

Le multiplicateur monétaire (de crédit) : hier et aujourd'hui

Le multiplicateur monétaire (de crédit) est la théorie qui explique quel montant de crédit (de masse monétaire) peut être distribué par les banques à partir de la base monétaire créée par la Banque Centrale. Nous rappelons cette théorie et examinons dans quelle mesure elle était vérifiée dans le passé, dans les économies plus fermées financièrement. Dans le Monde contemporain, la mobilité internationale des capitaux a beaucoup augmenté, ainsi que l'intermédiation des flux de capitaux par les banques centrales. Nous montrons comment ceci a fait apparaître une internationalisation des bases monétaires.

De ce fait, le multiplicateur monétaire n'a plus de sens au niveau national ou régional, ce que montrent d'ailleurs biens les évolutions observées, mais seulement au niveau mondial.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

Rappel : la théorie du multiplicateur monétaire

Dans un pays fermé (sans relation financière avec le Reste du Monde), la théorie explique la relation qu'il y a entre la hausse de la base monétaire et la hausse du crédit bancaire et de la masse monétaire.

L'Encadré 1 rappelle la teneur de cette théorie du multiplicateur monétaire (de crédit).

Encadré 1

Banque Centrale

(A)	(B)
Actifs domestiques (obligations titres représentatifs du crédit...)	Pièces et BILLETS
	Réserves des banques commerciales (R)

Banques commerciales

(C)	(D)
Crédit + titres détenus	Dépôts
(R)	Divers : capital, titres émis
Réserves à la Banque Centrale	

1. Politique monétaire expansionniste

$$\begin{cases} \Delta A = \Delta R > 0 \\ \Delta C = -\Delta R < 0 \end{cases}$$

La Banque centrale achète des titres aux banques commerciales en payant par l'accroissement des comptes de réserve des banques.

2. Utilisation des réserves pour distribuer du crédit

a) **Réserves obligatoires** :

$$\begin{cases} R^0 = \mu C \\ \text{ou} \\ \mu D \end{cases}$$

b) **Masse monétaire détenue en billets** :

$$B = \beta(D + B)$$

donc : $B = \frac{\beta D}{1 - \beta}$

Encadré 2

c) Distribution de crédit

$$\Delta D = \Delta C$$

initial (hausse du crédit, initialement en dépôts)

$$\begin{cases} \Delta B = \beta \Delta C \\ \Delta D = (1 - \beta) \Delta C \end{cases}$$

final après hausse billets, perte de dépôts, donc perte de réserves des banques

$$\underbrace{\Delta R - \beta \Delta C}_{\Delta \text{ réserves restantes}} = \underbrace{\mu \Delta C}_{\Delta \text{ réserves obligatoires}}$$

d'où

$$\Delta C = \frac{\Delta R}{\beta + \mu}$$

Multiplicateur de crédit

La théorie habituelle (en économie fermée) du multiplicateur monétaire (de crédit) fonctionne comme suit :

- la Banque Centrale fait une politique monétaire expansionniste, c'est-à-dire achète des titres (des actifs) aux banques et accroît d'un montant identique les comptes de réserves des banques ;
- les banques commerciales vont alors utiliser ce supplément de réserves à la Banque Centrale pour distribuer un supplément de crédit, qui prend initialement la forme d'un supplément identique des dépôts ;
- mais ce supplément de crédit se heurte à deux limites :
 - les réserves obligatoires des banques s'accroissent avec le crédit et /ou le dépôt, ce qui consomme la hausse initiale des réserves des banques à la Banque Centrale ;
 - une partie du supplément de dépôts lié à la hausse du crédit ne reste pas sous la forme de dépôts bancaires (dans le modèle usuel, une partie devient des billets) ; ceci consomme aussi une partie des réserves des banques.
- Au total, **la hausse du crédit rendue possible par une hausse initiale de la base monétaire (le multiplicateur de crédit, ou le multiplicateur monétaire)** puisque la hausse de la masse monétaire sous toutes ses formes est égale à celle du crédit) est d'autant plus faible que le taux de réserves obligatoires est élevé et qu'une partie importante des dépôts initialement créés passe sous une autre forme.

