L'ILLUSION MONÉTAIRE

La monnaie nouvelle enrichit d'abord
ceux qui la reçoivent en premier.

Bruno Lemaire

© Bruno Lemaire, 2026

Remerciements

Table des matières

Remerciements 3

INTRODUCTION GÉNÉRALE 8

CHAPITRE 1 — Monnaie abondante et déconnexion des sphères..... 12

1.0. Le paradoxe moderne 12

1.1 La monnaie moderne est hiérarchique et bilancielle .15

1.2. Friedman avait raison… mais incomplètement : 18

1.3. Apports de Maurice Allais : inefficience du système monétaire et coût d'opportunité 21

1.4. Les mécanismes de la déconnexion monétaire-patrimoniale-réelle : 22

1.5 L'influence structurante du dollar 25

Conclusion du chapitre 26

CHAPITRE 2 – Le dollar, moteur et amplificateur de la déconnexion 29

2.1 — Un privilège exorbitant 30

2.2 — Le système offshore du dollar : la face cachée de la domination américaine 33

2.3 — Les grandes crises du dollar : une histoire de dépendance mondiale 35

2.4 — Le pétrodollar : ancrage énergétique et contrainte réelle 38

2.5 — Les balances des paiements : une lecture bilancielle 42

2.6 — Fragilités et tensions du système dollar-centré.....44

Conclusion du chapitre 46

CHAPITRE 3 – Une inflation peut en cacher une autre 50

3.1 Une histoire de prix : que mesure-t-on vraiment ? 51

3.2. Inflation monétaire et expansion du crédit.....53

3.3 Inflation des biens et services (IPC) – L'inflation de consommation 54

3.4 Inflation patrimoniale et prix des actifs 58

3.5 Inégalités patrimoniales et effets distributifs 61

Conclusion du chapitre 67

CHAPITRE 4 – L'énergie : contrainte ultime et révélateur des déséquilibres 69

4.1 La contrainte Energie 72

4.2 Chocs énergétiques, termes de l'échange et comptes extérieurs 73

4.3 Transmission aux prix, aux salaires et au pouvoir d'achat du consommateur final 76

4.4 Économie financiarisée versus économie contrainte par l'énergie 78

Conclusion du chapitre 80

CHAPITRE 5 — Synthèse et soutenabilité : vers quelle macroéconomie ? 83

5.1 — Ce que nous avons appris : retour sur les quatre questions clés 83

5.2 — L'illusion comptable : I = S revisité 84

5.3 — Une critique mesurée de l'approche keynésienne simplifiée 88

5.4 — Les trois ruptures fondamentales de notre époque 91

5.5 — Perspectives : vers une macroéconomie plus soutenable 94

CONCLUSION GENERALE 96

ANNEXE. Approche bilancielle de la Création Monétaire. 100

A0. Retour sur le mécanisme de création monétaire esquissé dans le corps du chapitre 1. 100

A1. Schéma de création de monnaie de base 101

15 ans de création monétaire par la Banque de France. 102

A.2 Exemples 102

A.3. l'évolution spectaculaire du bilan de la Banque de France (2019-2024) 104

A.4. L'évolution de la base monétaire vis-à-vis de celle du PIB est elle aussi remarquable 105

Glossaire 107

Bibliographie 112

Ouvrages généraux et théorie monétaire 112

Approche bilancielle et création monétaire 112

Système monétaire international et dollar 112

Énergie, contraintes réelles et soutenabilité 113

Sources statistiques et institutionnelles 113

Ouvrages économiques de l'auteur 113

INTRODUCTION GÉNÉRALE

> Les économies modernes ne se comprennent plus en regardant seulement ce qui circule : il faut désormais regarder ce qui s'accumule.

Car ce qui circule — les flux — raconte l'activité d'une année ; ce qui s'accumule — les bilans — raconte la trajectoire d'une société.

Depuis plusieurs décennies, les économies contemporaines ne fonctionnent plus uniquement comme des systèmes de production et d'échange. Elles se sont aussi transformées en économies où la création monétaire, l'expansion des bilans financiers et l'accumulation de dettes publiques et privées jouent un rôle déterminant, parfois même dominant. Cette transformation silencieuse a modifié la manière dont la richesse se forme, dont elle se transmet, et dont elle se fragilise.

Pendant longtemps, l'analyse macroéconomique s'est concentrée sur les flux : production, consommation, investissement, dépenses publiques, commerce extérieur. Le Produit Intérieur Brut (PIB) en est devenu l'indicateur emblématique. Cette approche demeure indispensable : elle mesure l'activité annuelle et oriente les politiques conjoncturelles. Mais elle apparaît aujourd'hui insuffisante pour saisir les dynamiques profondes des économies financiarisées.

Car l'impact de la monnaie nouvelle dépend moins de sa quantité que de **sa diffusion**, de son interaction avec les patrimoines et des contraintes réelles auxquelles elle finit toujours par se confronter. Une économie peut afficher des indicateurs de flux rassurants — croissance positive, inflation modérée, chômage contenu — tout en accumulant des déséquilibres majeurs dans ses stocks : endettement croissant, inflation des actifs, dépendance au crédit, fragilité des bilans des ménages, des entreprises et des États.

Les déséquilibres contemporains naissent souvent dans les bilans avant de se manifester, parfois brutalement, dans les flux. La crise financière de 2008 en fut l'illustration la plus spectaculaire : les indicateurs traditionnels semblaient favorables, mais les fragilités s'étaient accumulées dans les bilans — endettement immobilier massif, titrisation risquée, effets de levier excessifs, dépendance à la liquidité. Lorsque les prix immobiliers américains ont cessé de progresser, ce sont les structures financières elles-mêmes qui se sont déstabilisées, entraînant l'économie réelle dans une crise profonde.

Cet épisode a révélé une limite majeure des approches centrées presque exclusivement sur les flux : elles peuvent masquer longtemps des déséquilibres patrimoniaux et financiers devenus systémiques. Or ces déséquilibres ne sont pas seulement le résultat d'un excès d'endettement ou de prise de risque : ils interrogent la manière dont la monnaie est créée, diffusée et absorbée dans l'économie.

Les banques centrales ont tenté de répondre aux déséquilibres par des politiques d'une ampleur historique : baisse des taux, refinancement massif, achats d'actifs, expansion exceptionnelle de leurs bilans. Ces interventions ont évité un effondrement financier immédiat, mais elles ont aussi mis en lumière une réalité fondamentale : la monnaie nouvellement créée ne se diffuse ni instantanément, ni uniformément, ni neutralement.

Dès lors, cinq questions deviennent centrales :

- **Comment la monnaie est-elle créée et diffusée ?**
- **Comment cette diffusion est-elle amplifiée par le rôle international du dollar ?**
- **Quelles conséquences produit-elle sur les prix, les patrimoines et le pouvoir d'achat ?**
- **Pourquoi les contraintes énergétiques réapparaissent-elles comme une limite fondamentale ?**
- **Comment repenser la macroéconomie lorsque les bilans apparaissent aussi importants que les flux ?**

Ces questions ne modifient pas seulement les équilibres économiques : elles affectent la manière dont les patrimoines se constituent, dont la mobilité sociale s'exerce et dont les générations envisagent leur avenir. Lorsque les indicateurs habituels ne permettent plus d'appréhender correctement les difficultés croissantes de pouvoir d'achat et d'accès au patrimoine rencontrées par les nouvelles générations, des

tensions sociales et politiques émergent. La cohésion sociale elle-même peut s'en trouver fragilisée.

Il serait donc réducteur d'aborder cet ouvrage comme un livre supplémentaire sur la monnaie. Nous proposons qu'il se lise comme une réflexion sur la *diffusion asymétrique de la monnaie* dans une économie financiarisée sous contrainte réelle. Au-delà des mécanismes techniques, c'est bien la cohérence entre sphères monétaire, patrimoniale et réelle — et la soutenabilité de notre modèle économique et social — qui sont en jeu.

Les économies modernes ne sont plus seulement gouvernées par les flux visibles de production et de consommation. Elles le sont désormais tout autant par la dynamique des bilans, des patrimoines, des liquidités et des contraintes physiques qui en fixent les limites. Comprendre cette nouvelle réalité constitue un enjeu majeur pour les années à venir.

C'est à partir de ce constat que s'ouvre la première question : **comment la monnaie se diffuse-t-elle réellement dans une économie financiarisée ?**

CHAPITRE 1 — Monnaie abondante et déconnexion des sphères

Dans les économies financiarisées, la monnaie circule d'abord dans les étages supérieurs du système financier avant de diffuser lentement vers l'économie productive.

> « En 2021, Marc, ingénieur de 42 ans, voit son salaire augmenter de 1,2 %. Dans le même temps, l'appartement qu'il loue depuis dix ans dans la banlieue de Lyon prend 9 % de valeur en un an. Marc ne comprend pas : il travaille davantage, il gagne un peu plus, mais il s'éloigne chaque année de la possibilité d'acheter un logement. »

Ce décalage entre son effort réel et la dynamique des prix n'est pas un accident individuel. C'est le symptôme d'un phénomène beaucoup plus large : la monnaie nouvelle ne se diffuse plus en priorité là où se trouvent les revenus du travail.

1.0. Le paradoxe moderne

Comprendre comment la monnaie se diffuse réellement dans une économie financiarisée suppose de commencer par observer un phénomène devenu central au XXIe siècle : l'abondance monétaire.

Entre 2008 et 2022, les principales banques centrales ont créé des quantités de monnaie sans précédent dans l'histoire contemporaine. Pourtant, durant une grande partie de cette période :

> l'inflation officielle, celle déterminée en France par l'INSEE et son Indice des Prix, est restée relativement modérée, tandis que les actifs financiers et immobiliers ont connu une hausse spectaculaire.

Ce paradoxe constitue l'un des faits économiques majeurs de notre époque. Pourquoi une création monétaire massive n'a-t-elle pas immédiatement provoqué l'explosion des prix à la consommation annoncée par de nombreux économistes monétaristes ?

Une explication possible réside dans la manière dont la monnaie moderne se diffuse : elle n'entre pas uniformément dans l'économie. Elle irrigue d'abord certains bilans, certains marchés et certains patrimoines avant d'affecter progressivement l'économie réelle.

C'est ce **décalage** — entre création monétaire, inflation contenue et envolée des actifs (financiers ou immobiliers) — qui nous incite à examiner non seulement la quantité de monnaie nouvelle, mais aussi les mécanismes de sa diffusion et les effets qu'elle produit sur l'économie réelle, celle qui concerne chacun d'entre nous.

Fil directeur

> Comment la création monétaire et financière contemporaine, dominée par le dollar, déconnecte-t-elle les sphères monétaire, patrimoniale et réelle — et érode-t-elle in fine le pouvoir d'achat dans un monde contraint par l'énergie ?

Les 4 Questions Clés

- Comment la création monétaire/financière se distribue-t-elle entre sphère monétaire, patrimoniale et réelle ?
- Quel rôle joue le dollar dans cette création et cette répartition ?
- Quelles sont les conséquences concrètes sur le pouvoir d'achat des agents (et particulièrement du consommateur final) ?
- Dans quelle mesure l'énergie agit-elle comme contrainte réelle et révélateur de ces déséquilibres ?

Dans ce premier chapitre, nous nous concentrerons principalement sur la question n°1 (*la distribution de la création monétaire, de la nouvelle monnaie*), tout en posant les bases pour répondre aux trois autres.

1.1 La monnaie moderne est hiérarchique et bilancielle

Dès le XVIIIe siècle, Richard Cantillon s'était penché sur une propriété de la monnaie : pour lui, sa diffusion n'est jamais neutre. La monnaie nouvelle ne bénéficie pas simultanément à tous les agents économiques. Une fois créée, ses circuits de diffusion, et la demande qui l'accompagne, ne sont pas réductibles à une diffusion ou une propagation régulière. Il est important de se demander quels sont les premiers bénéficiaires, et l'usage qu'ils en font.

Dans les économies financiarisées contemporaines, ce mécanisme prend une ampleur particulière. La monnaie créée par les banques centrales et les banques commerciales ne se distribue pas de façon uniforme.

Cette *diffusion « par étages »* conduit à une déconnexion croissante entre trois sphères :

- la sphère monétaire (création de monnaie) ;
- la sphère patrimoniale (actifs financiers et actif immobiliers) ;
- la sphère réelle (production, salaires, consommation).

Comme exemple de cette déconnexion, notons ainsi qu'entre 2014 et 2022, les prix des logements anciens en France ont progressé d'environ 33 % au niveau national (un peu moins en Île-de-France), tandis que le salaire net moyen en euros constants n'augmentait que d'environ 2 % cumulés.

Le propriétaire déjà installé peut alors voir sa richesse s'accroître significativement ; celui qui cherche à accéder à la propriété par son seul travail risque de voir cet objectif s'éloigner. Cette divergence illustre l'effet Cantillon à l'œuvre dans sa version moderne.

Pendant des décennies, la politique monétaire était essentiellement analysée à travers le niveau des taux d'intérêt. Depuis la crise de 2008, et surtout après 2020, un changement majeur s'est opéré : l'approche bilancielle est devenue centrale, même si le mécanisme de création monétaire, lui, n'a pas vraiment évolué depuis des décennies.

Les banques centrales agissent directement sur la quantité de monnaie de base (M0), en modifiant la taille et la composition de leur bilan, leurs interventions sur les taux directeurs n'étant plus aussi efficaces**.**

> Le mécanisme est simple, et bien connu : À l'actif de leur bilan figurent des titres d'État, des obligations privées ou des prêts aux banques ; au passif, les réserves des banques commerciales et la monnaie fiduciaire. Il y a ainsi augmentation de M0, au passif de la banque centrale, en contrepartie d'actifs financiers figurant à son actif. C'est le début du processus hiérarchique.

Le mécanisme est analogue pour les banques commerciales lorsqu'elles créent de la monnaie bancaire (celle qui s'intègre dans l'agrégat M1).

Exemple : Monsieur Dubois obtient un prêt de 700 000 € pour acheter un appartement. La banque inscrit simultanément à son actif une créance sur Monsieur Dubois et au passif un dépôt de 700 000 € sur son compte. La monnaie bancaire est créée ex nihilo et pourra ensuite circuler dans l'économie réelle.

Aux États-Unis, à la suite de la crise dite des 'subprimes' de 2008, la Réserve Fédérale a émis en 15 ans une *quantité exceptionnelle* de monnaie. C'est ainsi que le bilan de la Fed est passé d'environ 900 milliards de dollars avant 2008 à plus de 8 900 milliards en 2022. En France et en zone euro, la base monétaire (M0) a connu elle aussi une expansion spectaculaire, essentiellement sous forme de réserves bancaires.

Aux Etat Unis cet afflux inouï de monnaie a notamment contribué à stabiliser le système bancaire, et à aider en particulier celles qui avaient accordé des prêts gagés sur un immobilier qui s'est avéré surévalué. Il fallait les sauver, au détriment éventuel de la classe moyenne qui s'était endettée en pensant pouvoir payer leurs mensualités d'emprunts grâce à la plus-value espérée pour leur acquisition immobilière.

