus grand et de la difficulté de convertir l'actif en monnaie, les titres ou les prêts illiquides exigent des taux d'intérêt nettement plus élevés que ceux qui sont liquides et sans risque.

5.4.3. La détermination du taux d'intérêt

Deux grandes théories tentent d'élucider les déterminants des taux d'intérêt : les théories réelles et les théories monétaires.

5.4.3.1. Les théories réelles de l'intérêt :

Les théories réelles de l'intérêt sont des théories à long terme dans lesquelles le taux d'intérêt réel est la rémunération de l'abstinence réelle et le rendement du capital réel.

Ainsi le taux d'intérêt réel est déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande de fonds prêtables.

L'acte de l'épargne est considéré comme une renonciation à la consommation présente. Ainsi des ressources sont libérées pour être investies pour améliorer la production. Il existe dans l'économie une offre de fonds prêtables (épargne) et une demande de fonds prêtables (investissement). Le taux d'intérêt est la rémunération de l'acte de l'épargne et de la fourniture de capital réel.

5.4.3.2. Les théories monétaires de l'intérêt :

Les théories monétaires de l'intérêt sont des théories à court terme où le taux d'intérêt nominal est le coût de l'argent emprunté (ou prêté) et de la vente (ou achat) des titres.

Ainsi, le taux d'intérêt monétaire est déterminé par l'offre et la demande de monnaie (ou de titres). La théorie de l'intérêt fondée sur la préférence pour la liquidité et formulée par l'économiste J.M. Keynes est fortement centrée sur les taux d'intérêt à court terme. Comme nous l'avons vu dans le chapitre relatif à la demande de monnaie, Keynes soutient que la préférence pour la liquidité (demande de monnaie) varie à tout moment en sens inverse des taux d'intérêt. Le taux d'intérêt est déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande de monnaie sur le marché monétaire.

5.4.4. Le rôle du taux d'intérêt dans l'économie

Le taux d'intérêt a des fonctions économiques fondamentales dans les économies modernes.

Comme tous les prix, **il oriente les décisions des offreurs et des demandeurs** : s'il est bas, les demandeurs vont être nombreux, s'il est haut, les offreurs vont être nombreux, du moins en principe. Mais la marchandise dont le prix s'appelle "taux d'intérêt" est une marchandise un peu particulière, c'est l'argent ou les capitaux. Et avec des capitaux, on peut investir, par exemple, ce qui ne sera pas sans conséquence sur la croissance. Le niveau du taux d'intérêt, le prix de l'argent, a donc une grande importance au niveau macro-économique et au niveau micro-économique, plus que le prix des fraises, par exemple !

Comme le niveau des taux d'intérêt a de l'importance pour la croissance économique, on comprend que les pouvoirs publics s'en soient servis pour essayer d'influencer les décisions de ceux qui avaient des capitaux à prêter ou qui souhaitaient en emprunter pour investir. Dans le cadre de sa politique monétaire, **l'Etat utilise donc le taux d'intérêt comme un instrument de politique économique**. Dans le cadre de l'Union européenne, les pays ne disposent plus de cet instrument : c'est la Banque Centrale Européenne, indépendante des Etats nationaux, qui mène la politique monétaire européenne et qui donc, éventuellement, utilise le taux d'intérêt comme instrument pour obtenir tel ou tel effet.

5.5. LA BALANCE DES PAIEMENTS ET LES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

La balance des paiements d'un pays est l'état statistique qui récapitule de façon systématique les transactions économiques et financières entre les résidents du pays considéré et les non-résidents au cours d'une période déterminée.

Les différents types d'opérations enregistrées dans la balance des paiements sont regroupés sous trois comptes : le compte des transactions courantes, le compte de capital et le compte financier.

L'objet de ce chapitre est d'identifier, d'expliquer et d'analyser les mouvements de capitaux d'un pays avec le reste du monde.

5.5.1. Présentation de la balance des capitaux :

5.5.1.1. Définition

La balance des capitaux regroupe l'ensemble des mouvements de capitaux enregistrés dans la balance des paiements

5.5.1.2. Structure de la balance des capitaux

Les avoirs (ou actifs) sont des créances sur les non-résidents et les engagements (ou passifs) des dettes envers les non-résidents. La balance des capitaux regroupe les opérations des comptes de capital et financier

5.5.1.2.1. Le compte de capital

Ce compte regroupe les transferts en capital et les acquisitions/cessions d'actifs non financiers non produits.