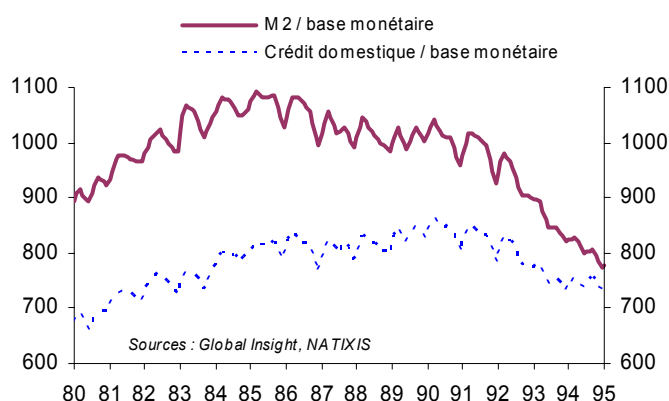
Le multiplicateur monétaire (de crédit) dans le passé

"Dans le passé" signifie : avant que l'augmentation des flux de capitaux internationaux ne perturbe la théorie du multiplicateur.

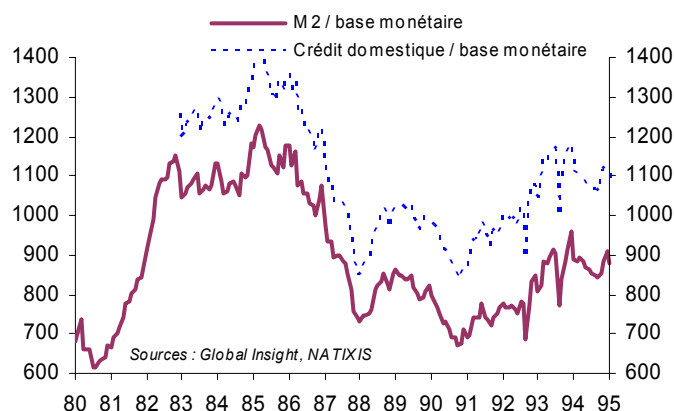
Nous regardons la période **1980 → 1994**

De 1980 à 1995, **le multiplicateur monétaire** a valu de 8 à 9 aux Etats-Unis, 9 environ dans la zone euro, 10 à 15 au Royaume-Uni, 10 à 12 au Japon (**graphiques 1 à 4**).

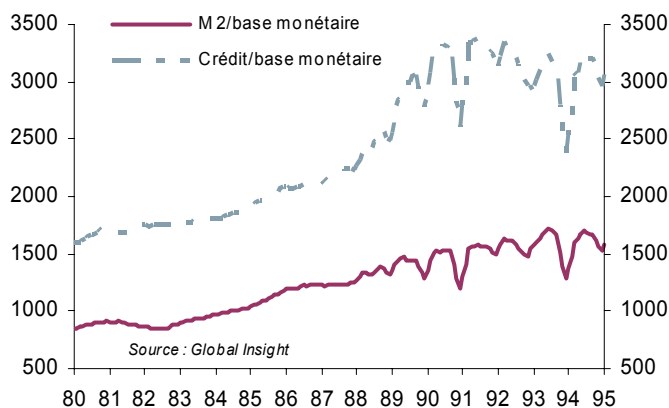
Graphique 1
Etats-Unis : Ratio M2 et crédit domestique sur base monétaire (en %)