Le seul fait que ni la monnaie centrale ni la monnaie bancaire ne se distribuent façon uniforme permet d'expliquer en grande partie la déconnexion observée entre création monétaire abondante et ses effets réels sur l'économie.

1.2. Friedman avait raison… mais incomplètement :

Milton Friedman, figure emblématique du monétarisme, a popularisé une formule devenue célèbre : « **L'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire.** », comme si l'inflation ne pouvait être QUE monétaire. Il plaidait en conséquence pour une croissance stable et prévisible de la masse monétaire, afin d'éviter les grands déséquilibres.

Sur le fond, Friedman avait partiellement raison : *une création monétaire excessive* finit généralement, à long terme, par se traduire par une hausse des prix. Son diagnostic quantitatif reste pertinent pour comprendre les grandes tendances séculaires.

Pourtant, cette vision centrée sur la quantité globale de monnaie apparaît insuffisante pour expliquer les phénomènes que nous observons depuis les années 2000, et surtout depuis 2008.

Le problème majeur des économies financiarisées contemporaines n'est pas seulement de savoir combien de monnaie est créée, *mais par quels circuits et dans quel ordre* elle se diffuse. Friedman raisonnait dans un cadre où l'on pouvait encore supposer une propagation relativement homogène de la nouvelle monnaie à travers l'économie. On pensait pouvoir se limiter à l'étude globale de la rencontre entre Offre et Demande de monnaie, et négliger le mécanisme réel de cette confrontation. Dans le monde actuel, dominé par les banques centrales, les marchés

financiers globaux et les mécanismes bilanciels, cette hypothèse ne tient plus.

La nouvelle monnaie nouvelle n'irrigue jamais instantanément l'économie productive et les ménages : sauter des étapes dans l'analyse s'avère être une approximation nuisible

L'analyse approfondie des modalités de cette diffusion monétaire nous semble d'autant plus importante quand le contexte purement économique s'avère maussade. Lorsque la croissance de l'économie n'est plus en France celle des Trente Glorieuses, quand les investissements productifs justifiaient alors pour une bonne part un accompagnement prioritaire du système bancaire et financier, l'Offre de monnaie s'avère différente. En période de moindre croissance, voire de stagnation économique, on finance de moins en moins directement la sphère réelle, même si les flux monétaires ne cessent pas vraiment : ils vont simplement davantage vers des actifs déjà existants.

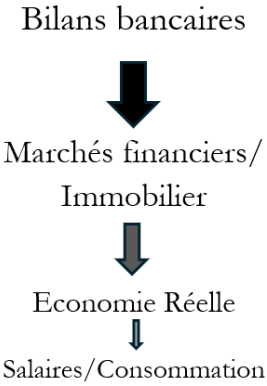
L'analyse des canaux de diffusion de la monnaie nouvelle s'avère essentielle puisqu'elle permet de mieux comprendre ce qui peut affecter les effets attendus d'une création monétaire plus traditionnelle.

On observe alors des conséquences que la seule approche quantitative ne permet pas de prévoir pleinement :

- une forte valorisation des actifs patrimoniaux ou financiers qui profite en priorité à ceux qui en détiennent déjà ;

- une transmission beaucoup plus lente et atténuée vers les revenus du travail et les prix à la consommation ;
- des distorsions structurelles persistantes : mauvaise allocation du capital, creusement des inégalités patrimoniales, et affaiblissement relatif de l'investissement productif réel.

En France comme ailleurs, la financiarisation accrue (notamment après la réforme bancaire de 1984) a multiplié ces canaux privilégiés. L'approche bilancielle rend cette réalité visible.



Friedman avait sans doute mésestimé l'importance des circuits et des hiérarchies de diffusion dans un système financiarisé. L'intuition originelle de Cantillon apporte ici un éclairage décisif : la quantité compte, mais *l'ordre et la structure de diffusion* de cette monnaie comptent tout autant — voire davantage — pour comprendre les mécanismes de l'illusion monétaire contemporaine.

1.3. Apports de Maurice Allais : inefficience du système monétaire et coût d'opportunité

Si Milton Friedman insiste sur la quantité de monnaie, Maurice Allais attire l'attention sur sa *qualité* et sur les *distorsions structurelles* qu'une création monétaire excessive et mal orientée peut engendrer.

Allais mettait en garde contre une création monétaire qui, faute de contrepartie réelle suffisante, provoque une *mauvaise allocation du capital*. La nouvelle monnaie ne se contente pas d'augmenter les prix : elle peut fausser les signaux économiques, encourager les investissements spéculatifs au détriment des investissements productifs, et engendrer un coût d'opportunité élevé pour la société tout entière.

Dans un système où la monnaie naît principalement par le crédit et circule d'abord dans la sphère financière, *une part importante des ressources* est détournée vers la valorisation d'actifs existants plutôt que vers la création de nouvelles capacités productives. Ce phénomène s'est accentué depuis le développement important des marchés financiers.

Allais allait jusqu'à *proposer une séparation* stricte entre banques de dépôt (qui ne pourraient prêter que les fonds effectivement déposés) et banques d'investissement, afin de limiter cette création monétaire « sans ancrage réel ».

L'apport d'Allais est particulièrement précieux pour notre propos : il permet de comprendre que la diffusion hiérarchique et désordonnée de la monnaie ne produit *pas*

seulement des effets redistributifs (Cantillon), mais aussi des inefficiences structurelles durables — bulles d'actifs, surendettement, et affaiblissement de la croissance réelle potentielle.

L'effet Cantillon – Pourquoi la monnaie n'est pas un voile neutre :

> *Concept classique* (Cantillon, 1755) : La nouvelle monnaie enrichit d'abord ceux qui la reçoivent en premier, avant de se diffuser avec des variations de prix relatifs.
> *Version contemporaine* : Création par les banques centrales → entrée prioritaire dans le système financier → forte valorisation des actifs avant transmission à l'économie réelle.
> *Conséquence* : La monnaie n'est pas neutre. Elle modifie la répartition des richesses et des opportunités.
> *Complément allaisien* : Au-delà de sa seule répartition, une diffusion qui ne prend pas en compte, en priorité, les véritables besoins économiques entraîne des distorsions dans l'allocation du capital et un coût d'opportunité important pour la collectivité.

1.4. Les mécanismes de la déconnexion monétaire-patrimoniale-réelle :

Intéressons donc nous maintenant à cette déconnexion entre les différentes sphères de l'économie contemporaine.

Reprenons ainsi l'exemple de la France et de la zone Euro pour la période « Covid' » (fin 2019 – mi-2022)

Entre fin 2019 et fin 2021, la création monétaire a été particulièrement dynamique en zone euro, il s'agissait alors de combler par des avances, financées par la Banque Centrale et les banques commerciales, la stagnation, voire le recul, de la production et de la consommation. Mais cette nouvelle monnaie a conduit à *deux évolutions de prix fort différentes*, selon le type de récepteurs de cette monnaie nouvelle.

Inflation de consommation (IPC) : restée très modérée en 2020 et début 2021 (souvent < 2 %), avant de s'accélérer fortement à partir de mi-2021. En mai 2022, l'inflation en France approchait les 5-6 % en glissement annuel.

Prix des actifs (Immobilier et actifs financiers): les prix de l'immobilier ancien en France ont progressé de +6 à +8 % par an en moyenne, tandis que le CAC 40 a rebondi de plus de 30 % entre mi-2020 et fin 2021.

Mesuré par l'indice des prix à la consommation, le salaire réel moyen est resté quasiment stable depuis 2015 : l'indice Insee du salaire net moyen à temps complet dans le secteur privé, corrigé de l'inflation, s'établit à 371 en 2023, contre 370 en 2015 (base 100 en 1951). L'Insee le confirme : « entre 2019 et 2025, le pouvoir d'achat du salaire net moyen n'a augmenté que de 0,2 % » (Insee Première n° 2132, octobre 2026).

Mais cet indice ignore le prix d'achat des logements, et les loyers n'y pèsent qu'environ 6 %. Mesuré en mètres carrés de logement, le salaire moyen a perdu environ 15 % de son pouvoir d'achat entre 2015 et 2022 ; malgré le recul des prix immobiliers depuis 2023, il restait encore inférieur d'environ 3 % à son niveau de 2015 en 2025, sans même tenir compte de la hausse des taux d'emprunt. Les deux chiffres sont vrais : ils ne mesurent pas la même inflation (voir le graphique du chapitre 3).

Il semble important de rappeler ici la distinction fondamentale entre valeur nominale et valeur réelle, sachant que pour les actifs la hausse de l'IPC est en général déjà intégrée :

Monnaie nominale : quantité de monnaie en euros courants (sans ajustement)
Monnaie réelle : quantité de monnaie corrigée de l'inflation
Actifs financiers/immobiliers : déjà exprimés en termes réels (indices)

Ces exemples montrent que *la monnaie nouvelle n'affecte pas tous les prix de la même manière ni au même moment.* Elle gonfle d'abord la sphère patrimoniale, ce qui invalide la métaphore de l'hélicoptère larguant uniformément de la monnaie. Dans la réalité non friedmanienne, l'injection monétaire a peu à voir avec la diffusion d'un voile monétaire qui n'exercerait aucune autre

influence sur la sphère réelle que sur les prix des biens et services.

1.5 L'influence structurante du dollar

Il serait cependant erroné de limiter les effets de la création monétaire à la seule sphère nationale. Cette dynamique de création monétaire n'est pas seulement nationale : elle est profondément marquée par le rôle dominant du dollar dans le système monétaire international.

En tant que principale monnaie de réserve mondiale, le dollar structure à la fois la création monétaire globale et ses canaux de diffusion. Les décisions de la Réserve Fédérale américaine ont des effets de contagion puissants sur le reste du monde, via les flux de capitaux, le financement du commerce international (notamment des matières premières) et le bilan des acteurs non américains qui détiennent massivement des actifs en dollars.

Ainsi, même lorsque la Banque Centrale Européenne ou la Banque de France mènent leur propre politique, elles opèrent dans un environnement où *la création monétaire est largement « dollar-centrée ».* Cette domination influence fortement la répartition de la nouvelle monnaie entre sphères financière, patrimoniale et réelle, tant aux États-Unis qu'en Europe.

Retour sur les quatre questions clés

- La création monétaire se distribue prioritairement vers la sphère patrimoniale (actifs financiers et immobiliers),
- Le dollar joue un rôle majeur, car une grande partie de la création monétaire mondiale est libellée ou indexée sur le dollar,
- Le consommateur final est touché en dernier : son pouvoir d'achat est érodé par la hausse des prix des actifs (logement) avant même l'inflation de consommation,
- L'énergie commence à apparaître comme un révélateur : lorsque les prix énergétiques augmentent, ils exposent les limites de cette création monétaire abondante.

Conclusion du chapitre

La création monétaire contemporaine ne se contente plus d'augmenter la quantité de monnaie en circulation. *Elle redessine les circuits* par lesquels cette monnaie circule, les bilans qu'elle traverse, les patrimoines qu'elle gonfle et les prix qu'elle influence.

Dans les économies financiarisées, la monnaie nouvelle ne se diffuse plus de manière homogène, comme le supposait encore une partie de la théorie économique du XX^{e} siècle avec la métaphore du voile monétaire.

Ce retard structurel peut produire des effets profonds : divergence entre patrimoine et revenus, renchérissement du

coût du logement, affaiblissement du pouvoir d'achat réel, et sentiment diffus que l'effort individuel ne suffit plus à suivre la dynamique des prix.

L'effet Cantillon, loin d'avoir disparu, s'est amplifié et complexifié. Il ne s'exerce plus seulement entre catégories sociales, mais entre sphères économiques : monétaire, patrimoniale, réelle.

À cette hiérarchie interne s'ajoute une hiérarchie externe, mondiale : celle du dollar. Les décisions de la Réserve Fédérale américaine se répercutent sur les bilans du monde entier, orientent les flux de capitaux, influencent les prix des matières premières et conditionnent la diffusion globale de la liquidité.

Ainsi, les mécanismes de déconnexion observés au sein des économies nationales se prolongent désormais à l'échelle du système monétaire international lui-même. La sphère monétaire mondiale, centrée sur le dollar, impose son rythme, ses cycles, ses contraintes.

Comprendre cette architecture — hiérarchique, bilancielle, financiarisée, dollar-centrée — nous apparaît indispensable pour mieux appréhender les tensions économiques et sociales du XXI^{e} siècle.

Car lorsque la monnaie circule d'abord dans les patrimoines avant d'atteindre les revenus, lorsque les bilans financiers gonflent plus vite que la production réelle, lorsque les prix des actifs s'envolent tandis que les salaires stagnent, c'est l'ensemble du contrat social qui se trouve fragilisé.

Ce premier chapitre a posé les bases : la monnaie moderne n'est pas neutre, ni dans sa quantité, ni dans son ordre de diffusion. Elle crée des gagnants et des perdants, des zones d'expansion et des zones de tension, des illusions de richesse et des réalités de pouvoir d'achat érodé.

Dans le chapitre suivant, nous allons franchir une étape supplémentaire : tenter de comprendre comment cette hiérarchie monétaire interne s'inscrit dans une architecture mondiale dominée par le dollar, et comment cette domination structure la diffusion globale de la liquidité, les cycles financiers internationaux et les déséquilibres qui en découlent.

> Autrement dit : après avoir observé *comment* la monnaie se diffuse, nous allons examiner *où* elle se diffuse — et pourquoi ce *"où"* détermine désormais une grande partie des dynamiques économiques contemporaines.

CHAPITRE 2 – Le dollar, moteur et amplificateur de la déconnexion

Le reste du monde échange des biens réels, de l'énergie et du travail contre des créances libellées dans une monnaie que les États-Unis peuvent émettre plus facilement que n'importe quel autre pays, presque sans contraintes.

Fil directeur

> Le dollar n'est pas seulement une monnaie dominante : c'est l'ossature d'une hiérarchie monétaire mondiale qui organise la diffusion asymétrique de la monnaie à l'échelle planétaire.

Il structure les bilans des banques centrales, oriente les flux de capitaux, détermine les termes de l'échange énergétique et impose aux économies périphériques des ajustements que les États-Unis peuvent différer.

Les 4 Questions Clés

- Comment la création monétaire mondiale se diffuse-t-elle entre sphères monétaire, patrimoniale et réelle ?
- Quel rôle joue le dollar dans cette diffusion hiérarchique ?
- Quelles conséquences concrètes pour les économies importatrices d'énergie et les ménages ?

- Comment l'énergie agit-elle comme contrainte réelle révélant les déséquilibres du système dollar-centré ?

Dans ce chapitre, nous approfondissons la question n°2 : *le dollar comme moteur, organisateur et amplificateur de la déconnexion mondiale.*

2.1 — Un privilège exorbitant

Depuis la fin du système de Bretton Woods en 1971, le dollar est resté la principale monnaie des échanges internationaux, des réserves de change et de la facturation des matières premières.