5.5.1.2.1.1. Les transferts en capital

Les transferts en capital sont constitués par les *remises – ou annulations – de dettes*, ventilées en fonction du secteur résident qui en bénéficie ou qui en est à l'origine, et par les *autres transferts*, rassemblant les dons et les aides à l'investissement reçues de l'étranger ou

versées à des pays étrangers dans le cadre de l'aide au développement, ainsi que les transferts des biens mobiliers et immobiliers des migrants, lors du changement de leur statut de résidence.

5.5.1.2.1.2. Les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits

Les *acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits* se rapportent généralement aux avoirs incorporels tels que les brevets, les contrats de location et autres contrats transférables, la marque, etc. Ce poste ne recouvre pas les propriétés non bâties situées sur le territoire d'une économie donnée mais peut inclure l'achat (ou la vente) de terrains par une ambassade étrangère

5.5.1.2.2. Le compte financier

Le compte financier comprend cinq postes : les investissements directs, les investissements de portefeuille, les autres investissements et les avoirs de réserve

La classification primaire du *compte d'opérations financières* les regroupe par catégories fonctionnelles

5.5.1.2.2.1. Les investissements directs

Les investissements directs sont constitués des opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître (ou de liquider) un intérêt durable dans une entreprise et de détenir (ou de liquider) une influence dans sa gestion.

Les opérations d'investissements directs sont ventilées en fonction de leur nature en trois catégories :

- ***les opérations en capital social***, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire, les investissements immobiliers ;
- ***les bénéfices réinvestis***, qui correspondent aux résultats nets des entreprises investies au cours d'un exercice comptable diminués des dividendes versés à la maison mère au cours du même exercice (mais relatifs à l'exercice antérieur) ;

- **les autres opérations**, recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long terme, entre sociétés affiliées.

5.5.1.2.2.2. Les investissements de portefeuille

Les investissements de portefeuille comprennent toutes les opérations « fermes » sur les titres de participation et les titres de créance : actions, obligations et autres titres d'emprunt, instruments du marché monétaire et produits financiers dérivés (tels que les options), lorsque ces instruments dérivés donnent naissance à des créances et à des engagements financiers.

En revanche, ils ne comprennent pas les opérations temporaires telles que les prises et mises en pension livrée, autres pensions, prêts et emprunts de titres, enregistrées au sein des « autres investissements ».

5.5.1.2.2.3. Les autres investissements

Les « autres investissements » comprennent toutes les opérations financières qui ne sont pas enregistrées sous une autre rubrique du compte financier : **les crédits commerciaux et les prêts à court et à long terme** (y compris l'utilisation des crédits et des prêts du FMI, ainsi que les prêts/emprunts au titre de la location-vente; la monnaie fiduciaire et les dépôts (transférables et autres, tels que les dépôts d'épargne et les dépôts à terme, les parts des associations d'épargne et de prêt, des associations de crédit mutuel, etc.); et d'autres comptes à payer et à recevoir.

Cette catégorie résiduelle comprend de nombreux types d'investissements différents. Il est pratiquement impossible d'établir entre eux une distinction d'ordre fonctionnel, parce que les facteurs susceptibles d'en expliquer les flux sont trop nombreux et variés.

5.5.1.2.3. Les avoirs de réserve

Les transactions portant sur les avoirs dont les autorités monétaires d'une économie considèrent qu'elles répondent aux besoins de financement de la balance des paiements ou de gestion du taux de change de la monnaie.

Les avoirs de réserve sont constitués par l'or monétaire, les droits de tirages spéciaux du FMI (DTS)¹⁶, la position de réserve au FMI, les avoirs en devises et les autres créances.

¹⁶ Les DTS sont des avoirs de réserve internationaux que le Fonds monétaire international a créés pour accroître les autres *avoirs de réserve* des détenteurs officiels et qu'il alloue périodiquement à ses pays membres, proportionnellement à leur quote-part.