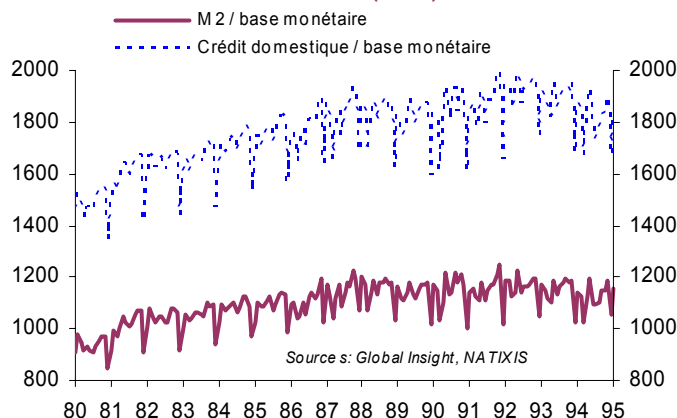
Graphique 2
Zone Euro : Ratio M2 et crédit domestique sur base monétaire (en %)



Graphique 3
Royaume Uni : Ratio M2 et crédit domestique sur base monétaire (en %)



Graphique 4
Japon : Ratio M2 et crédit domestique sur base monétaire (en %)



Le multiplicateur de crédit 7 aux Etats-Unis, 11 à 13 dans la zone euro, 15 à 30 au Royaume-Uni, 16 à 18 au Japon. Ces multiplicateurs sont donc assez stables, sauf au Royaume-Uni où ils augmentent.

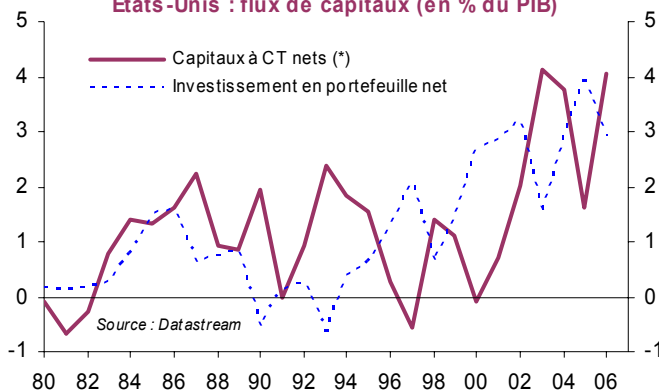
Pourquoi la globalisation financière perturbe le multiplicateur monétaire

La raison de la perturbation du multiplicateur monétaire (de crédit) par la globalisation est simple : **le fait que les flux internationaux de capitaux deviennent de grande taille peut "transporter" la base monétaire d'un pays à l'autre.**

Montrons d'abord qu'il y a **augmentation de la taille des flux de capitaux.**

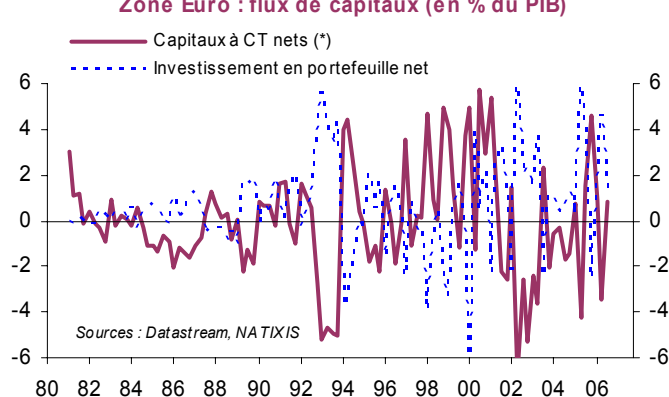
L'ampleur des flux de capitaux (de portefeuille et à court terme, s'accroît à partir du milieu des années 1990 aux Etats-Unis (**graphique 5**) du début des années 1990 dans la zone euro et au Royaume-Uni (**graphiques 6/7** des années 2000 au Japon **graphique 8**).