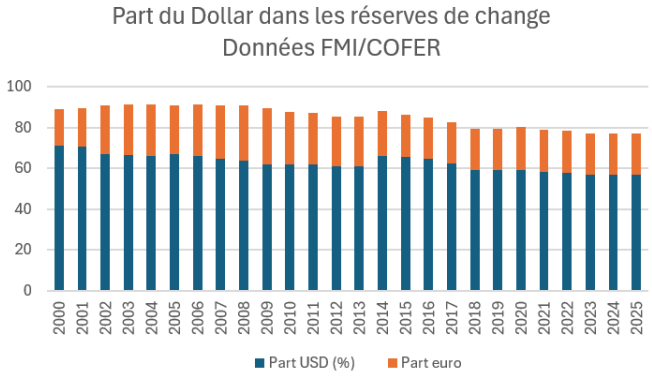
Ce "*privilège exorbitant*", selon la formule devenue célèbre de Valéry Giscard d'Estaing permet aux États-Unis de financer des déficits courants structurels sans ajustement immédiat brutal. Depuis 1971, certes, le dollar n'est plus adossé à l'or. Mais il s'est adossé à quelque chose de plus puissant : **la confiance mondiale dans les bilans américains.**

Le dollar comme actif de réserve global

Selon les données du FMI (COFER, 2025), les réserves de change mondiales s'élèvent à 13 140 milliards de dollars, dont :

- **56,8 % en dollars**,
- **20,3 % en euros**,
- **2 % en yuans**,
- le reste réparti entre yen, livre sterling et autres devises.

Cette répartition n'est pas un simple héritage historique : elle reflète une hiérarchie de liquidité, de profondeur de marché et de sécurité institutionnelle.



Une hiérarchie bilancielle mondiale

Les banques centrales étrangères détiennent des 'Treasuries' comme actifs de réserve. Cela signifie que :

- les bilans étrangers **absorbent** la création monétaire américaine,
- les États-Unis financent leurs déficits **en exportant leur monnaie**,
- le reste du monde **porte le risque de taux** et de duration américain.

Autrement dit : l**e monde entier est inséré dans le bilan élargi de la Réserve fédérale.**

Cette situation est unique dans l'histoire économique moderne : aucune autre puissance n'a jamais bénéficié d'un

tel alignement entre sa monnaie, ses marchés financiers et les besoins structurels du reste du monde.

La diffusion asymétrique mondiale

La monnaie créée par la Fed diffuse selon une hiérarchie :

- **1. Centre** : marchés d'actifs américains, institutions financières, bilans domestiques.
- **2. Semi-périphérie** : Europe, Japon, Corée, économies intégrées.
- **3. Périphérie** : pays importateurs d'énergie, économies dollarisées, pays à faible crédibilité monétaire.

Cette hiérarchie mondiale **amplifie l'effet Cantillon,** déjà décrit au niveau d'un seul pays : ceux qui reçoivent la monnaie en premier bénéficient d'actifs valorisés ; ceux qui la reçoivent en dernier subissent les prix de l'énergie et des importations.



FED -création monétaire ($)

↓

Primary Dealers &Banques Internationales

↓

Marchés Financiers US

Inflation Patrimoniale Forte

↓

Economie Américaine

Importation Massive de Biens

↓

Pays Périphériques & Importateurs Nets

*La nouvelle monnaie profite **d'abord** aux acteurs les plus **proches** du système dollar, avant d'atteindre, atténuée, les économies périphériques*

2.2 — Le système offshore du dollar : la face cachée de la domination américaine

Le dollar ne domine pas seulement parce qu'il est utilisé dans les échanges internationaux. Il domine parce qu'il existe **un système parallèle**, hors des États-Unis : le marché des eurodollars, ou dette offshore en dollars.

Qu'est-ce que la dette offshore en dollars ?

Ce sont des dollars créés **en dehors** des États-Unis, par :

- des banques européennes,
- des banques asiatiques,
- des institutions financières internationales.

Ces acteurs créent des dépôts en dollars **sans passer par la Fed**. Ce système représente *des milliers de milliards de dollars*, et il n'apparaît pourtant dans aucun bilan officiel américain.

Un système gigantesque, opaque, mais dépendant de la Fed

Le paradoxe est saisissant :

- la Fed ne contrôle pas ces dollars 'offshore',
- mais elle doit les sauver en cas de crise.

C'est ce qui s'est produit en 2008, puis en 2020 : la Fed a ouvert des lignes de swap massives pour fournir des dollars aux banques centrales étrangères, afin d'éviter un effondrement du système offshore.

Pourquoi ce système renforce la domination du dollar ?

Parce que :

- les entreprises du monde entier empruntent en dollars,
- les banques du monde entier prêtent en dollars,

- les États du monde entier émettent des obligations en dollars.

Résultat : *la Fed est devenue la banque centrale du monde, même pour des dollars qu'elle n'a pas créés.*

Le cas de Lucía, Buenos Aires (2018)

> « En 2018, Lucía, jeune architecte à Buenos Aires, voit sa mensualité de prêt immobilier doubler en quelques mois. Elle n'a pourtant rien fait : c'est le peso qui s'est effondré face au dollar. Comme son prêt était libellé en dollars — pratique courante en Argentine — sa dette est devenue insoutenable. Lucía n'a jamais mis les pieds aux États-Unis. Mais sa maison dépendait, elle aussi, de la politique monétaire américaine. »

2.3 — Les grandes crises du dollar : une histoire de dépendance mondiale

La domination du dollar ne se manifeste pas seulement dans les périodes de stabilité.
Elle apparaît avec une clarté encore plus grande **dans les crises**, lorsque les tensions financières révèlent la dépendance structurelle du reste du monde à la liquidité américaine.

Chaque grande crise financière mondiale récente comporte une dimension liée au dollar.

1980 — Le choc Volcker : la première onde de choc mondiale

À la fin des années 1970, l'inflation américaine dépasse 13 %. Paul Volcker, président de la Fed, décide alors de mener une politique monétaire d'une brutalité inédite, les taux directeurs montent jusqu'à **20 %**.

Conséquences :

- effondrement des devises émergentes,
- explosion du coût de la dette extérieure,
- crise de la dette latino-américaine,
- défauts souverains en cascade (Mexique, Brésil, Argentine…).

Ce choc révèle un mécanisme fondamental :

> Quand la Fed resserre sa politique monétaire, le monde entier doit s'ajuster.

1997 — La crise asiatique : la vulnérabilité des dettes en dollars

Dans les années 1990, plusieurs pays asiatiques (Thaïlande, Indonésie, Corée du Sud…) empruntent massivement en dollars, tout en maintenant des taux de change quasi fixes.

Lorsque le dollar s'apprécie :

- les dettes en dollars deviennent insoutenables,
- les réserves de change fondent,
- les capitaux fuient,
- les monnaies s'effondrent.

La crise asiatique montre que :

> La dette en dollars est un amplificateur de fragilité pour les économies émergentes.

2013 — Le "Taper tantrum" (ou très forte volatilité): la dépendance aux flux de capitaux

En 2013, la Fed annonce simplement qu'elle envisage de réduire ses achats d'actifs (QE). Elle ne resserre pas encore sa politique monétaire — *elle évoque seulement la possibilité* de le faire.

Pourtant :

- les capitaux quittent massivement les pays émergents,
- les devises s'effondrent (Inde, Indonésie, Brésil, Turquie…),
- les taux d'intérêt locaux explosent.

Ce choc montre que :

> Le monde ne dépend pas seulement des décisions de la Fed, mais de ses intentions.

2022 — Le choc dollar : la transmission directe aux prix de l'énergie

En 2022, la Fed mène le resserrement monétaire le plus rapide depuis 40 ans. Le dollar s'apprécie de **15 à 20 %** en quelques mois.

Conséquences :

- explosion des factures énergétiques pour les pays importateurs,
- inflation importée massive,
- dépréciation des devises émergentes,
- tensions sur les bilans publics et privés.

Ce choc révèle un mécanisme central de ce chapitre :

> Le dollar exporte les cycles monétaires américains vers le reste du monde.

2.4 — Le pétrodollar : ancrage énergétique et contrainte réelle

> Le pétrodollar n'est pas un simple accord technique. C'est le point de jonction entre **la monnaie dominante** et **la ressource physique essentielle**.

Il constitue l'un des piliers les plus concrets du privilège du dollar.

Un accord implicite, mais structurant

Depuis les années 1975 :

- le pétrole est facturé en dollars,
- les excédents pétroliers sont recyclés en actifs américains (notamment Treasuries),
- les États-Unis garantissent la sécurité des principaux producteurs du Golfe.

Ce mécanisme crée une *demande structurelle, permanente et incompressible* de dollars.

Même si le commerce mondial se diversifie, même si les discours sur la dédollarisation se multiplient, le pétrole — ressource vitale — reste massivement libellé en dollars.

L'énergie comme contrainte réelle

Même si le prix du pétrole reste stable, *une appréciation du dollar renchérit mécaniquement l'énergie pour les pays importateurs.*

C'est un mécanisme implacable :

- le pétrole est payé en dollars,
- les pays importateurs doivent acheter des dollars,
- si leur monnaie se déprécie, leur facture énergétique augmente.

Le cas d'Amina, Casablanca (2022)

« En 2022, Amina, infirmière à Casablanca, voit sa facture d'électricité augmenter de 18 % en un an. Pourtant, son salaire n'a progressé que de 2 %.
Le Maroc n'a pas changé sa politique énergétique, et le prix du pétrole n'a pas explosé. La véritable cause est ailleurs : le dollar s'est apprécié de près de 15 %.
Comme la quasi-totalité des importations d'énergie du pays sont libellées en dollars, chaque hausse du billet vert oblige l'État à dépenser davantage de dirhams pour acheter la même quantité de pétrole.
Amina n'a jamais vu un seul dollar de sa vie. Pourtant, son pouvoir d'achat dépend directement de la politique monétaire américaine. »

Cet exemple illustre un mécanisme central :

> Les décisions de la Réserve Fédérale impactent les factures énergétiques des ménages du monde entier.

Une hiérarchie énergétique

Le pétrodollar crée une hiérarchie :

- les États-Unis importent de l'énergie **contre leur propre monnaie**,
- les autres pays importent de l'énergie **contre une monnaie qu'ils ne contrôlent pas**.

C'est l'un des mécanismes les plus puissants de la déconnexion mondiale.

Boucle du pétrodollar

> Cette boucle est à la fois très simple et d'une importance capitale. Elle s'exerce en 5 étapes : pétrole → demande de dollars → pétrodollars → Treasuries → déficit américain → retour au pétrole.

Un mécanisme auto-entretenu

Le pétrodollar crée une boucle :

1. Le pétrole est facturé en dollars.
2. Les pays importateurs doivent acheter des dollars.
3. Les pays exportateurs accumulent des pétrodollars.
4. Ils les recyclent en Treasuries.
5. Les États-Unis financent leur déficit courant.
6. La stabilité du système renforce la demande de dollars.

Cette boucle explique pourquoi :

- le dollar reste dominant malgré les discours sur la dédollarisation,
- les États-Unis peuvent financer des déficits massifs sans crise immédiate,
- les pays importateurs d'énergie subissent les variations du dollar.

C'est une autre variation, économique cette fois, de l'effet Cantillon à l'échelle planétaire.

2.5 — Les balances des paiements : une lecture bilancielle

> L'approche traditionnelle du PIB (C + I + G + NX) montre une anomalie américaine persistante : les États-Unis affichent un **déficit courant massif**, année après année, sans subir les ajustements que connaissent habituellement les autres pays.

En 2025, ce déficit dépasse **1 120 milliards de dollars**. Pour n'importe quel autre pays, un tel déséquilibre provoquerait :

- une dépréciation de la monnaie,
- une hausse des taux d'intérêt,
- une perte de confiance des investisseurs.

Mais pour les États-Unis, il n'en est rien. Pourquoi ?

> Parce que le déficit courant américain n'est pas un problème à corriger : il est le mécanisme par lequel le monde entier obtient les dollars dont il a besoin.

Le déficit courant comme exportation de monnaie

Les États-Unis importent :

- des biens réels,

- de l'énergie,
- du travail étranger,

et en échange, ils exportent :

- des créances financières qu'ils émettent eux-mêmes.

Autrement dit :

> Les États-Unis peuvent acquérir des biens et services réels en émettant des créances financières libellées dans leur propre monnaie.

Ce mécanisme est au cœur de la hiérarchie monétaire mondiale.

Le cas de Mehmet, Bursa (2023)

« En 2023, Mehmet, propriétaire d'un petit atelier textile à Bursa, voit le prix de ses importations de coton et de machines augmenter de 25 % en quelques mois. Ses fournisseurs n'ont pourtant pas changé leurs tarifs.
Le problème vient d'ailleurs : la livre turque s'est dépréciée de plus de 30 % face au dollar. Comme la quasi-totalité de ses intrants industriels sont facturés en dollars, Mehmet doit payer beaucoup plus cher pour acheter exactement les mêmes biens. Il augmente ses prix, mais ses clients — eux aussi touchés par l'inflation — réduisent leurs commandes. Mehmet n'a jamais emprunté un seul dollar. Pourtant, sa survie économique dépend directement de la valeur du dollar sur les marchés mondiaux. »

Cet exemple montre que la dépendance au dollar ne concerne pas seulement l'énergie : elle touche **toute la chaîne productive mondiale**.

On retrouve ici une autre forme de l'Effet Cantillon International, les flux qui partent de la Réserve Fédérale : *Flux : Fed → marchés d'actifs → bilans américains → flux de capitaux → réserves de change → pays importateurs → ménages.*

Un système où les bilans semblent importer davantage que les flux

Dans ce système :

- les flux commerciaux (exportations/ importations) deviennent secondaires,
- les bilans (réserves, dettes, actifs financiers) deviennent centraux.

Les déséquilibres ne se manifestent plus d'abord dans les flux, mais dans les bilans — parfois longtemps avant que les statistiques traditionnelles ne les révèlent. C'est l'une des idées majeures de cet ouvrage : *l'analyse des bilans semble désormais plus explicative que les flux pour de nombreuses dynamiques contemporaines.*

2.6 — Fragilités et tensions du système dollar-centré

Le système dollar-centré offre aux États-Unis un avantage stratégique unique. Mais il crée aussi des fragilités systémiques croissantes.

La weaponization du dollar

Depuis les années 2010, le dollar est de plus en plus utilisé comme instrument géopolitique :

- sanctions financières,
- gel d'actifs,
- exclusion de SWIFT,
- restrictions sur les transactions en dollars.

Ces mesures renforcent le pouvoir américain, mais elles incitent aussi les pays non alignés à chercher des alternatives.

Le cas russe (2022)

Le gel de **300 milliards de dollars** de réserves russes a marqué un tournant historique. Pour la première fois, un pays du G20 a vu ses réserves en devises gelées. Conséquences : accélération de la dédollarisation russe, méfiance accrue des pays émergents, diversification progressive des réserves (or, yuan, dirham…).

Ce choc a rappelé une vérité simple :

> Les réserves en dollars comportent un risque politique.

L'accumulation de dettes américaines

La dette publique américaine dépasse **39 000 milliards de dollars** en 2026. Pour n'importe quel autre pays, un tel niveau serait insoutenable.