5.5.2. Analyse des mouvements de capitaux :

Les mouvements de capitaux, représentés par les variations du montant des éléments financiers détenus par une économie, ont de multiples motifs. Il peut s'agir de remédier aux déséquilibres actuels ou futurs; d'influencer les mouvements du taux de change ou d'y réagir; de réaliser des plus-values (ou d'éviter des moins-values) sur des réévaluations passées ou à venir, y compris celles qui résultent de variations du taux de change; de tirer parti des écarts de taux d'intérêt; de créer, acquérir ou développer des entreprises, de mobiliser ou fournir des ressources réelles supplémentaires en vue d'activités commerciales et financières et de diversifier les investissements.

5.5.2.1. Les principaux soldes de la balance des paiements:

Tab N°1 : EVOLUTION DES PRINCIPAUX SOLDES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

(En MDT sauf indication contraire)

| Désignation | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--|-------|-------|-------|-------|
| A - Paiements courants | -1209 | -1060 | -941 | -691 |
| Déficit courant/PIB (en %) | 4,2 | 3,5 | 2,9 | 2 |
| - Marchandises (FOB) | -3408 | -3019 | -2924 | -3032 |
| - Services | 2138 | 1750 | 1707 | 2048 |
| - Revenus de facteurs | -49 | 105 | 182 | 151 |
| - Transferts courants | 110 | 104 | 94 | 142 |
| B - Compte de capital et d'opérations financières | 1618 | 1307 | 1477 | 1952 |
| - Opérations en capital | 76 | 108 | 76 | 134 |
| - Participations | 629 | 1133 | 713 | 767 |
| - Prêts-emprunts à moyen et long terme | 1270 | 1089 | 1061 | 1179 |
| - Capitaux à court termes (prêts-emprunts) | -357 | -1022 | -372 | -129 |
| C - Opérations d'ajustement (flux nets) | -32 | -47 | -40 | -48 |
| Solde général | 377 | 200 | 496 | 1213 |

Source : Banque centrale de Tunisie. Balance des paiements 2004

Ce tableau présente sous une forme synthétique les principaux soldes de la balance des paiements de l'économie nationale sur la période 2001-2004 :

- La première partie de la balance des paiements est constituée par **les paiements courants** constitués par la balance commerciale (Exportations – Importations de marchandises), la balance des services, les transferts nets de revenus et les transferts courants.

- La deuxième composante de la balance des paiements est représentée par **le compte de capital et d'opérations financières** qui rendent compte des mouvements de capitaux entre le pays et le reste du monde. On y regroupe, les opérations en capital (dons, aides), les participations sous forme d'investissements directs et de portefeuille, les prêts- emprunts à moyen et long terme et les capitaux à court terme.
- La troisième composante de la balance des paiements est constituée par **le solde général** qui représente les avoirs de réserve ou les réserves de change.

Le poste « opérations d'ajustements » permet de tenir compte des corrections comptables introduites.

Ainsi, la relation entre les soldes partiels de la balance des paiements est la suivante:

$$\text{SC} + \text{SBC} + \text{Aj} = \text{SG}$$

Avec :

SC : solde courant (paiements courants)

SBC : solde de la balance des capitaux (mouvements de capitaux)

Aj : ajustements nets

SG : solde général

Ce qui nous intéresse à ce niveau c'est l'articulation de la balance des capitaux avec les autres soldes de la balance des paiements.

Une des caractéristiques de la balance des paiements nationale est le déficit chronique de la balance courante. Ce déficit rapporté au PIB représente une part de moins en moins importante : il ne représente que 2% en 2004 contre 4,2% en 2001.

Ce déficit courant est largement couvert par les entrées nettes de capitaux extérieurs

Les mouvements de capitaux, représentés par les données du compte de capital et d'opérations financières, permettent au pays d'honorer ses engagements courants et d'améliorer ses réserves de change (solde général).

D'une manière générale, un solde positif de la balance des capitaux supérieur au déficit de la balance courante permet au pays d'augmenter ses réserves de change (solde général positif).

Par contre si l'excédent de la balance des capitaux ne permet pas de couvrir le déficit de la balance courante, il y a ponction dans les réserves de change (solde général négatif).

Ainsi, en 2004, l'excédent de la balance des capitaux (1952 MD) permettait de couvrir le déficit courant (691 MD) et d'améliorer les réserves de change de 1213 MD.

5.5.2.2. Les opérations en capital :

Les transferts de capital constituent la principale composante des opérations en capital.