Graphique 5
Etats-Unis : flux de capitaux (en % du PIB)



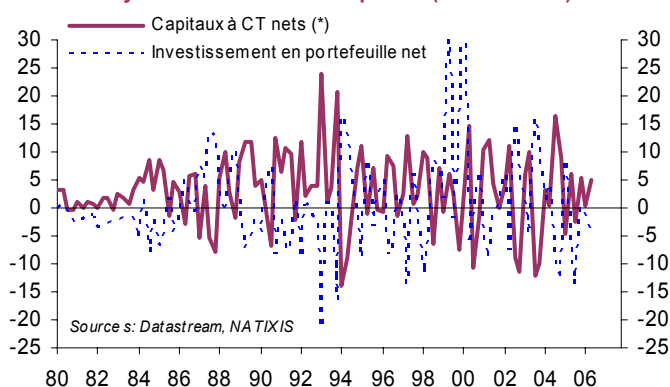
(*) variations des réserves - (balance courante+investissement direct+investissement en portefeuille)

Graphique 6
Zone Euro : flux de capitaux (en % du PIB)



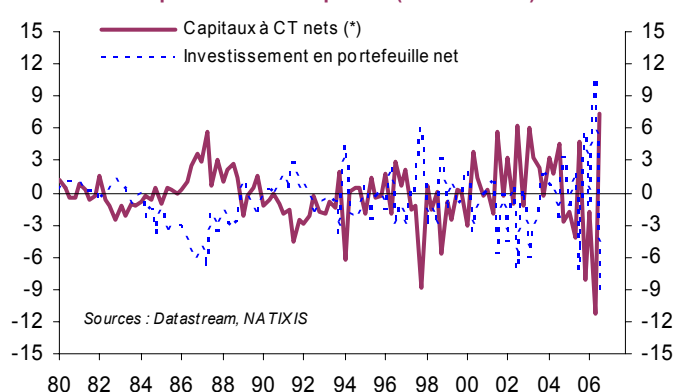
(*) variations des réserves - (balance courante+investissement direct+investissement en portefeuille)

Graphique 7
Royaume Uni : flux de capitaux (en % du PIB)



(*) variations des réserves - (balance courante+investissement direct+investissement en portefeuille)

Graphique 8
Japon : flux de capitaux (en % du PIB)



(*) variations des réserves - (balance courante+investissement direct+investissement en portefeuille)

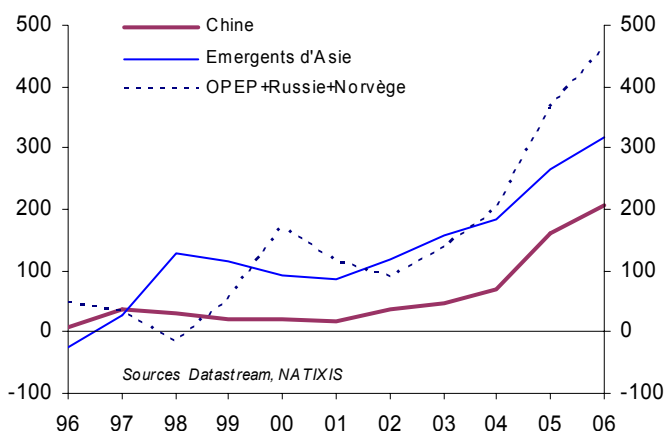
Pourquoi y-a-t-il "transport" de la base monétaire ?

Dans le passé **un pays avec un excès (ex ante) d'épargne**, s'il y avait faible mobilité internationale des capitaux, rééquilibrait son économie par une baisse des taux d'intérêt et un supplément d'investissement.

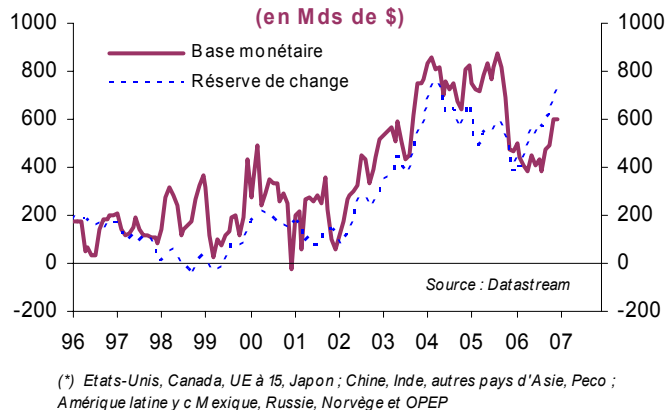
Aujourd'hui, **les pays avec un excès d'épargne ex ante comme la Chine**, les pays émergents d'Asie, exportateurs de matières premières, (ce que montre la situation de leurs balances courantes **graphique 9**) **exportent ce supplément d'épargne très largement, au travers des Banques Centrales.**