Mais pour les Etas- Unis il en va autrement, car ils bénéficient d'un privilège unique :

- leur dette est la principale **réserve de valeur** mondiale,
- les banques centrales étrangères continuent d'acheter des Treasuries,
- les marchés financiers américains restent les plus liquides du monde.

Cet avantage structurel extraordinaire, ce privilège, n'est peut-être pas éternel, mais il demeure puissant.

La trappe du 'privilège exorbitant'

Tant que le monde accepte d'accumuler des dollars :

- les États-Unis n'ont pas besoin d'ajuster leurs déficits,
- les déséquilibres mondiaux s'accumulent,
- la soutenabilité du système se fragilise.

Le système dollar-centré fonctionne tant que :

- les exportateurs d'énergie acceptent les dollars,
- les banques centrales étrangères accumulent des Treasuries,
- les marchés financiers américains restent stables.

Mais si l'un de ces piliers vacille, le système pourrait entrer dans une zone d'instabilité.

Conclusion du chapitre

Le dollar n'est pas seulement une monnaie dominante : *c'est l'architecture centrale d'un système monétaire mondial hiérarchisé*, où la liquidité américaine irrigue le

monde selon un ordre précis — du centre vers la périphérie — en façonnant les bilans, les prix, les flux et les vulnérabilités.

Ce système organise :

- la diffusion asymétrique de la monnaie,
- la valorisation prioritaire des actifs américains,
- la transmission directe des cycles monétaires américains aux pays importateurs d'énergie,
- la fragilisation bilancielle des économies dépendantes du dollar.

En permettant aux États-Unis d'émettre la monnaie que le monde utilise pour acheter son énergie, le dollar transforme un déficit courant structurel en *avantage stratégique durable*. Mais ce privilège a un coût géopolitique : il crée des déséquilibres mondiaux persistants, une dépendance énergétique asymétrique, et une vulnérabilité accrue des ménages et des entreprises des pays périphériques.

Le système dollar-centré amplifie ainsi la déconnexion entre sphères monétaire, patrimoniale et réelle et prépare le terrain aux dynamiques inflationnistes différenciées que nous analyserons dans le chapitre suivant.

Réponses aux 4 questions clés du chapitre

1. **Comment la création monétaire mondiale se diffuse-t-elle entre sphères monétaire, patrimoniale et réelle ?**

La diffusion suit une **hiérarchie mondiale** dominée par le dollar. La liquidité créée par la Fed irrigue d'abord les marchés d'actifs américains, puis les économies intégrées, et enfin les pays importateurs d'énergie. Cette diffusion asymétrique produit un **effet Cantillon international** : valorisation patrimoniale au centre, inflation importée à la périphérie.

2. **Quel rôle joue le dollar dans cette diffusion hiérarchique ?**

Le dollar est **le cœur de l'architecture monétaire mondiale**. Il domine les réserves de change, la dette internationale, la facturation des matières premières, et même la liquidité offshore (eurodollars). Il organise donc la diffusion mondiale de la monnaie et impose au reste du monde les cycles monétaires américains.

3. **Quelles conséquences concrètes pour les économies importatrices d'énergie et les ménages ?**

Elles sont immédiates et directes :

- renchérissement de l'énergie lorsque le dollar s'apprécie,
- hausse du coût des importations industrielles,
- dépréciation des devises locales,
- fragilisation des bilans publics et privés,
- inflation importée pour les ménages.

Les cas d'Amina (Maroc) et de Mehmet (Turquie) illustrent cette transmission directe du dollar aux prix réels.

4. Comment l'énergie agit-elle comme contrainte réelle révélant les déséquilibres du système dollar-centré ?

L'énergie — surtout le pétrole — est **facturée en dollars**. Cela crée une contrainte réelle : les pays importateurs doivent acheter des dollars, et leur facture énergétique dépend du taux de change. Le pétrodollar forme une *boucle auto-entretenue* qui renforce la demande mondiale de dollars et révèle *les déséquilibres bilanciels* du système.

> Ainsi, après avoir analysé la hiérarchie monétaire mondiale et le rôle structurant du dollar, le chapitre 3 montrera *comment ces déséquilibres se traduisent dans les dynamiques inflationnistes*, et pourquoi l'inflation n'est jamais la même selon la place qu'occupe un pays dans cette hiérarchie.

CHAPITRE 3 – Une inflation peut en cacher une autre

« En 2024, Claire et Julien, un couple de trentenaires vivant à Nantes, voient leur salaire augmenter de 2,5 %. L'INSEE annonce une inflation de 2,1 %. Sur le papier, leur pouvoir d'achat semble donc préservé.
Pourtant, leur réalité est tout autre. Leur loyer a augmenté de 6 %, le prix du mètre carré dans leur quartier a pris 9 % en un an, et la maison qu'ils espéraient acheter depuis trois ans s'est éloignée encore un peu plus.
Dans leur quotidien, les prix des biens courants n'ont pas explosé. Mais ce qui conditionne leur trajectoire de vie — l'accès au logement — s'est renchéri bien plus vite que leurs revenus.
Claire résume la situation d'une phrase : "L'inflation, je ne la vois pas dans mon caddie. *Je la vois dans ce que je ne pourrai jamais acheter*." »

Leur sentiment n'est pas une illusion : il reflète la coexistence de plusieurs inflations, qui n'affectent pas les mêmes prix, pas les mêmes sphères, et pas les mêmes personnes.

Leur situation n'est pas non plus un cas isolé : elle révèle une transformation profonde de la dynamique des prix. L'inflation n'est plus un phénomène homogène, mais un ensemble de tensions qui se déplacent d'une sphère à l'autre. C'est précisément ce que ce chapitre se propose d'explorer.

Fil directeur

> Comment la création monétaire et financière contemporaine, dominée par le dollar, déconnecte les sphères monétaire, patrimoniale et réelle — et érode in fine le pouvoir d'achat des agents dans un monde contraint par l'énergie.

3.1 Une histoire de prix : que mesure-t-on vraiment ?

L'expansion monétaire contemporaine ne produit pas une inflation unique, homogène et lisible. Elle engendre au contraire **plusieurs inflations simultanées**, qui ne touchent ni les mêmes prix, ni les mêmes sphères, ni les mêmes personnes.

C'est cette pluralité qui brouille la perception des ménages et rend les indicateurs traditionnels de plus en plus insuffisants.

Pendant longtemps, l'inflation a été *pensée comme une hausse générale et durable des prix*. Mais dans une économie financiarisée, où la monnaie circule d'abord par les bilans bancaires et les marchés d'actifs, cette définition devient trop étroite. La question n'est plus seulement *"les prix montent-ils ?"*, mais **"quels prix montent, à quel moment, et pour qui ?".**

Trois catégories de prix doivent être distinguées :

- **les prix des actifs financiers** (actions, obligations, produits dérivés) ;
- **les prix des actifs immobiliers** (logements, foncier, immobilier d'investissement) ;
- **les prix de consommation courante**, mesurés par l'Indice des Prix à la Consommation (IPC).

Ces trois univers ne réagissent pas de la même manière à la création monétaire. Ils ne sont pas synchronisés. Ils ne concernent pas les mêmes agents. Et surtout, ils ne racontent pas la même histoire économique.

Pendant plus d'une décennie, l'absence d'inflation visible dans l'IPC a été interprétée comme la preuve que les politiques monétaires ultra-expansives étaient sans danger.

C'est ainsi que :

> "L'essentiel de l'inflation contemporaine ne se manifeste plus en priorité dans l'indice des prix à la consommation (IPC), mais dans d'autres hausses, sur d'autres secteurs."

Autrement dit : **l'inflation n'a pas disparu — elle s'est déplacée.**

Elle s'est logée là où les ménages la ressentent le plus douloureusement : dans le logement, dans les actifs, dans les patrimoines.

Et c'est précisément cette déconnexion croissante entre les prix des actifs et les prix de consommation qui crée l'impression d'une économie "stable" pour les indicateurs, mais "hors de portée" pour les ménages.

D'où la question centrale de cette section :

> Que faut-il vraiment mesurer pour comprendre l'inflation d'aujourd'hui ?

Les prix du quotidien, certes. Mais aussi — et peut-être surtout — les prix qui déterminent les trajectoires de vie : logement, patrimoine, accès au capital.

3.2. Inflation monétaire et expansion du crédit

Tant que la liquidité nouvelle demeure principalement confinée dans les bilans financiers, l'expansion monétaire peut rester longtemps peu visible dans les prix à la consommation.

La création monétaire ne crée *pas une seule inflation,* mais trois inflations qui se diffusent à des vitesses différentes et qui profitent à des acteurs distincts. Cette fragmentation explique pourquoi une expansion d'une ampleur historique des bilans des banques centrales a pu coexister longtemps avec une inflation des prix à la consommation *relativement modérée*, avant que celle-ci ne resurgisse.

L'inflation monétaire désigne l'expansion rapide des agrégats monétaires (M1, M2, M3) et du volume global de

crédit. Après 2008, et surtout après 2020, les banques centrales ont injecté des quantités massives de monnaie centrale (réserves, QE), largement transformées en monnaie scripturale par les banques commerciales et le shadow banking (banques pas vraiment réglementées).

Pourtant, cette inflation monétaire est restée largement « invisible » pour le grand public. Une grande partie de la liquidité nouvellement créée est restée stockée sous forme de réserves excédentaires des banques ou d'actifs financiers, la vitesse de circulation de la monnaie demeurant faible.

La création monétaire massive est restée largement cantonnée dans la sphère financière tant que la vitesse de circulation demeure basse. Elle constitue le premier étage de la déconnexion : *une inflation de la quantité de monnaie qui ne se traduit pas immédiatement par une hausse généralisée des prix.*

3.3 Inflation des biens et services (IPC) – L'inflation de consommation

L'inflation de consommation est celle que les ménages perçoivent directement dans leur vie quotidienne. Elle correspond à la hausse des prix des biens et services courants, telle que mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation (IPC). C'est la forme d'inflation la plus visible, mais aussi — et c'est essentiel — *la plus tardive.*

> L'inflation de consommation arrive généralement en dernier dans la chaîne de transmission monétaire.

Cette phrase résume toute la dynamique contemporaine : la monnaie nouvelle ne se diffuse pas uniformément dans l'économie. Elle transite d'abord par les bilans financiers, les marchés d'actifs et l'immobilier, avant d'atteindre les prix du quotidien.

Tant que la liquidité reste confinée dans ces sphères, l'IPC demeure modéré, même lorsque la création monétaire est massive.

C'est cette temporalité décalée qui a entretenu, entre 2010 et 2020, l'illusion d'une économie stable. C'est ainsi que, entre 2010 et 2020, l'inflation de consommation, l'IPC, est demeurée relativement modérée dans la plupart des économies développées.

Mais cette stabilité n'était qu'apparente. *L'inflation se déplaçait ailleurs* : dans les actifs financiers, dans l'immobilier, dans les patrimoines.

Lorsque les tensions énergétiques et les politiques de soutien post-Covid ont rencontré ces déséquilibres accumulés, l'inflation de consommation a resurgi brutalement en 2021-2022.

L'IPC souffre en outre de limites structurelles. Il *exclut les prix des actifs*, notamment l'immobilier, qui constituent pourtant la dépense la plus déterminante pour les ménages. Il repose sur un panier fixe, qui ne reflète pas toujours les substitutions réelles.

> Et l'IPC sous-estime la perte de pouvoir d'achat lorsque les prix du logement augmentent plus vite que les salaires.

L'information sur les prix circule aujourd'hui très vite, ce qui réduit la portée de l'argument keynésien classique selon lequel les ménages seraient durablement trompés par l'inflation. *Ce n'est pas l'information qui manque* : ce sont les salaires qui s'ajustent lentement, et les prix du patrimoine qui échappent largement aux indicateurs officiels.

Ainsi, se concentrer uniquement sur l'IPC revient à ne voir qu'une partie du phénomène.

On peut alors passer à côté de ce qui affecte le plus profondément le niveau de vie :

> Si l'on s'intéresse seulement à l'indice des prix, on peut alors passer totalement à côté de ce qui se passe réellement dans l'économie, en négligeant ce qui impacte le plus le citoyen ordinaire, à savoir le coût du logement.

L'inflation de consommation n'est donc pas la première inflation : elle en est *l'aboutissement*. Elle révèle, avec retard, les tensions accumulées dans les sphères monétaire et patrimoniale.

La temporalité de diffusion de l'inflation

L'inflation ne naît pas partout au même moment.

Elle suit un parcours précis, déterminé par la manière dont la monnaie nouvelle circule dans l'économie. Ce parcours se déroule en **trois étapes successives**, chacune touchant des prix différents et des catégories d'agents distinctes.

1. Premier temps : l'inflation monétaire (immédiate)

La création monétaire apparaît d'abord dans les **bilans bancaires**, les réserves, les marchés financiers et les circuits de crédit. C'est une inflation "silencieuse" : elle gonfle la quantité de monnaie, mais pas encore les prix du quotidien. Elle bénéficie principalement aux acteurs proches de la création monétaire.

2. Deuxième temps : l'inflation patrimoniale (assez rapide)

La monnaie nouvelle se dirige ensuite vers les **actifs** : immobilier, actions, obligations. Les prix des actifs montent plus vite que les revenus, creusant les écarts patrimoniaux.

C'est la phase où les ménages ressentent une tension croissante : le logement s'éloigne, l'épargne ne suit plus.

3. Troisième temps : l'inflation de consommation (tardive)

L'inflation de consommation arrive généralement en dernier dans la chaîne de transmission monétaire.

Ce n'est qu'une fois la demande renforcée, ou les coûts de production augmentés (énergie, matières premières), que les prix des biens et services du quotidien commencent à s'élever. Cette inflation est la plus visible, mais elle ne constitue que l'aboutissement d'un processus déjà largement engagé ailleurs.

> Comprendre cette temporalité, c'est comprendre pourquoi l'inflation visible n'est jamais la première inflation — mais au contraire la dernière.

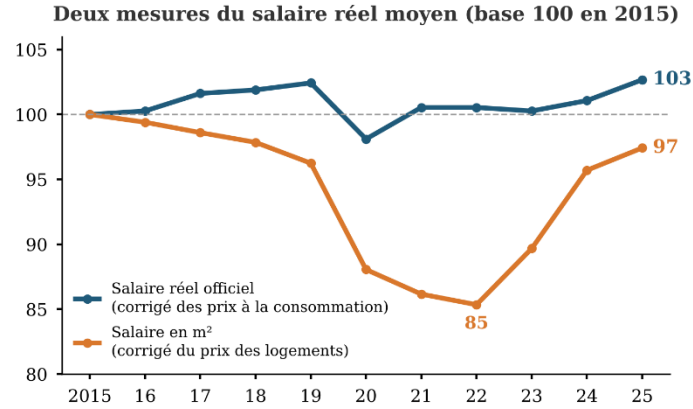
3.4 Inflation patrimoniale et prix des actifs

C'est la forme d'inflation la plus caractéristique de la période 2009-2021 : forte hausse des prix de l'immobilier, des actions (S&P 500, CAC 40), des obligations et d'autres actifs financiers.