Tab N°2 : Les opérations en capital (En MDT)

| Désignation | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--------------|----------|-----------|------------|-----------|------------|
| Recettes | 12 | 80 | 118 | 85 | 141 |
| Dépenses | 8 | 4 | 10 | 9 | 7 |
| Solde | 4 | 76 | 108 | 76 | 134 |

Source : Banque centrale de Tunisie. Balance des paiements 2004

Les recettes en capital sont constituées, essentiellement, par les aides et dons reçus de l'extérieur. Ainsi en 2004, les dons accordés par l'Union européenne dans le cadre du financement des réformes à caractères économique et social engagées en Tunisie se sont élevés à 121 MD.

Les dépenses en capital sont, essentiellement, sous forme de transferts effectués pour la liquidation de biens immobiliers appartenant à des étrangers ayant quitté définitivement la Tunisie.

5.5.2.3. Les flux d'investissements directs :

Pour un pays donné, les flux d'investissements directs sont souvent considérés comme un indicateur d'intégration à l'économie régionale ou mondiale, un indicateur de concentration économique et financière, mais surtout comme un révélateur de l'attrait exercé par un territoire auprès des entreprises nationales et étrangères.

Tab N°3 : Les flux d'investissements directs (En MDT)

| Désignation | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--------------|------------|-------------|------------|------------|
| Recettes | 700 | 1170 | 757 | 799 |
| Dépenses | 50 | 46 | 62 | 62 |
| Solde | 650 | 1124 | 695 | 737 |

Source : Banque centrale de Tunisie. Balance des paiements 2004

Outre leur impact positif sur le financement de l'économie, ces investissements présentent l'avantage de favoriser l'apport technologique et la création de nouveaux postes d'emploi, notamment, pour les diplômés.

5.5.2.4. Les flux d'investissements de portefeuille:

Les investissements internationaux sous forme de titres de participation et de titres de créance sont importants du point de vue tant quantitatif qu'analytique.

Cette rubrique est très importante compte tenu en particulier de la circulation de plus en plus libre des capitaux dans le monde et de l'accroissement du nombre des instruments financiers et des participants au marché.

Tab4 : BALANCE DES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE (En MDT)

| Désignation | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--------------|------------|------------|----------|-----------|-----------|
| Recettes | 70 | 18 | 24 | 37 | 63 |
| Dépenses | 97 | 39 | 15 | 19 | 33 |
| Solde | -27 | -21 | 9 | 18 | 30 |

Source : Banque centrale de Tunisie. Balance des paiements 2004

5.5.2.5. Les capitaux d'emprunts à moyen et long terme :

Les capitaux d'emprunts à moyen et long terme sont constitués par les tirages sur capitaux d'emprunt à moyen et long terme (recettes) et l'amortissement de la dette à moyen et long terme (dépenses)

Tab5 : BALANCE DES CAPITAUX D'EMPRUNT A MOYEN ET LONG TERME (En MDT)

| Désignation | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Recettes | 2650 | 2664 | 2437 | 3035 |
| Dépenses | 1380 | 1575 | 1376 | 1856 |
| Solde | 1270 | 1089 | 1061 | 1179 |

Source : Banque centrale de Tunisie. Balance des paiements 2004

Les emprunts de capitaux externes sont réalisés dans le cadre de la coopération bilatérale, de la coopération multilatérale et sur les marchés financiers. La structure de ces emprunts pour l'année 2004, est la suivante :

- Emprunts sur les marchés financiers internationaux : 43,5% des tirages sur capitaux d'emprunt à moyen et long terme.
- Coopération multilatérale : 36,7%
- Coopération bilatérale : 22,8%

5.5.2.6. Les avoirs de réserve:

Les *avoirs de réserve*, quatrième grande catégorie fonctionnelle du compte d'opérations financières, sont une composante importante des statistiques de balance des paiements et un élément essentiel à l'analyse des mouvements de capitaux.

Ces *avoirs de réserve* comprennent l'or monétaire, les DTS, la position de réserve au FMI, les avoirs en devises et les autres créances.

Tab6 : Avoirs de réserve (En MDT)

| Rubrique | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|----------------------|-------|-------|-------|--------|
| TOTAL GENERAL | 377,3 | 199,6 | 495,7 | 1212,9 |

Source : Banque centrale de Tunisie. Balance des paiements 2004

Les fluctuations des avoirs de réserve traduisent les effets de différents facteurs ou mesures, tels que des déséquilibres des paiements ou la réaction à ces déséquilibres, l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes en vue d'agir sur le taux de change, ou encore d'autres activités ou influences.