Le fait que les banques centrales intermédièrent largement le placement de l'excès d'épargne de ces pays, par l'accumulation de réserves de change (d'actifs étrangers) explique la création de base monétaire (graphique 10) puisqu'elles créent de la monnaie Banque Centrale pour financer l'achat d'actifs étrangers.

Graphique 9
Balance courante (en Mds de \$)



Graphique 10
Monde* : Variation sur un an de la base monétaire et des réserves de change (en Mds de \$)



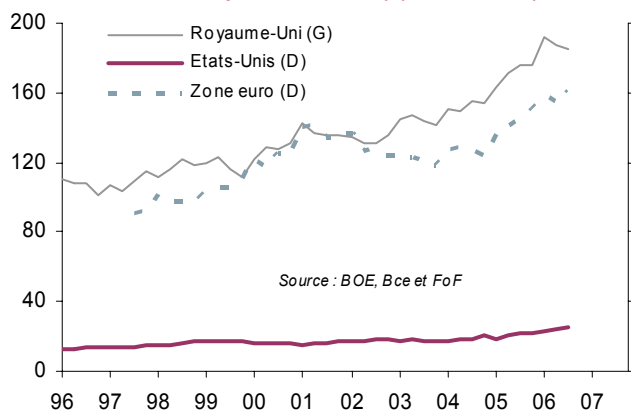
Il y a bien alors "transport" de la base monétaire :

- si les Banques Centrales des pays à excédent d'épargne achètent des actifs liquides (il s'agit essentiellement de dépôts bancaires), ce qui représente 30 % des réserves de change, elles alimentent la liquidité bancaire dans les grands pays de l'OCDE, comme le ferait directement une politique monétaire expansionniste dans ces pays.

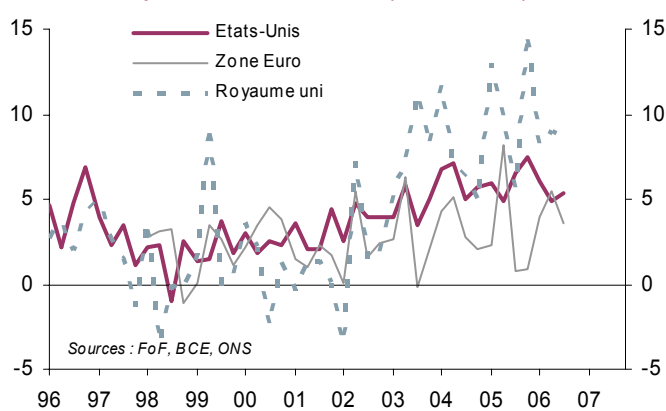
Le graphique 11 montre la hausse des dépôts des non-résidents dans la décennie 2000 aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro :

- si les banques centrales des pays à excédent d'épargne achètent des titres (obligations graphique 12) dans les grands pays de l'OCDE en créant leur propre monnaie, elles font ce que faisaient les banques centrales de ces pays (acheter des titres contre création monétaire) pour réaliser une politique monétaire expansionniste.