Un ménage peut voir son salaire progresser de 3 %, tandis que le prix des logements augmente de 10 %. Comptablement, son revenu progresse ; patrimonialement, son accès à la propriété recule.

Cette disparité est décrite par le graphique suivant, qui compare deux mesures du salaire réel moyen, base 100 en

2015 : l'une corrigée par l'indice des prix à la consommation, l'autre par l'indice des prix des logements.



Sources : Insee (salaire net moyen à temps complet, secteur privé, jusqu'en 2023 ; Insee Première n° 2079 et 2132 pour 2024-2025 ; indice des prix à la consommation ; indice des prix des logements).

Corrigé des prix à la consommation, le salaire moyen est quasiment stable (103 en 2025). Exprimé en mètres carrés de logement, il tombe à 85 en 2022, avant de remonter à 97 en 2025 avec le repli des prix immobiliers. C'est toute la différence entre l'inflation de consommation et l'inflation patrimoniale.

Cette inflation s'explique principalement par la structure hiérarchique des circuits monétaires et financiers. La monnaie nouvelle créée par les banques centrales atteint d'abord les institutions financières et les marchés d'actifs (banques, 'primary dealers', investisseurs institutionnels) avant de diffuser plus lentement vers l'économie réelle.

Ces exemples illustrent que la monnaie nouvelle n'affecte pas tous les prix de la même façon ni au même moment. En

conséquence de cette diffusion hiérarchique « monétaro-financière », l'inflation patrimoniale profite en priorité aux détenteurs d'actifs existants, que ces actifs soient tangibles, comme l'immobilier, ou financiers, actions ou obligations.

Elle crée une valorisation patrimoniale considérable pour les détenteurs de capital tout en rendant l'accès à la propriété et aux actifs financiers de plus en plus difficile pour les nouvelles générations et les non-détenteurs.

Il en va de même pour les actifs financiers, même si ce phénomène affecte moins directement la vie quotidienne que le logement. Chacun de nous a besoin d'un logement, pas nécessairement d'un portefeuille d'actifs financiers, actions ou obligations.

Cela étant, on ne peut que constater cette déconnexion entre sphère réelle et sphère financière dans le marché des actions, par exemple le CAC 40 pour la France. Entre mi-2020 et avril 2026, le CAC40 est passé d'environ 5 000 à plus de 8 000 points, soit une progression supérieure à 60 %. Cette hausse a bénéficié directement aux détenteurs d'actions, mais n'a procuré aucun avantage comparable aux ménages qui ne possédaient pas d'actifs financiers.

Imaginons deux ménages disposant du même revenu.
Monsieur Dubois détient un portefeuille d'actions.
Monsieur Dupont n'en détient aucun.
Lorsque le CAC40 progresse de 60 % entre mi-2020 et 2026, le premier voit son patrimoine s'apprécier fortement tandis que le second n'en retire aucun bénéfice direct.

À revenu identique, l'écart patrimonial entre les deux ménages se creuse ainsi progressivement, sans qu'aucune différence de travail ou d'épargne ne l'explique directement.

Cette divergence produit des effets qui dépassent largement la seule valorisation financière. *Le patrimoine détenu par Monsieur Dubois peut lui servir d'apport*, de garantie ou de capacité d'endettement supplémentaire pour acquérir un logement ou réaliser d'autres investissements.

À l'inverse, *Monsieur Dupont, qui ne dispose pas de ce capital préalable, rencontre davantage de difficultés* pour accéder aux mêmes opportunités patrimoniales. *L'inflation des actifs tend ainsi à renforcer les écarts existants* : elle ne valorise pas seulement le patrimoine déjà constitué, elle facilite également l'acquisition du patrimoine futur.

Encore une illustration du fait que la diffusion hiérarchique de la monnaie nouvelle se fait d'abord de façon financière, par les marchés financiers, et se reflète d'abord dans la bourse, par exemple le CAC40, avant d'irriguer la sphère réelle.

3.5 Inégalités patrimoniales et effets distributifs

Les trois inflations n'affectent pas les mêmes agents économiques. Parce qu'elles se diffusent selon des canaux distincts, elles produisent également des effets distributifs différents.

Plus important encore, les conséquences humaines de cette diffusion hiérarchique de la monnaie peuvent progressivement transformer les trajectoires économiques des ménages, les rapports entre générations et, plus largement, les équilibres sociaux.

A. Le basculement des revenus vers le patrimoine

Dans les économies fortement financiarisées, *l'accès au patrimoine devient progressivement plus déterminant que le revenu* lui-même dans la trajectoire économique des ménages.

Pendant une grande partie du XXe siècle, les inégalités étaient principalement analysées à travers les écarts de revenus salariaux. Désormais, la valorisation des actifs immobiliers et financiers tend à jouer un rôle beaucoup plus structurant dans la formation des écarts de richesse.

La création monétaire abondante et la hausse prolongée des prix des actifs renforcent ainsi mécaniquement les écarts patrimoniaux entre générations, propriétaires et non-propriétaires.

L'exclusion des actifs patrimoniaux des principaux indices de prix conduit à sous-estimer profondément les effets distributifs réels de l'expansion monétaire. Les trois inflations ont pourtant des effets profondément inégalitaires, qui découlent directement de la hiérarchie de diffusion mise en lumière par l'effet Cantillon :

- Les détenteurs d'actifs, particulièrement les ménages les plus aisés, bénéficient davantage de l'inflation patrimoniale.
- Les classes moyennes et les jeunes subissent une double peine : stagnation des salaires réels et renchérissement du logement et des actifs.
- Les ménages modestes et retraités sont les plus exposés à l'inflation de consommation, particulièrement sur l'alimentation et l'énergie.

B. Le patrimoine comme nouvelle frontière générationnelle

La création monétaire abondante et l'inflation prolongée des actifs ont progressivement déplacé le cœur des inégalités du champ des revenus vers celui du patrimoine. *Les inégalités contemporaines deviennent ainsi davantage patrimoniales que salariales*.

Pour une partie croissante des nouvelles générations, la question économique centrale ne devient plus seulement celle du revenu ou de l'emploi, mais celle de l'accès initial au patrimoine.

Un jeune ménage peut aujourd'hui disposer d'un niveau de diplôme supérieur à celui de ses parents au même âge, exercer un emploi qualifié et percevoir un revenu comparable en termes réels, tout en rencontrant davantage de difficultés pour accéder à la propriété. Ce paradoxe

constitue l'une des manifestations les plus visibles de la montée des inégalités patrimoniales.

Le revenu du travail ne suffit plus, à lui seul, à leur garantir aux jeunes un accès progressif au patrimoine comme cela pouvait encore être le cas durant une grande partie du XXe siècle.

Pendant longtemps, le travail et l'épargne ont constitué les principaux vecteurs d'accès au patrimoine et de mobilité économique

> Jean Bodin écrivait déjà dans *Les Six Livres de la République* : « Il n'est de richesse que d'hommes. »

Cette évolution ne signifie pas que le travail ait perdu son importance économique. Elle signifie que son pouvoir relatif d'accès au patrimoine tend à diminuer lorsque les prix des actifs progressent durablement plus vite que les revenus.

Dans les économies contemporaines, la logique historique du travail d'abord, puis le patrimoine ensuite, tend progressivement à s'inverser. Lorsque les actifs progressent durablement plus vite que les revenus du travail, l'effort d'épargne seul devient de moins en moins suffisant pour accéder au patrimoine.

Dans ce contexte, l'accumulation patrimoniale dépend de plus en plus :

- de la détention préalable de capital ;
- de l'héritage ;

- ou de l'aide familiale.

Synthèse comparative des trois inflations

Type d'inflation	Canal principal	Bénéficiaires Principaux	Impact économique	Ordre d'apparition
Inflation monétaire	Banque centrale	Banques et institutions financières	Redistribution silencieuse	Premier temps
Inflation patrimoniale	Marchés d'actifs	Détenteurs de capital	Enrichissement asymétrique	Deuxième temps
Inflation de Consommation	Biens et services	Economie réelle	Erosion du revenu réel	Troisième Temps

Retour sur les quatre questions clés

1. La création monétaire se distribue prioritairement dans la sphère patrimoniale via l'effet Cantillon, puis reste en partie dans la sphère monétaire, et n'atteint que tardivement la sphère réelle de consommation.

2. Le dollar amplifie ce phénomène à l'échelle mondiale, car une grande partie des actifs internationaux est libellée ou valorisée en dollars.

3. Le consommateur final et les classes moyennes subissent une érosion progressive de leur pouvoir d'achat, d'abord via le logement, puis via les biens de consommation.

4. L'énergie agit comme un puissant révélateur : elle transforme une inflation patrimoniale latente en inflation de consommation visible et socialement douloureuse.

Conclusion du chapitre

Les trois formes d'inflation étudiées dans ce chapitre ne constituent *pas des phénomènes indépendants*. Elles correspondent aux différentes étapes de diffusion de la monnaie nouvelle dans une économie financiarisée.

L'inflation monétaire apparaît d'abord dans les bilans et les circuits financiers. L'inflation patrimoniale se manifeste ensuite dans les prix des actifs. Enfin, l'inflation de consommation atteint les biens et services qui composent la vie quotidienne des ménages.

Pendant plus d'une décennie, cette séquence a entretenu l'illusion d'une création monétaire largement sans conséquence, l'essentiel de ses effets demeurant concentré dans les sphères financières et patrimoniales.

Mais les contraintes réelles n'ont jamais disparu. Lorsque l'énergie, les matières premières ou les capacités productives deviennent insuffisantes, les déséquilibres accumulés réapparaissent dans l'économie réelle et dans le pouvoir d'achat des ménages.

L'inflation de consommation n'est alors plus un phénomène isolé : elle constitue l'aboutissement visible d'un processus monétaire et financier beaucoup plus profond

Elle révèle, avec retard, les tensions accumulées dans les bilans, les marchés d'actifs et les patrimoines — tensions longtemps masquées par la stabilité apparente de l'IPC.

La monnaie peut différer les tensions, mais elle ne peut pas les abolir. Tant que l'économie dispose de ressources abondantes — énergie, matières premières, capacités productives — les déséquilibres monétaires et patrimoniaux peuvent rester confinés dans les bilans et les actifs.

Mais lorsque ces ressources deviennent insuffisantes, la réalité physique reprend le dessus. Les prix des biens essentiels s'ajustent, les marges se contractent, et l'inflation de consommation révèle soudain ce que la sphère financière avait longtemps absorbé.

C'est à ce *point de contact entre la monnaie et les contraintes réelles* — et d'abord l'énergie — que s'ouvre le chapitre suivant.

CHAPITRE 4 – L'énergie : contrainte ultime et révélateur des déséquilibres

Exemple narratif — Quand la facture d'énergie révèle ce que les bilans cachaient

> « En 2022, Marc, responsable d'un petit atelier de menuiserie en périphérie de Lyon, voit sa facture d'électricité doubler en quelques mois.
> Pendant des années, il avait entendu parler de "création monétaire", de "QE", de "marchés financiers en hausse", sans jamais en percevoir les effets directs. Mais lorsque le prix du kilowattheure s'envole, tout change : ses marges se contractent, ses fournisseurs augmentent leurs tarifs, ses clients repoussent leurs commandes.
> Ce choc énergétique, soudain et brutal, traverse son activité comme une onde de choc : il doit revoir ses prix, renégocier ses contrats, reporter certains investissements. »

Sans le formuler ainsi, Marc vit en temps réel ce que les bilans financiers avaient longtemps absorbé : *la rencontre brutale entre une économie financiarisée et une contrainte physique incontournable*.

Pour lui, *l'inflation n'est plus un indicateur abstrait* : c'est une limite matérielle qui s'impose à chaque décision.

Fil directeur

> Comment la création monétaire et financière contemporaine, dominée par le dollar, déconnecte les sphères monétaire, patrimoniale et réelle — et érode in fine le pouvoir d'achat des agents dans un monde contraint par l'énergie.

Les 4 Questions Clés

- Comment la création monétaire/financière se distribue-t-elle entre sphère monétaire, patrimoniale et réelle ?
- Quel rôle joue le dollar dans cette création et cette répartition ?
- Quelles sont les conséquences concrètes sur le pouvoir d'achat des agents (et particulièrement du consommateur final) ?
- Dans quelle mesure l'énergie agit-elle comme contrainte réelle et révélateur de ces déséquilibres ?

Introduction

Pendant plus d'une décennie, les économies développées ont semblé défier les lois de la physique : création monétaire massive, envolée des bilans des banques centrales, progression spectaculaire des patrimoines financiers et immobiliers, et inflation des biens de consommation officiellement maîtrisée.

Cette apparente stabilité a nourri l'idée qu'une économie financiarisée pouvait s'affranchir durablement des contraintes réelles.

Pourtant, en arrière-plan, une autre dynamique se mettait en place : *la montée progressive de tensions* patrimoniales, générationnelles et productives. Les prix des actifs s'envolaient, les bilans se gonflaient, mais la base matérielle de l'économie — énergie, matières premières, logistique, capacités productives — ne suivait pas le même rythme.

Les événements récents l'ont brutalement rappelé : *aucune société ne peut ignorer indéfiniment les réalités physiques* fondamentales. Lorsque les contraintes énergétiques se resserrent, les déséquilibres accumulés dans les sphères monétaire et patrimoniale se transmettent avec violence à l'économie réelle et au pouvoir d'achat des ménages.

Les trois inflations analysées au chapitre 3 — monétaire, patrimoniale et de consommation — ne sont pas des

phénomènes indépendants. Elles traduisent une même déconnexion croissante entre finance et réalité physique.

> L'énergie constitue à la fois la limite incompressible et le révélateur le plus implacable de cette déconnexion

4.1 La contrainte Energie

Contrairement à la monnaie et à la dette, qui peuvent être créées ex nihilo par simple écriture comptable, *l'énergie obéit à des lois physiques strictes* et incompressibles. On peut multiplier les créances financières à l'infini ; on ne produit pas de pétrole, de gaz, d'électricité ou de capacité productive réelle par simple décision de politique monétaire.

Cette asymétrie est au cœur de la dynamique économique contemporaine. La création monétaire abondante peut redistribuer le pouvoir d'achat, gonfler les valorisations patrimoniales et différer les ajustements. Elle peut soutenir les bilans, fluidifier les marchés, amortir les chocs. Mais elle ne crée *ni énergie bon marché, ni matières premières supplémentaires, ni croissance réelle soutenable.*

Lorsque l'énergie est abondante et peu coûteuse, la sphère financière peut absorber de nombreux déséquilibres : les prix des actifs montent, les bilans se renforcent, les tensions restent confinées.

Mais dès que l'énergie devient rare ou chère, cette illusion se dissipe. Les coûts de production augmentent, les marges

se contractent, les prix des biens essentiels s'ajustent. La contrainte physique remonte alors toute la chaîne économique, révélant ce que la sphère financière avait longtemps masqué.