Ce sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires et qui leur permettent de financer directement les déséquilibres des paiements, de régulariser indirectement l'ampleur de ces déséquilibres au moyen d'interventions sur le marché des changes - pour influencer sur le taux de change de la monnaie nationale - et de parer à d'autres besoins.

L'utilisation ou l'acquisition *d'avoirs de réserve* ne reflète donc pas nécessairement l'ampleur du déséquilibre des paiements auquel doivent faire face les autorités. Celles-ci peuvent aussi détenir des réserves pour d'autres raisons, notamment pour préserver la confiance dans la monnaie et l'économie, remplir les obligations que leur imposent les lois de leur pays ou assurer une base à leurs emprunts extérieurs.

5.5.3. Libéralisation des mouvements de capitaux

5.5.3.1. Les justifications théoriques de la mobilité des capitaux

Les mouvements de capitaux entre les pays où ils sont abondants et les pays où ils sont rares engendrent un surcroît de prospérité tant chez les prêteurs que chez les emprunteurs, en

supposant que le produit marginal du capital est plus élevé chez les derniers que chez les premiers.

La déréglementation des mouvements de capitaux permet une affectation globalement plus efficace de l'épargne et des ressources directes aux utilisations les plus productives.

De plus, par analogie avec le libre-échange des biens, la déréglementation des mouvements de capitaux permet à l'économie mondiale de tirer parti des gains d'efficacité procurés par la spécialisation efficace de la production des services financiers. Certains pays jugent plus efficace d'importer les services financiers plutôt que de les produire, et d'exporter en retour d'autres biens et services. La déréglementation des mouvements de capitaux peut également promouvoir l'efficacité dynamique du secteur financier. L'accroissement de la concurrence internationale dans la prestation de services financiers peut obliger les producteurs intérieurs à une plus grande efficacité, stimuler l'innovation et améliorer la productivité.

5.5.3.2. La globalisation financière

La globalisation financière est le nom donné à des transformations qui ont affecté les principes de fonctionnement de la finance. Ce sont des transformations très profondes qui associent étroitement la libéralisation des systèmes financiers nationaux et l'intégration internationale. La globalisation financière signifie la création d'un marché unique de l'argent au niveau planétaire.

Le processus de la globalisation financière est fondé sur ce que D. PLIHON appelle la règle des trois « D » :

- 1- La désintermédiation financière qui signifie le recours direct des opérateurs internationaux aux marchés financiers. La prédominance de la finance directe par rapport à la finance indirecte dans le financement des agents économiques.
- 2- Le décloisonnement des marchés de capitaux : il s'agit de l'abolition des frontières établies par la réglementation entre les différentes composantes du marché des capitaux. Le décloisonnement signifie :
 - L'ouverture à l'extérieur des marchés financiers nationaux
 - L'intégration au niveau national des différentes composantes du marché des capitaux : marché monétaire, marché financier, marché de change pour en faire un seul marché de capitaux

- L'intégration des activités des différentes institutions financières résidentes et non résidentes
- 3- La déréglementation financière qui consiste en l'abolition ou du moins l'assouplissement du contrôle de change permettant une meilleure circulation internationale des flux des capitaux

5.5.3.3. La libéralisation financière externe :

La libéralisation financière comporte deux dimensions complémentaires : interne et externe. La libéralisation financière interne a pour objet d'instaurer la discipline du marché dans le fonctionnement du marché financier national. Par contre la libéralisation financière externe a pour objet d'élever le degré d'intégration de l'économie nationale dans l'économie mondiale. La libéralisation financière externe passe par un ensemble de mesures réglementaires visant à faciliter l'acquisition par les résidents d'actifs libellés en devises, d'une part, et l'accès des non résidents aux marchés de capitaux nationaux, d'autre part.

Ainsi :

- Les résidents sont autorisés à emprunter librement sur les marchés financiers internationaux, à transférer des capitaux à l'étranger et à conserver des devises dans leurs comptes bancaires.
- Les non résidents peuvent librement investir sur le marché financier national, emprunter et rapatrier librement leurs capitaux.