Graphique 11
Dépôts bancaires des non résidents (y compris des banques centrales) (en % du PIB)

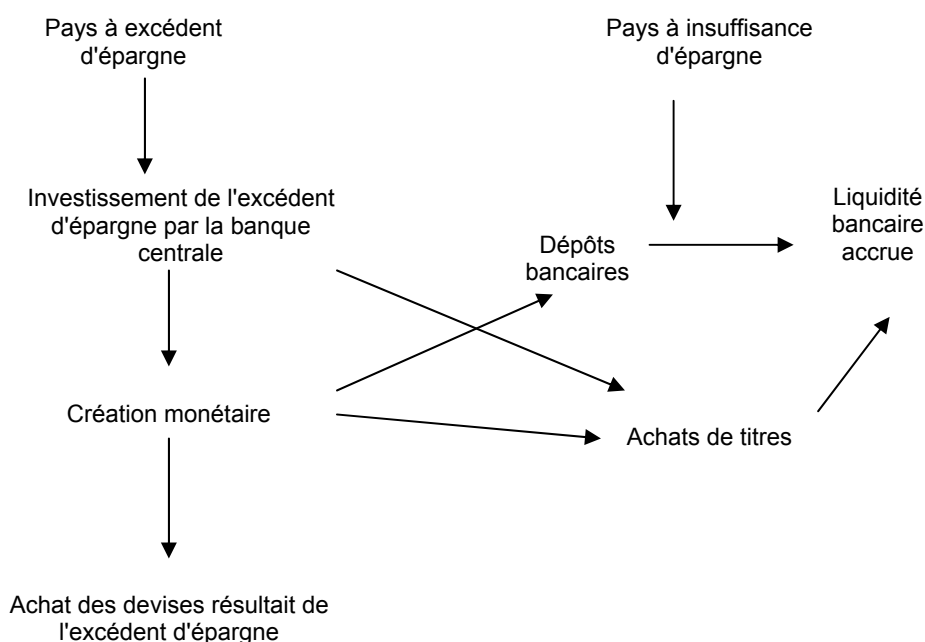


Graphique 12
Achats nets d'obligations (publiques + privées) par les non résidents (en % du PIB)



On peut représenter **ce transport des bases monétaires** comme suit :

Schéma "Transport" international des bases monétaires



Synthèse : la disparition de la notion de multiplicateur monétaire (de crédit) avec la globalisation financière

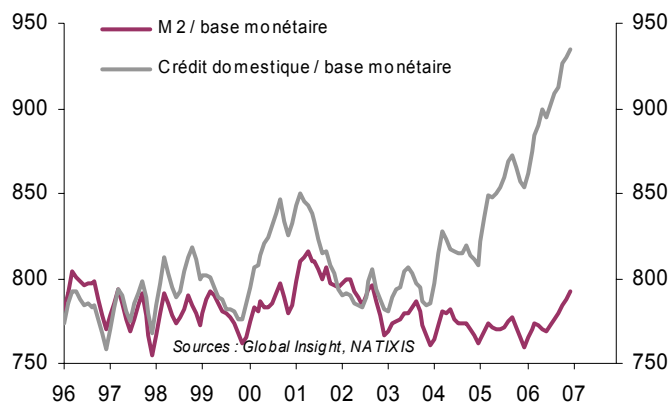
Dans des économies financièrement assez fermées la notion de multiplicateur monétaire (de crédit) a un sens : une base monétaire choisie par la Banque Centrale permet d'obtenir une quantité de crédit et de masse monétaire déterminée par les caractéristiques du pays : taux de réserves obligatoires, structure des actifs monétaires.

Dans des économies financièrement ouvertes ou, dans les pays à excédent d'épargne, le réinvestissement de cet excédent est effectué par les Banques Centrales. La base monétaire générée par l'accumulation de réserves de change dans les pays à excédent d'épargne se déplace, on l'a vu, d'un pays à l'autre.