Dans un contexte de transition énergétique lente, coûteuse et incertaine, l'énergie forme ainsi un **plancher physique** qui expose les limites structurelles de l'illusion monétaire. Ce plancher n'est pas négociable : il impose des arbitrages réels que la finance peut retarder, mais jamais contourner indéfiniment.

4.2 Chocs énergétiques, termes de l'échange et comptes extérieurs

Les chocs énergétiques ne sont jamais de simples variations de prix : *ce sont des transferts massifs de pouvoir d'achat* entre pays, secteurs et catégories sociales. Ils frappent d'abord là où les dépenses sont les plus rigides — logement, chauffage, mobilité — c'est-à-dire au cœur du budget des ménages modestes. On peut différer l'achat d'un bien durable ; on ne peut pas cesser de se chauffer ou d'aller travailler.

Lorsque le prix de l'énergie s'envole, la contrainte physique devient immédiatement visible. Ce que les bilans financiers avaient longtemps absorbé — création monétaire, gonflement des actifs, compression artificielle des taux — se matérialise soudain dans la vie quotidienne. L'économie réelle reprend ses droits.

Une mécanique macroéconomique implacable

Les grands chocs pétroliers de 1973, 1979 et, plus récemment, celui de 2022 lié à la guerre en Ukraine, suivent tous la même séquence :

- **Hausse brutale des prix de l'énergie** — les coûts de production augmentent, les marges se contractent, les prix des biens essentiels s'ajustent.
- **Dégradation des termes de l'échange** — les pays importateurs doivent consacrer une part croissante de leur revenu national à l'achat d'énergie.
- **Détérioration du compte courant** — la facture énergétique alourdit les importations, creuse les déficits extérieurs et fragilise la monnaie.
- **Transmission inflationniste généralisée** — les prix de l'énergie contaminent l'ensemble de la chaîne productive.

En zone euro, et particulièrement en France, cette mécanique est amplifiée par une dépendance structurelle aux importations d'énergie. En 2022, l'explosion des prix du gaz et de l'électricité a provoqué une inflation record, obligeant les États à déployer des **boucliers tarifaires massifs**, financés par la dette publique. Autrement dit : *la contrainte énergétique s'est immédiatement transformée en contrainte budgétaire*.

L'énergie comme révélateur des fragilités accumulées

Ces chocs ne créent pas les déséquilibres : ils les révèlent. Ils mettent en lumière :

- la dépendance extérieure des économies européennes,
- la vulnérabilité des ménages aux dépenses incompressibles,
- la fragilité des comptes publics face à des prix volatils,
- la déconnexion croissante entre sphère financière et réalité matérielle.

Ce que la création monétaire avait permis de différer — ajustements, arbitrages, pertes de pouvoir d'achat — revient alors avec une intensité démultipliée.

Le rôle structurant du dollar et du pétrodollar

À cette mécanique s'ajoute une dimension géopolitique centrale : *le rôle du dollar dans le commerce mondial de l'énergie*. Comme analysé au chapitre 2, le système du pétrodollar impose aux importateurs d'énergie de se procurer des dollars pour régler leurs achats. Conséquences :

- **Demande structurelle de dollars** — qui renforce le statut international de la monnaie américaine.
- **Exposition accrue aux chocs de change** — les pays non-émetteurs du dollar subissent une double peine : hausse du prix de l'énergie + appréciation du dollar.

- **Fragilisation des comptes extérieurs** — les déficits se creusent, les financements deviennent plus coûteux.

Le choc énergétique devient alors un choc monétaire et financier. Il révèle la hiérarchie monétaire mondiale et rappelle que, dans un monde financiarisé, **l'accès à l'énergie dépend aussi de l'accès au dollar**.

4.3 Transmission aux prix, aux salaires et au pouvoir d'achat du consommateur final

L'énergie est le canal de transmission le plus rapide et le plus puissant de l'inflation. Elle irrigue l'ensemble de la chaîne productive : production, transport, chauffage, logistique, alimentation. Lorsqu'elle augmente, tout le reste finit par suivre.

Une pression immédiate sur les dépenses contraintes

Pour les ménages, la hausse du coût de l'énergie ne ressemble pas aux autres hausses de prix. On peut reporter un achat, renoncer à un loisir, changer de marque. On ne peut pas cesser de se chauffer, de cuisiner ou de se déplacer pour aller travailler.

C'est pourquoi l'énergie agit comme un multiplicateur d'inégalités :

- elle pèse proportionnellement plus sur les budgets modestes,
- elle réduit mécaniquement la part de revenu disponible,

- elle comprime les marges de manœuvre du quotidien.

La double peine du consommateur final

Le consommateur final se retrouve pris en étau entre deux dynamiques analysées au chapitre 3 :

- **Inflation patrimoniale** : le logement devient plus cher, durablement, structurellement.
- **Inflation énergétique** : les dépenses vitales augmentent, rapidement et sans possibilité d'ajustement.

L'une rigidifie le cadre de vie ; l'autre renchérit la vie quotidienne. Le résultat est une *érosion continue du salaire réel*, particulièrement marquée pour les classes moyennes et populaires.

Quand l'illusion financière se dissipe dans l'IPC

Ce que la sphère financière avait longtemps absorbé — création monétaire, gonflement des actifs, compression des taux — réapparaît brutalement dans l'Indice des Prix à la Consommation. L'IPC devient le miroir tardif mais implacable des déséquilibres accumulés.

Les postes les plus essentiels — énergie, alimentation, transport, logement — représentent désormais une part croissante et incompressible du budget des ménages. En France, ces postes pèsent **entre 27 % et 31 %** des dépenses totales, avec une progression nette depuis les années 2000.

Une dynamique qui pèse durablement sur le pouvoir d'achat

Les données récentes confirment cette tendance :

- recul du pouvoir d'achat en **2021-2023**,
- rebond temporaire en **2025**,
- puis nouvelles tensions liées aux prix de l'énergie et aux coûts de production.

Même lorsque l'inflation ralentit, ses effets persistent : les ménages continuent de subir les hausses passées, car les dépenses contraintes ne redescendent jamais au niveau d'avant-crise.

4.4 Économie financiarisée versus économie contrainte par l'énergie

Une économie financiarisée peut différer les ajustements grâce au crédit, à la dette et à la création monétaire. Elle ne peut pas, en revanche, abolir les contraintes énergétiques qui conditionnent toute production réelle. C'est cette tension — entre expansion financière et limites physiques — qui structure les déséquilibres contemporains.

Les marchés financiers peuvent valoriser des actifs à l'infini sur le plan comptable. Ils ne peuvent ni augmenter l'énergie disponible par habitant, ni contourner les limites matérielles de la production. Lorsque l'énergie devient rare ou chère, la sphère réelle reprend immédiatement le dessus.

Face à cette réalité, les réponses des économies développées ont été remarquablement constantes : recours

massif à la dette, aux subventions et à la création monétaire pour amortir les chocs. Cette stratégie ne supprime pas les contraintes ; elle les repousse dans le temps et les amplifie.

On observe ainsi :

Un endettement public et privé croissant pour financer à la fois la transition énergétique et les mesures de protection immédiate. En Europe, les investissements nécessaires à la neutralité carbone d'ici 2050 représentent plusieurs points de PIB par an. La France, déjà très endettée, finance une part significative de ces efforts par emprunt, alourdissant la charge future.

Un risque accru de trappe à dette : la remontée des taux renchérit le service de la dette, réduit les marges de manœuvre et fragilise la soutenabilité budgétaire.

Une fragmentation du commerce international : relocalisations partielles, sécurisation (friendshoring) des chaînes de valeur. Ces stratégies renforcent la résilience mais augmentent les coûts et réduisent les gains d'efficacité de la mondialisation.

La financiarisation masque temporairement les contraintes énergétiques en les diluant via la dette et l'inflation. À long terme, elle les accentue :

- le pouvoir d'achat réel s'érode,
- les inégalités se creusent,
- la cohésion sociale se fragilise.

Les classes moyennes et populaires, déjà pénalisées par l'inflation patrimoniale du logement, supportent l'essentiel du choc énergétique sans bénéficier des mécanismes de protection dont disposent les détenteurs d'actifs.

Cette confrontation révèle les limites physiques d'un modèle fondé sur la monnaie abondante. Elle n'interdit pas les progrès : elle impose d'investir dans des sources d'énergie abondantes, stables et soutenables, ainsi que dans l'efficacité énergétique. Sans ces ajustements structurels, le risque est celui d'une *stagflation récurrente* ou d'un *ralentissement séculaire*.

Retour sur les quatre questions clés

- **Création monétaire** : même massive, elle finit par se heurter à la sphère réelle dès que l'énergie renchérit.
- **Dollar et pétrodollar** : ils lient directement création monétaire internationale et accès à l'énergie, perpétuant les asymétries globales.
- **Consommateur final** : il est le grand perdant, pris entre inflation patrimoniale et chocs énergétiques.
- **Énergie comme révélateur** : elle expose la fragilité d'un modèle fondé sur la dette et la financiarisation.

Conclusion du chapitre

L'énergie apparaît, au terme de ce chapitre, comme la limite physique ultime d'un système économique qui a

longtemps cru pouvoir s'en affranchir. Tant que l'énergie était abondante et bon marché, la sphère financière pouvait absorber les déséquilibres, gonfler les bilans, soutenir les valorisations et différer les ajustements. Mais lorsque la contrainte énergétique se resserre, la réalité matérielle reprend ses droits et impose des arbitrages que ni la dette, ni la création monétaire, ni les marchés financiers ne peuvent indéfiniment contourner.

Les chocs énergétiques récents ont révélé cette tension avec une clarté brutale. Ils ont dégradé les termes de l'échange, fragilisé les comptes extérieurs, mis sous pression les budgets publics et érodé le pouvoir d'achat des ménages. *Ils ont rappelé que l'économie réelle ne consomme pas des bilans, mais de l'énergie* ; que la monnaie ne vaut que par ce qu'elle permet de produire ; et que les illusions financières s'évaporent dès que les contraintes physiques se resserrent.

Dans une économie financiarisée, ces chocs ne sont pas seulement des événements conjoncturels : ils agissent comme des révélateurs systémiques. Ils exposent la dépendance extérieure, la vulnérabilité des classes moyennes et populaires, la fragilité des modèles budgétaires fondés sur la dette, et les limites d'un système monétaire international structuré autour du dollar et du pétrodollar. Ils montrent que la création monétaire, si puissante soit-elle, finit toujours par rencontrer la sphère réelle dès que l'énergie renchérit.

Cette confrontation entre finance et physique n'est pas une fatalité. Elle ouvre au contraire un champ d'action :

investir dans des sources d'énergie abondantes et soutenables, améliorer l'efficacité énergétique, renforcer la résilience des chaînes de valeur, repenser la place de la dette dans le financement de la transition. Mais elle impose aussi de reconnaître que les déséquilibres accumulés depuis deux décennies ne pourront être résorbés sans transformations profondes.

L'énergie, en définitive, n'est pas seulement un facteur de production : c'est le révélateur le plus implacable des limites d'un modèle fondé sur la monnaie abondante et la valorisation patrimoniale.

L'énergie referme le cycle analysé dans les chapitres précédents — inflation monétaire, inflation patrimoniale, inflation de consommation — et prépare la réflexion du chapitre suivant : *comment articuler ces dynamiques* pour comprendre la trajectoire d'ensemble de nos économies financiarisées.

CHAPITRE 5 — Synthèse et soutenabilité : vers quelle macroéconomie ?

Fil directeur

> Les chapitres précédents ont montré comment la création monétaire contemporaine, amplifiée par le rôle central du dollar, a progressivement déconnecté trois sphères, monétaire, patrimoniale et réelle.
> Cette déconnexion a nourri des déséquilibres sociaux, générationnels et énergétiques qui finissent par éroder le pouvoir d'achat des agents dans un monde où les contraintes physiques demeurent incontournables.

5.1 — Ce que nous avons appris : retour sur les quatre questions clés

Nous avons d'abord examiné les mécanismes de la création monétaire et sa diffusion hiérarchique. La monnaie nouvelle n'irrigue pas l'économie de manière uniforme : elle traverse d'abord les bilans financiers, puis les patrimoines, avant d'atteindre plus tard — et plus faiblement — l'économie réelle.

Cette hiérarchie explique l'inflation des actifs, la montée des inégalités patrimoniales et la déconnexion croissante entre valorisations financières et pouvoir d'achat réel.

Nous avons ensuite montré que le dollar amplifie cette dynamique à l'échelle mondiale. Son statut exceptionnel — renforcé par le pétrodollar — permet aux États-Unis d'exporter une partie de leur création monétaire tout en important des biens réels, au prix d'une instabilité accrue pour les autres économies.

Le chapitre 3 a révélé les conséquences sociales de cette diffusion asymétrique : les classes moyennes et les nouvelles générations voient leur pouvoir d'achat s'éroder, prises en étau entre inflation patrimoniale (logement) et inflation de consommation (énergie, alimentation).

Le chapitre 4 a ensuite rappelé une vérité fondamentale : *aucune économie, même ultra-financiarisée, ne peut s'affranchir des contraintes physiques*. La monnaie peut différer les ajustements, mais elle ne crée ni énergie, ni matières premières, ni capacités productives.

5.2 — L'illusion comptable : I = S revisité

Au terme de cet ouvrage, une idée centrale s'impose : les économies contemporaines *ne souffrent pas seulement d'un excès de dette ou de monnaie*. Elles souffrent d'une *déconnexion croissante entre sphère monétaire, sphère patrimoniale et sphère réelle*. Cette déconnexion n'est pas

un accident : elle est le produit d'un demi-siècle de financiarisation, de dérégulation et d'expansion monétaire.

> **L'illusion monétaire**, c'est l'idée que la sphère financière peut absorber indéfiniment les contradictions du monde réel.

Pendant plusieurs décennies, la création monétaire abondante, l'expansion des bilans financiers et la mondialisation du dollar ont permis de repousser certains ajustements. Mais les contraintes physiques, énergétiques et sociales n'ont jamais disparu. L'inflation contemporaine n'est donc pas un phénomène isolé : elle est le **symptôme visible** d'un déséquilibre beaucoup plus profond.

L'identité I = S : exacte, mais trompeuse

L'identité comptable I = S reste rigoureusement vraie. Mais elle devient trompeuse dès lors qu'on *confond épargne réelle et création monétaire*.

Dans une économie financiarisée, *une grande partie de la monnaie nouvelle provient du crédit*, c'est-à-dire de dettes supplémentaires. La monnaie apparaît alors comme la contrepartie d'engagements futurs, et non comme le résultat d'un renoncement présent à la consommation.

Cette évolution brouille la distinction fondamentale entre :

- **Épargne réelle** — un renoncement effectif à consommer aujourd'hui pour libérer des ressources réelles demain.
- **Pseudo-épargne** — une accumulation de créances financières qui ne correspond à aucun surplus réel, mais à une promesse future.

Tant que la confiance demeure et que les contraintes physiques restent invisibles, l'accumulation simultanée d'actifs financiers et de dettes peut donner l'impression d'une richesse croissante. Mais *cette richesse est conditionnelle* : elle repose sur la capacité future de l'économie réelle à honorer ces engagements.