La convertibilité partielle du dinar tunisien

La convertibilité d'une monnaie peut être définie comme le droit de convertir librement une monnaie en devises. En d'autres termes l'absence de restriction réglementaires

Le FMI dans l'article VIII de ses statuts distingue entre la convertibilité courante et la convertibilité totale d'une monnaie

La convertibilité courante signifie l'absence de restrictions sur les opérations courantes. Si en plus il y a abolition des restrictions sur les mouvements de capitaux, alors la convertibilité est dite totale.

A partir 1993 (décembre 1992), l'instauration de la convertibilité courante du dinar concerne toutes les opérations courantes et une partie des opérations de capital. Par cette mesure, les entreprises sont libres de régler par l'intermédiaire de leurs banques tous les services nécessaires à leurs activités.

Dans le cadre d'une libéralisation financière externe de plus en plus grande, il a été décidé en 1994, la création d'un marché des changes au comptant (circulaire BCT N°94-01 du 1^{er} février 1994).

Avant cette date, les opérations de change des devises contre le dinar s'effectuaient exclusivement avec la Banque centrale et à des cours fixés quotidiennement pour les opérations en compte et hebdomadairement pour le change manuel.

L'instauration d'un marché des changes permet une cotation continue du dinar tunisien en devises compte tenu de l'évolution des cours des devises considérées sur le marché international et du niveau des liquidités échangées pour chaque monnaie.

5.5.3.4. Les risques de la libéralisation financière externe :

La libéralisation des mouvements de capitaux, même si elle établie avec parcimonie, présente des risques pour l'économie nationale. Les flux de capitaux sous forme d'investissement de portefeuille sont très volatiles. Les décisions d'investir sont prises par des « spéculateurs » à la recherche de gains à très court terme. Les sorties massives de capitaux peuvent générer des crises financières et économiques.

BIBLIOGRAPHIE

- Alaya H. (2002) : *La monnaie-finance dans une économie en mutation*, Centre de Publication Universitaire, Tunis.
- Banque Centrale de Tunisie :
- Rapports annuels
 - Statistiques financières.
- Bradley X, Descamps C. (2005) : *Monnaie Banque Financement*, Dalloz.
- Bramouillé G, Augey D. (1998) : *Economie monétaire*, Dalloz.
- Brana S., Cazals M. (1997) : *La monnaie*, éditions Dunod, Paris.
- Béziade M. (1993) : *La monnaie*, Masson, Paris.
- Chaîneau A. (1968) : *Mécanismes monétaires et politiques monétaires*, PUF, Paris.
- David J. L. et Jaffré P. (1990) : *La monnaie et la politique monétaire*, 3ème édition, Economica, Paris.
- Denizet J. (1967) : *Monnaie et financement*, Dunod, Paris.
- Devoluy M. (1994) : *Monnaie et problèmes financiers*, Hachette, Les fondamentaux, Paris.
- Guillon H. (1978) : *La monnaie*. Précis Dalloz, 4ème édition.
- Goux J. F. (1998) : *Economie monétaire et financière*, Economica, Paris.
- Hergli M. et Mokadem M. (1994) : *Monnaie et mécanismes monétaires*, ENA, CREA.
- Hergli M. et Mokadem M. (1995) : *Le système monétaire et financier*, ENA, CREA.
- Jacoud G. (1994) : *La monnaie dans l'économie*, Nathan, Paris.
- Koenig G. (2000) : *Analyse monétaire et financière*, Economica.
- Mehri H., Sellaouti F., Mehri N. (2004) : *Economie monétaire*, Centre de Publications Universitaires.
- Mokadem M. (2002) : *Economie monétaire : mécanismes, politique et théorie*, Imprimerie officielle de la république tunisienne.
- Mourgues M. de (1991) : *La monnaie, système financier et théorie monétaire*, Economica.
- Mourgues M. de (2000) : *Macroéconomie monétaire*, Economica.
- Ottavj C. (1995) : *Monnaie et financement dans l'économie*, Hachette Supérieur, Paris.
- Patat J. P. (1986) : *Monnaie, institutions financières et politique monétaire*, Economica, Paris.
- Renversez F. (1995) : *Eléments d'analyse monétaire*, Dalloz, Mementos: Sciences Economiques, 3e édition.

Sites internet

www.bct.gov.tn

[www. Cmf.org.tn](http://www.Cmf.org.tn)