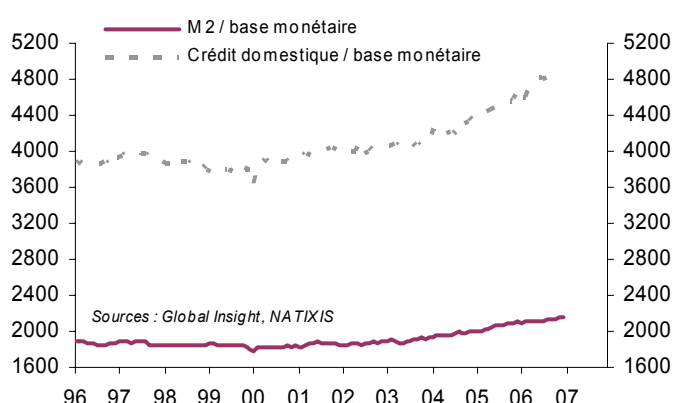
De ce fait, le **multiplicateur monétaire (de crédit) n'a plus de sens sur une base régionale ou nationale** : du crédit dans un pays peut être basé sur de la base monétaire créée dans un autre pays.

Le multiplicateur de crédit augmente fortement aux **Etats-Unis** depuis 2004 (contraction de la base monétaire **graphique 14** sans contraction du crédit, **graphique 13 a**), aussi au **Royaume-Uni** (**graphique 13 b**) et au **Japon** depuis 2006 (**graphique 13 c**) pour les mêmes raisons. Ceci ne se voit pas dans la zone euro pour laquelle la base monétaire croît encore vite (**graphiques 13 d et 14 a**).

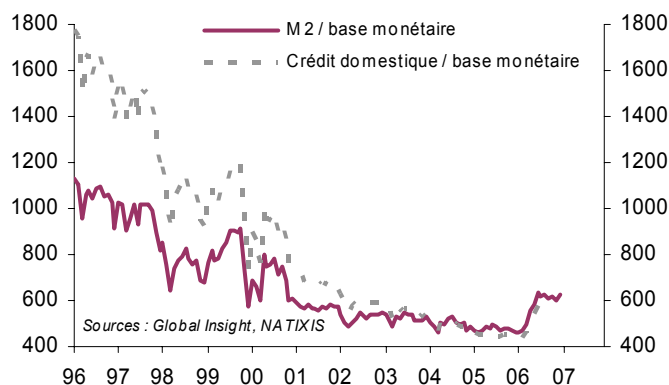
Graphique 13 a
Etats-Unis : Ratio M2 et crédit domestique sur base monétaire (en %)



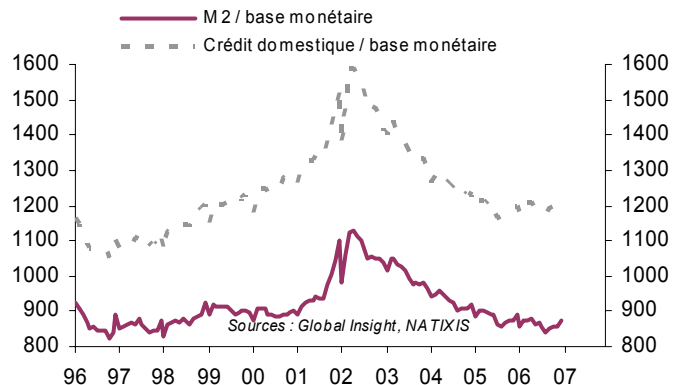
Graphique 13 b
Royaume Uni : Ratio M2 et crédit domestique sur base monétaire (en %)



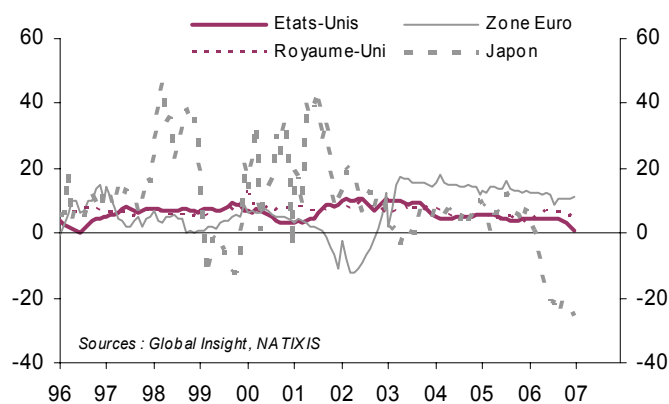
Graphique 13 c
Japon : Ratio M2 et crédit domestique sur base monétaire (en %)