Quand les contraintes réelles réapparaissent

Tant que l'énergie est abondante, tant que les capacités productives suivent, tant que les ressources naturelles ne sont pas limitantes, la différence entre richesse financière et richesse réelle reste masquée. Mais lorsque les contraintes physiques se resserrent — énergie, matières premières, logistique, capacités productives — la distinction réapparaît brutalement.

C'est alors que l'on découvre que :

- une partie de l'épargne n'était *pas de l'épargne,*
- une partie de l'investissement n'était *pas de l'investissement,*
- une partie de la richesse n'était qu'une *valorisation comptable,*

- une partie des bilans n'était qu'un *empilement de créances mutuelles*.

Vraie épargne, pseudo-épargne : une distinction essentielle

- L'épargne fondée sur un renoncement réel à la consommation n'a rien à voir avec la pseudo-épargne issue de la dette ou de la création monétaire. *La première libère des ressources réelles ; la seconde crée des créances supplémentaires*.

De même, l'investissement productif — celui qui augmente les capacités réelles de l'économie — ne doit pas être confondu avec le pseudo-investissement qui gonfle les bilans sans créer de valeur réelle.

Depuis plusieurs décennies, nous avons substitué de plus en plus fortement:

- De la *pseudo-épargne* à la véritable épargne,
- du *pseudo-investissement* à l'investissement réel,
- de la *richesse comptable* à la richesse matérielle.

Cette substitution est au cœur de la déconnexion entre sphères monétaire, patrimoniale et réelle. Elle explique pourquoi les bilans prospèrent tandis que les salaires réels stagnent ; pourquoi les patrimoines s'envolent tandis que les capacités productives progressent lentement ; pourquoi les actifs financiers montent alors que les infrastructures vieillissent.

Le point de rupture

> Lorsque les contraintes physiques deviennent visibles — hausse du prix de l'énergie, tensions sur les matières premières, limites environnementales — l'illusion comptable se dissipe. La pseudo-épargne révèle sa nature : une promesse conditionnée par des ressources qui ne sont plus garanties. La pseudo-richesse se dégonfle. La pseudo-stabilité financière se fissure.

C'est ce moment de vérité que traversent aujourd'hui les économies développées.

5.3 — Une critique mesurée de l'approche keynésienne simplifiée

L'approche keynésienne, conçue pour répondre à des crises ponctuelles de sous-emploi et d'insuffisance de la demande, a progressivement été transformée en *régime permanent de soutien monétaire et financier*. Ce glissement n'est pas imputable à Keynes lui-même : il résulte de l'évolution des institutions monétaires, des marchés financiers et du rôle international du dollar.

Pour comprendre cette dérive, il faut replacer Keynes dans son contexte. Lorsqu'il publie la *Théorie générale* en 1936, les économies sont encore *soumises à des contraintes monétaires strictes*, à des marchés financiers peu développés et à des États dont la marge de manœuvre

extérieure reste limitée. *La création monétaire est encadrée*, les bilans financiers sont modestes, et la discipline internationale impose des limites réelles aux politiques économiques.

Après la Seconde Guerre mondiale, le système de **Bretton Woods** maintient encore une forme de discipline via la convertibilité du dollar en or. Mais la rupture du **15 août 1971** ouvre une ère nouvelle :

- la création monétaire peut s'étendre sans ancrage métallique,
- le crédit peut croître dans des proportions inédites,
- les dettes publiques et privées deviennent le moteur principal de l'expansion financière,
- et le dollar s'impose comme *actif de réserve mondial*, exportant les déséquilibres américains au reste du monde.

Dans ce nouveau régime, les mécanismes keynésiens continuent d'exister, mais ils opèrent désormais dans un *environnement radicalement différent* : une économie financiarisée, mondialisée, hiérarchisée par le dollar, où la monnaie se diffuse d'abord par les bilans et les patrimoines avant d'atteindre l'économie réelle.

C'est là que se produit la rupture. *L'approche keynésienne simplifiée* — celle qui retient surtout l'idée de soutenir la demande par la dépense publique ou la création monétaire — *ne tient plus compte* :

- de la financiarisation croissante,
- de la hiérarchie de diffusion monétaire,
- des effets patrimoniaux massifs,
- de la montée des inégalités,
- et des contraintes physiques qui resurgissent lorsque l'énergie devient limitante.

Keynes s'est concentré sur le court terme, Friedman sur le long terme, mais *ni l'un ni l'autre n'ont anticipé* l'importance des canaux de diffusion monétaire dans une économie dominée par les bilans financiers. Allais avait perçu cette tension, mais les marchés financiers ont fini par imposer leur propre logique.

Aujourd'hui, la monnaie compte — non seulement par sa quantité, mais par *la manière dont elle se diffuse, par les bilans qu'elle gonfle, par les patrimoines qu'elle revalorise, et par les dettes qu'elle empile*. Pendant un demi-siècle, cette diffusion débridée a donné l'illusion que les contraintes réelles pouvaient être indéfiniment différées.

> Mais cette illusion se heurte désormais à une limite infranchissable : *les besoins énergétiques*. On peut créer de la monnaie, mais pas de l'énergie. On peut soutenir les bilans, mais pas abolir les lois physiques. On peut différer les ajustements, mais pas les éviter.

La critique de l'approche keynésienne simplifiée n'est donc pas un rejet de Keynes : c'est *la reconnaissance que ses outils ont été appliqués dans un monde qui n'est plus le*

sien — un monde où la monnaie circule autrement, où les bilans dominent, où les patrimoines s'envolent, et où les contraintes énergétiques referment brutalement le champ des possibles.

5.4 — Les trois ruptures fondamentales de notre époque

Trois transformations majeures redéfinissent aujourd'hui la macroéconomie. Elles ne sont pas conjoncturelles : ce sont des **ruptures structurelles**, qui modifient la manière même dont une économie fonctionne, se finance et se stabilise.

1. Le PIB ne suffit plus

Le PIB mesure des flux, mais ignore les déséquilibres de stocks :

- dettes accumulées,
- valorisations excessives des actifs,
- fragilités bilancielles,
- engagements futurs invisibles dans les comptes nationaux.

Une économie peut afficher une croissance satisfaisante tout en se fragilisant structurellement. Le PIB ne voit ni l'endettement croissant, ni la dépendance aux marchés financiers, ni la concentration patrimoniale. Il décrit le mouvement, mais pas la **qualité** du mouvement.

Dans un monde financiarisé, le PIB est devenu un indicateur **nécessaire mais insuffisant**.

2. Les bilans dominent les flux

La stabilité économique dépend désormais davantage de la structure des bilans que des seuls indicateurs annuels. Ce ne sont plus les flux de revenus qui déterminent la dynamique macroéconomique, mais :

- la taille des dettes,
- la valorisation des actifs,
- la sensibilité des bilans aux taux d'intérêt,
- la capacité des agents à rouler leurs engagements.

Cette domination des bilans reflète trois tendances profondes :

- l'endettement public et privé croissant,
- l'expansion des actifs financiers,
- l'intervention massive des banques centrales.

Autrement dit : *les bilans sont devenus la véritable infrastructure de l'économie contemporaine.* Ils conditionnent la croissance, la stabilité, la distribution des richesses et même la politique économique.

3. Les banques centrales sont devenues des acteurs systémiques

Leur capacité à créer de la monnaie, à acheter des actifs et à stabiliser les marchés en fait désormais des acteurs centraux de :

- la valorisation des patrimoines,
- le coût du crédit,

- la répartition des richesses,
- la soutenabilité des dettes publiques,
- la stabilité financière globale.

Elles ne se contentent plus de fixer les taux : elles **façonnent** les marchés, **orientent** les flux de capitaux, **déterminent** les conditions de financement, **influencent** la structure des bilans.

Elles sont devenues, de facto, les *architectes invisibles* de la macroéconomie contemporaine.

Une quatrième rupture, plus silencieuse mais décisive

À ces trois ruptures s'en ajoute une quatrième, souvent sous-estimée mais tout aussi structurante :

> Le basculement d'une économie fondée sur les revenus du travail vers une économie dominée par les patrimoines

Ce basculement transforme :

- la dynamique des inégalités,
- la mobilité sociale,
- la transmission intergénérationnelle,
- la capacité des jeunes générations à se projeter.

Dans une économie patrimoniale, la stabilité ne dépend plus seulement de la croissance ou de l'emploi, mais de la *valorisation des actifs*. Les détenteurs de patrimoine sont

protégés ; ceux qui n'en ont pas sont exposés. Les classes moyennes se retrouvent prises en étau entre :

- la hausse du coût du logement,
- la stagnation des salaires réels,
- la dépendance croissante aux marchés financiers.

Cette rupture est peut-être la plus profonde : elle redéfinit la structure sociale elle-même.

5.5 — Perspectives : vers une macroéconomie plus soutenable

La macroéconomie du XXIe siècle devra réconcilier flux, bilans et contraintes physiques. Elle devra intégrer :

- la structure des bilans,
- les effets distributifs de la monnaie,
- les contraintes énergétiques,
- et les limites physiques qui conditionnent toute production.

Elle devra surtout retrouver sa finalité première : comprendre comment les sociétés produisent, répartissent et préservent durablement les conditions matérielles de leur prospérité.

Pour cela, elle devra être hybride :

1. friedmanienne dans sa vigilance monétaire,
2. allaisienne dans son attention à la structure du capital,
3. réaliste dans sa prise en compte des contraintes physiques.

En d'autres termes, la macroéconomie contemporaine devra rester vigilante face aux excès monétaires, attentive à la structure du capital et consciente des contraintes physiques qui encadrent toute activité économique.

Un même phénomène économique peut apparaître favorable du point de vue des flux tout en fragilisant les patrimoines, le pouvoir d'achat ou la soutenabilité énergétique. Le logement en est un exemple emblématique.

Parmi les pistes opérationnelles figurent :

une gouvernance des banques centrales plus attentive à la soutenabilité, une comptabilité nationale distinguant clairement épargne réelle et dette, et une réorientation des flux financiers vers des investissements réellement productifs et sobres en énergie.

L'enjeu n'est pas de remplacer une doctrine par une autre, mais de mieux comprendre les interactions entre monnaie, patrimoine et économie réelle dans un monde durablement contraint par ses ressources.

CONCLUSION GENERALE

« Qu'avons-nous appris sur la monnaie, le patrimoine, l'énergie et les générations ? », voilà la question à laquelle nous voudrions que chaque lecteur puisse répondre.

Certes il est possible de retenir le constat que la monnaie ne se diffuse jamais uniformément dans l'économie. Ce constat sur la création monétaire est évidemment important : la monnaie nouvelle ne se répand pas de manière homogène, comme une onde qui toucherait simultanément tous les agents et tous les marchés.

Elle suit une hiérarchie de diffusion qui modifie en profondeur les prix relatifs, les structures patrimoniales et les comportements économiques bien avant d'apparaître dans les indicateurs traditionnels d'inflation.

Cette réalité, souvent sous-estimée, invite à repenser notre compréhension du rôle réel de la monnaie dans une économie moderne.

Cette diffusion asymétrique a progressivement creusé une déconnexion structurelle entre trois sphères qui évoluaient autrefois de façon plus harmonieuse : la sphère monétaire, la sphère patrimoniale et la sphère réelle.

Les bilans ont gonflé beaucoup plus vite que la production. Les valorisations d'actifs ont progressé bien plus rapidement que les revenus du travail. Les patrimoines ont

connu une trajectoire nettement plus favorable que le pouvoir d'achat d'une grande partie de la population.

Pendant un temps, cette déconnexion a pu apparaître comme une nouvelle normalité. L'inflation des biens de consommation demeurait relativement contenue, tandis que les marchés financiers et immobiliers semblaient porter une prospérité continue.

Mais l'histoire économique nous rappelle avec constance qu'aucune société ne peut durablement s'affranchir des contraintes physiques et matérielles qui sous-tendent toute activité humaine : énergie, matières premières, capacités productives et travail. Le retour du réel s'est manifesté avec force ces dernières années.

L'énergie, en particulier, a agi comme un puissant révélateur, montrant les limites d'un modèle qui avait cru pouvoir substituer indéfiniment de la monnaie et de la dette à la création de richesse véritable.

Depuis la fin du système de Bretton Woods et l'abandon de la convertibilité du dollar en or, cette dynamique a pris une ampleur nouvelle. La création monétaire, l'expansion du crédit et l'accumulation des dettes ont pu se développer à une échelle inédite, tandis que le dollar s'imposait progressivement comme principal actif de réserve du système monétaire international.

Cette évolution n'a pas créé les mécanismes décrits par Cantillon. Elle les a amplifiés. Les effets de la diffusion asymétrique de la monnaie, déjà perceptibles au XVIIIe

siècle, se déploient désormais dans un environnement financier mondialisé où les volumes de crédit, de dettes et d'actifs n'ont plus de précédent historique.

L'une des conséquences les plus significatives de cette évolution est sans doute la fracture patrimoniale et générationnelle qu'elle a accentuée. Pour une partie croissante des nouvelles générations, le revenu du travail ne permet plus d'accéder au patrimoine dans les conditions qui prévalaient encore pour une grande partie du XXe siècle.

Cette évolution ne remet pas seulement en question certains équilibres économiques. Elle interroge également la capacité de nos sociétés à maintenir une mobilité sociale suffisante entre les générations.

Le basculement d'une économie fondée principalement sur les revenus vers une économie dominée par les patrimoines soulève des questions qui dépassent largement le seul champ de la politique monétaire.

La question essentielle n'est donc peut-être pas de savoir s'il faut davantage ou moins de monnaie. Elle consiste plutôt à comprendre comment cette monnaie est créée, comment elle se diffuse et quels effets elle produit sur les patrimoines, les comportements économiques et la répartition des richesses.

> L'effet Cantillon, longtemps relégué à l'arrière-plan de la réflexion économique, retrouve ainsi une actualité remarquable. Il nous rappelle avec force

> que la monnaie n'est jamais neutre dans sa diffusion et que ses effets dépendent autant de son parcours que de sa quantité.

Une société peut multiplier les créances financières, accroître les valorisations d'actifs et prolonger temporairement certaines illusions comptables. Elle ne peut cependant durablement prospérer en s'éloignant de ses réalités productives, énergétiques et humaines.

Comprendre cette articulation entre monnaie, patrimoine, énergie et économie réelle constitue sans doute l'un des grands défis intellectuels et économiques du XXIe siècle.

ANNEXE. Approche bilancielle de la Création Monétaire.

A0. Retour sur le mécanisme de création monétaire esquissé dans le corps du chapitre 1.