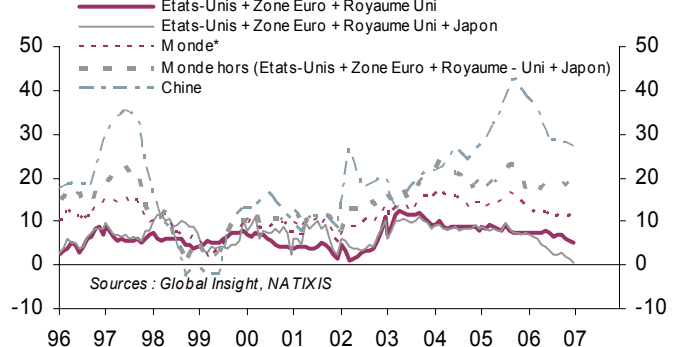
Graphique 13 d
Zone Euro : Ratio M2 et crédit domestique sur base monétaire (en %)



Graphique 14 a
Base monétaire (en monnaies locales, GA en %)



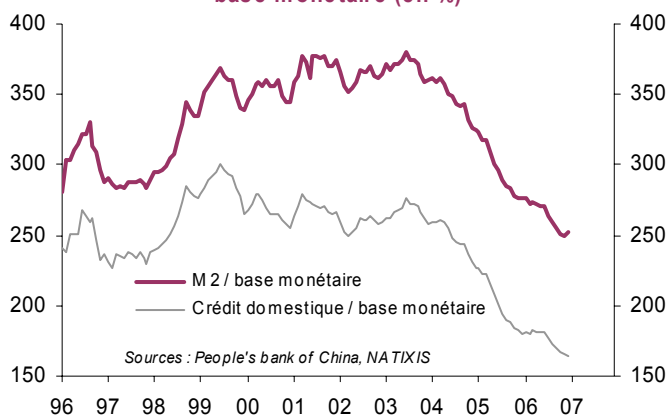
Graphique 14 b
Base monétaire (en monnaies locales, GA en %)



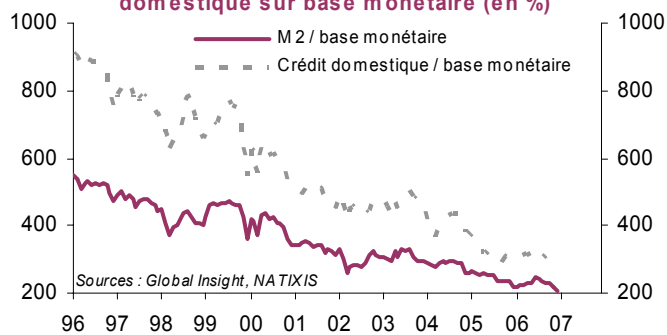
(*) US, Canada, UE à 15, Japon ; Chine, Inde, autres pays d'Asie, Péco ; Amérique latine y c Mexique, Russie, Norvège et OPEP pondérés par les PIB \$PPA

A l'inverse, les pays qui exportent de la liquidité (graphique 14 b) connaissent une baisse du multiplicateur de crédit (graphiques 15 a/15 b).

Graphique 15 a
Chine : Ratios M2 et crédit domestique sur base monétaire (en %)



Graphique 15 b
Monde* hors (Etats-Unis + Zone Euro + Royaume Uni + Japon) : Ratios M2 et crédit domestique sur base monétaire (en %)



(*US, Canada, UE à 15, Japon ; Chine, Inde, autres pays d'Asie, Peco ; Amérique latine y c Mexique, Russie, Norvège et OPEP pondérés par les PIB \$PPA