La création de monnaie dans les économies modernes repose sur deux niveaux complémentaires :

- La banque centrale **crée la monnaie centrale** (aussi appelée base monétaire ou M0). Il s'agit de la **monnaie « de base** » : les réserves détenues par les banques commerciales auprès de la banque centrale, plus les billets et pièces en circulation. Cette monnaie est créée, par simple écriture comptable, notamment lors des achats d'actifs (QE : Quantitative Easing).
- Les banques commerciales **créent ensuite la monnaie bancaire, qui ne peut être que scripturale** (celle que nous utilisons au quotidien sur nos comptes courants – l'essentiel de M1). Lorsqu'une banque accorde un crédit, elle crée simultanément un dépôt (**nouvelle monnaie bancaire**) dans le compte de l'emprunteur. C'est le mécanisme classique du « crédit crée la monnaie », que l'on retrouve directement dans l'agrégat monétaire M1 par l'intermédiaire des comptes courants bancaires.

A1. Schéma de création de monnaie de base

Le mécanisme simple de création monétaire par la banque centrale :

> Pour bien saisir la création monétaire moderne, il est plus utile d'observer le bilan d'une banque centrale que de regarder uniquement la quantité de billets en circulation, en dépit de l'expression « la planche à billets a encore fonctionné », alors que cette « planche » est devenue de plus en plus obsolète.

Le principe comptable de base est très simple et s'applique à toute entreprise, y compris la Banque de France :

> Actif = Passif + Capitaux propres. Un bilan est toujours équilibré.

Lorsqu'une banque centrale crée de la monnaie centrale (la base monétaire ou M0), deux choses se produisent simultanément :

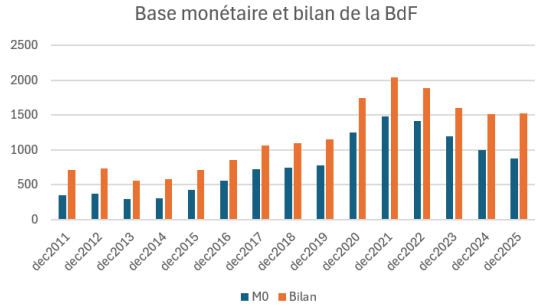
- Son passif augmente : soit par une hausse des réserves détenues par les banques commerciales, soit (beaucoup plus marginalement aujourd'hui) par une augmentation des billets et pièces en circulation.
- Son actif augmente d'un montant équivalent : par l'achat de titres (obligations d'État, obligations d'entreprises…) ou par l'octroi de prêts aux banques.

La base monétaire (M0) correspond à la somme suivante :

- Billets et pièces en circulation (monnaie fiduciaire) ;
- Réserves des banques commerciales détenues auprès de la Banque de France (y compris les réserves obligatoires et excédentaires).

En résumé : la création monétaire par une banque centrale repose sur un mécanisme comptable simple et rigoureux : toute augmentation significative de son actif s'accompagne d'une augmentation équivalente de son passif sous forme de monnaie centrale.

15 ans de création monétaire par la Banque de France



A.2 Exemples

Les achats d'actifs (Quantitative Easing)

Ils représentent le principal canal de création monétaire depuis 2015.

Exemple : La Banque de France achète 1 milliard d'euros d'obligations d'État (OAT) ou d'autres titres sur le marché secondaire.

- Actif : Plus 1 Md€ de titres détenus par la Banque de France
- Passif : Plus 1 Md€ de réserves bancaires (créditées sur le compte de la banque qui vend les titres)

Il y a ainsi création nette de bases monétaire (M0)

Les prêts de la Banque Centrale aux banques commerciales

La banque centrale peut également créer de la monnaie en accordant des prêts de plus ou moins long terme aux banques commerciales afin de soutenir le crédit à l'économie. La contrepartie de cette création monétaire correspond, là encore, à une promesse de remboursement de la banque concernée au terme fixé.

Reprenons un exemple analogue, la création d'un milliard d'euros par celui d'un prêt de la banque centrale (là encore, la banque centrale prête de l'argent qu'elle n'a pas)

- A l'actif, augmentation de 1 Md€ de prêts accordés à la banque
- Au passif, augmentation de 1 Md€ de réserves au profit des banques

AVANT le prêt, le bilan simplifié de la Banque de France se présente ainsi :

ACTIF	PASSIF
Titres divers : X milliards	Réserves : X milliards

APRES le prêt de 1 Md€, le bilan de la BdF devient :

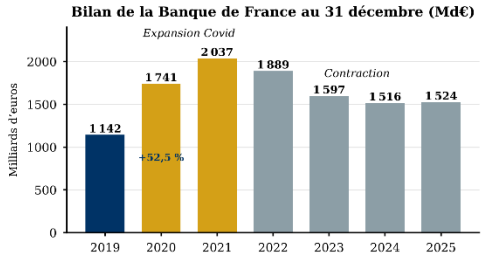
ACTIF	PASSIF
Nouveaux Titres : X plus 1 Md€	Nouvelles Réserves : X plus 1 Md€

Résultat : la masse monétaire a augmenté de 1Md€, comme dans le premier contexte.

Quel que soit le montant du prêt, ici un milliard d'euros, le mécanisme est toujours le même : **toute création monétaire** correspond simultanément à la création d'un **actif**, obligations ou autres titres, et d'un **passif**, les réserves d'une banque commerciale, **dans le bilan** de la Banque Centrale.

A.3. l'évolution spectaculaire du bilan de la Banque de France (2019-2024)

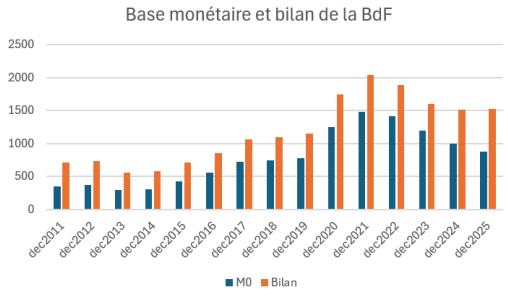
Évolution du bilan de la Banque de France, avec un pic « post covid » de mi 2022.



Source : Banque de France. Pic historique à mi-2022 : 2 065 Md€.

Date	Total du Bilan (en Md€)	Variation annuelle
31 décembre 2019	1 142	Plus 55
31 décembre 2020	1.741	Plus 599 (+52.5%)
31 décembre 2021	2.037	Plus 296
Pic mi 2022	2 065	Pic historique
31 décembre 2022	1.889	Moins 176 (contraction)
31 décembre 2023	1 597	Contraction
31 décembre 2024	1.516	Contraction
31 décembre 2025	1.524	Stabilisation

A.4. L'évolution de la base monétaire vis-à-vis de celle du PIB est elle aussi remarquable

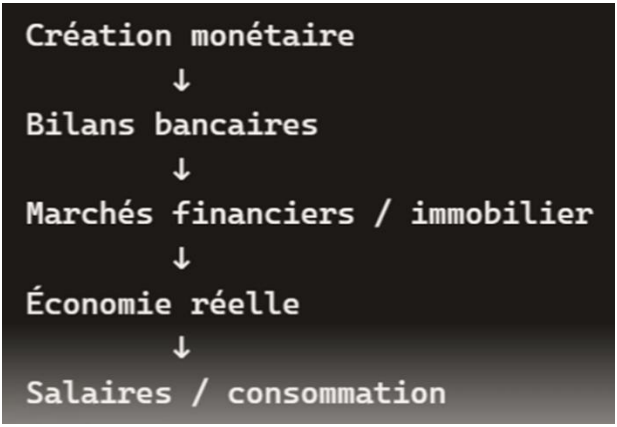


Ces ratios illustrent l'ampleur exceptionnelle de la création monétaire centrale au cours des années post-Covid. Ils montrent que l'expansion du bilan de la Banque de France a correspondu pour l'essentiel à une création massive de monnaie centrale.

Ainsi, en 2020 et 2021, la Banque de France a créé, en seulement deux ans, une quantité de monnaie centrale équivalente à plus de 75 % de son bilan initial.

Cette création massive n'est pas allée directement dans le portefeuille des ménages, mais **a d'abord gonflé les réserves des banques et les prix des actifs financiers et immobiliers**.

C'est précisément cette mécanique qui explique la déconnexion entre la sphère monétaire, la sphère patrimoniale et la sphère réelle décrite tout au long de cet ouvrage.



Glossaire

Acteurs systémiques (banques centrales)

Expression désignant le rôle central et dominant des banques centrales dans l'économie moderne. Au-delà de leur mission traditionnelle de stabilité des prix, elles sont devenues des acteurs majeurs de politique économique, de soutien des marchés financiers, de répartition des richesses et parfois d'influence géopolitique.

Approche bilancielle

Méthode d'analyse qui consiste à observer la création monétaire et les déséquilibres économiques à travers l'évolution des bilans (actif = passif + capitaux propres) des banques centrales, des banques commerciales et des autres agents, plutôt que par les seuls flux (PIB).

Base monétaire (M0) ou monnaie centrale

Monnaie créée par la banque centrale. Elle comprend les billets et pièces en circulation ainsi que les réserves des banques commerciales détenues auprès de la banque centrale.

Création monétaire ex nihilo

Création de monnaie « à partir de rien » par simple écriture comptable. Lorsqu'une banque centrale achète un actif ou prête à une banque, elle augmente simultanément son actif et son passif.

Déconnexion des sphères

Concept central de cet ouvrage désignant la dissociation croissante entre la sphère monétaire/financière (création de monnaie et valorisation des actifs), la sphère patrimoniale (prix des actifs) et la sphère réelle (production, consommation, énergie).

Effet Cantillon

Phénomène selon lequel la nouvelle monnaie créée ne se diffuse pas uniformément. Elle profite en premier lieu à ceux qui la reçoivent les premiers (banques, institutions financières, détenteurs d'actifs), avant d'atteindre le reste de l'économie avec un retard et souvent sous une forme dégradée (hausse des prix).

Financiarisation

Transformation progressive des économies modernes dans laquelle les marchés financiers, les actifs patrimoniaux, la dette et les logiques de valorisation financière prennent une place croissante par rapport à l'économie productive réelle.

Inflation de consommation

Hausse durable des prix des biens et services consommés par les ménages, généralement mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC). Elle affecte directement le pouvoir d'achat et apparaît souvent avec retard par rapport à l'inflation monétaire et patrimoniale.

Inflation monétaire

Augmentation rapide de la quantité de monnaie et de crédit dans l'économie. Elle peut rester longtemps peu visible dans les prix à la consommation lorsqu'elle demeure principalement concentrée dans les bilans financiers et les marchés d'actifs.

Inflation patrimoniale

Hausse soutenue des prix des actifs (immobilier, actions, obligations). Distincte de l'inflation de consommation, elle enrichit les détenteurs de capital tout en renchérissant l'accès à la propriété pour les nouvelles générations.

Pétrodollar

Système par lequel une grande partie du pétrole mondial est facturée et réglée en dollars américains. Ce mécanisme, formalisé dans les années 1970, crée une demande structurelle pour le dollar et renforce le privilège exorbitant des États-Unis.

Pseudo-épargne

Épargne apparente résultant de la création de monnaie et de dette, sans renoncement réel à la consommation présente. Elle donne l'illusion de capital disponible, contrairement à la véritable épargne qui libère des ressources réelles.

Pseudo-investissement

Investissement apparent financé par de la dette ou de la création monétaire, mais qui ne correspond pas à un

renoncement réel ni à une augmentation durable de la capacité productive de l'économie (ex. : bulles spéculatives, certaines dépenses publiques improductives).

Privilège exorbitant (du dollar)

Expression popularisée par Valéry Giscard d'Estaing désignant la capacité des États-Unis à financer durablement des déficits courants en émettant une monnaie (le dollar) que le reste du monde accepte de détenir comme réserve de valeur.

Quantitative Easing (QE) – Assouplissement quantitatif

Politique par laquelle une banque centrale achète massivement des actifs financiers sur le marché secondaire afin d'injecter de la liquidité et de faire baisser les taux d'intérêt à long terme.

Soutenabilité

Capacité d'un système économique à maintenir durablement sa stabilité financière, sociale et productive sans accumulation excessive de dettes, destruction des ressources réelles ou dégradation du pouvoir d'achat.

Sphère réelle

Ensemble des activités de production, de consommation, de travail et d'échanges de biens et services dans l'économie. Elle s'oppose à la sphère monétaire et financière lorsqu'une

déconnexion croissante apparaît entre valorisation des actifs et réalité productive.

Termes de l'échange

Rapport entre les prix des exportations et des importations d'un pays. Une dégradation (hausse du prix des importations énergétiques notamment) réduit le pouvoir d'achat réel du pays.

Vitesse de circulation de la monnaie (V)

Fréquence à laquelle une unité de monnaie est utilisée pour acheter des biens et services. Une forte création monétaire accompagnée d'une baisse de V limite l'inflation des prix à la consommation.

Bibliographie

Ouvrages généraux et théorie monétaire

- ALLAIS, Maurice. L'Impôt sur le capital et la réforme monétaire. Paris, Hermann, 1977.
- FRIEDMAN, Milton. Inflation et systèmes monétaires. Paris, Calmann-Lévy, 1969.
- KEYNES, John Maynard. Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie. Payot, 1936 (réédition 2020).
- CANTILLON, Richard. *Essai sur la nature du commerce en général* (plusieurs éditions disponibles).
- HAYEK, Friedrich. *Prix et production*. Paris, Calmann-Lévy, 1975 (édition française).

Approche bilancielle et création monétaire

- LAVOIE, Marc. Introduction to Post-Keynesian Economics. Palgrave Macmillan, 2009.
- MINSKY, Hyman. *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press, 1986.

Système monétaire international et dollar

- GISCARD D'ESTAING, Valéry. *Le Pouvoir et la Vie*.

- TOOZE, Adam. *Crashe : How a Decade of Financial Crises Changed the World*. Viking, 2018.

Énergie, contraintes réelles et soutenabilité

- HALL, Charles A.S. & KLITGAARD, Kent. *Energy and the Wealth of Nations*. Springer, 2018.
- SMIL, Vaclav. *Energy and Civilization: A History*. MIT Press, 2017.

Sources statistiques et institutionnelles

- BANQUE DE FRANCE. *Bulletin de la Banque de France*, statistiques monétaires et rapports annuels, diverses publications 2019-2025
- BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE. *Economic Bulletin*, diverses publications 2019-2025.
- INSEE. *Études et publications sur le pouvoir d'achat, les dépenses contraintes et les inégalités*, diverses publications 2022-2025.
- OFCE et REXECODE. *Rapports et études sur compétitivité, inflation et termes de l'échange*, diverses publications.

Ouvrages économiques de l'auteur

- LEMAIRE, Bruno. *Les Mystères de l'inflation*. Éditions Frontières, France, 1981. ISBN 2-86332-020-3

- LEMAIRE, Bruno. *Ce que tout politique doit connaître en économie*. The Book Edition, 2021. ISBN 979-10-699-7190-5.
- LEMAIRE, Bruno. *Vivre à crédit. Le prix de la confiance — Les limites visibles et invisibles de la souveraineté*. The Book Edition, 2026.
- LEMAIRE, Bruno. *Qui doit faire quoi ? Vadémécum économique pour candidat libéral*. The Book Edition, 2026.
- LEMAIRE, Bruno. *Le Temps des Ruptures. Le modèle Lego de la spécialisation*. The Book Edition, 2026.
- LEMAIRE, Bruno. *Quelle Monnaie pour la France. Douze ans après*. The Book Edition, 2026.