

Chapitre 2 : Le financement de l'économie

Ce chapitre 2 s'inscrit dans le module 1 « Les fondements de l'économie et de la sociologie », dans le sous module 1.1. « Les fondements de l'économie ».

Programme du chapitre 2

La présentation du programme du module 1 et du sous module 1.1 ayant été faite dans le cadre du précédent chapitre, seul le programme officiel du point 1.1.2. « La monnaie et le financement de l'économie » est repris ci-dessous :

« On étudiera les formes et les fonctions de la monnaie, le processus de création monétaire et les différents modes de financement de l'économie sans analyser précisément les politiques monétaires qui seront traitées en seconde année. »

Bibliographie

Quelques manuels sur monnaie et financement

P. Bouhours et F. Jarno, *Monnaie et Financement de l'Économie*, Collection crescendo, Hachette Supérieur, 2000.

H. Bourachot et alii, *100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers*, Bréal, 2000.

J. COUPPEY-SOUBEYRAN, *Monnaie, banques, finance*, PUF, 2010, 2012.

M. Delaplace, *Monnaie et financement de l'économie*, Dunod, 2013.

F. Jarno, *La monnaie. Réalité quotidienne, absence théorique ?*, Prépas économie, Belin, 2003.

G. Jacoud, *La monnaie dans l'économie*, 3ème édition, Nathan, 2003.

G. Jacoud, *L'Europe monétaire. Zone euro : une monnaie, une pluralité de défis*, collection Circa, Armand Colin, 2006.

Quelques manuels sur monnaie et financement (suite)

F.Minshkin, C.Bordes, PC. Hautcoeur, D.Lacoue-Labarthe, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson Education, 2010.

C. Ottavj, *Monnaie et financement de l'économie*, Hachette Supérieur, 2010.

D. Plihon, *La monnaie et ses mécanismes*, Collection Repères, La Découverte, 2017 (7ème édition).

L. Scialom, *Économie bancaire*, Collection Repères, La Découverte, 2013.

Histoire économique et monétaire

H. Bonin *La banque et les banquiers en France : Du Moyen âge à nos jours*, Larousse, 1992.

C. Chavagneux, *Une brève histoire des crises financières*, La Découverte, 2013.

M. Niveau - Y. Crozet, *Histoire des faits économiques contemporains*, collection Quadrige, PUF, 2000.

Essais sur la monnaie

M. Aglietta et A. Orléan, *La monnaie entre violence et confiance*, Odile Jacob, 2002.

J. Couppey-Soubeyran, P. Delandre, A. Sersiton, *Le pouvoir de la monnaie*, Les liens qui libèrent, 2024. **À lire pendant vacances Toussaint**

Sur les développements récents de la finance

M. Aglietta, A. Reberrioux, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, 2004.

D. Marteau, *Les marchés de capitaux*, A.Colin, 2012.

P-N Giraud, *Le commerce des promesses, petit traité de la finance moderne*, Seuil, 2001.

A. Orléan, *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Editions Rue d'Ulm, 2009.

L. Scialom, *La fascination de l'ogre ou comment desserrer l'étau de la finance*, Fayard, 2019.

Introduction

- **Qu'est-ce que la finance ?**

La mise en relation entre 2 types d'agent économique qui ont des besoins différents

- Une capacité ou un besoin de financement
- Des attitudes différentes face aux risques : volonté ou pas de « porter » certains risques.
- Des connaissances et donc des niveaux de compréhension inégaux de la sphère financière

- **Le financement de l'économie renvoie à l'existence de la monnaie**

- Historiquement, il n'y a pas d'économie un peu complexe sans monnaie
- La solution trouvée pour avoir une contrepartie dans un échange est la dette

David Graeber *Debt : the first 5000 years*, 2011

- **Problématiques du chapitre**

1^{ère} série de questions

D'où vient la monnaie ? Qu'est-ce qui la caractérise ? Comment est-elle créée dans l'économie ? Qui contrôle cette création ?

=> Réponses à ces questions dans le I. La monnaie dans l'économie

2^{ème} série de questions

Dans les économies monétaires, quels sont les modes de financement ? Comment ont-ils évolué depuis la révolution industrielle ? Face aux crises financières qui se répètent, comment réguler la finance ?

=> Réponses à ces questions dans le II. Les transformations des systèmes financiers depuis le 19^{ème} siècle

3^{ème} série de questions

Comment les économistes abordent-ils la monnaie et le financement de l'économie ? Et comment les théories économiques de la monnaie permettent-elles de comprendre les transformations du système monétaire et financiers et les crises qui ont ponctué l'histoire de nos économies capitalistes ?

=> Réponses à ces questions dans le III. Les théories économiques de la monnaie

I. La monnaie : définitions et mécanismes fondamentaux

- Précision de vocabulaire : distinguer monnaie et argent
- Définition provisoire de la monnaie
 - un actif
 - qui a un pouvoir libérateur

1. Définir la monnaie par ses fonctions, sa nature ou ses formes ?

1.1. Les formes de la monnaie

Les 5 étapes de l'histoire de la monnaie

1. Avant la monnaie, les pré-monnaies
2. L'invention de la monnaie métallique
3. L'invention du billet de banque
4. La monnaie scripturale
5. La monnaie électronique et la monnaie numérique (ou cryptomonnaies)

Document à lire sur cahierdeprepa pour compléter ce point

Michel Aglietta et Odile Lakomski-Laguerre, « Les cryptomonnaies en plein essor : les banques centrales lèvent leurs boucliers ! »

1.2. Deux approches pour définir la monnaie : les fonctions de la monnaie ou la nature de la monnaie

- **L'approche fonctionnelle de la monnaie**

Peut-être considéré comme monnaie tout actif qui remplit trois fonctions :

1. Intermédiaire des échanges

=> La monnaie évite le problème de double coïncidence des besoins posé par le troc

2. Unité de compte

=> La monnaie réduit le nombre de prix. Dans une économie où il y a 3 biens :

- sans monnaie : chaque bien a 2 prix (relatifs)
- avec monnaie : chaque bien a un prix

3. Réserve de valeur

=> La monnaie permet de conserver une capacité de dépense dans le temps

Ces 3 fonctions ont influencé les formes que la monnaie a prises au cours de l'histoire et qui se sont imposées, avec une préférence pour des supports :

- aisément transportables
- fongibles
- à la fois rares et abondants

Mais cette approche fonctionnelle de la monnaie peut être discutée car :

- La monnaie scripturale a existé bien avant que la monnaie proprement fiduciaire ne se développe
- Le troc n'a jamais existé comme système d'échange dominant
- Des monnaies marchandises ont été de nouveau utilisées à plusieurs reprises
- Les propriétés physiques des premières monnaies sont très secondaires

La monnaie est acceptée non parce qu'elle est utile mais parce que

- **L'État l'impose** : Georg Friedrich Knapp (*Théorie étatique de la monnaie*, 1905)

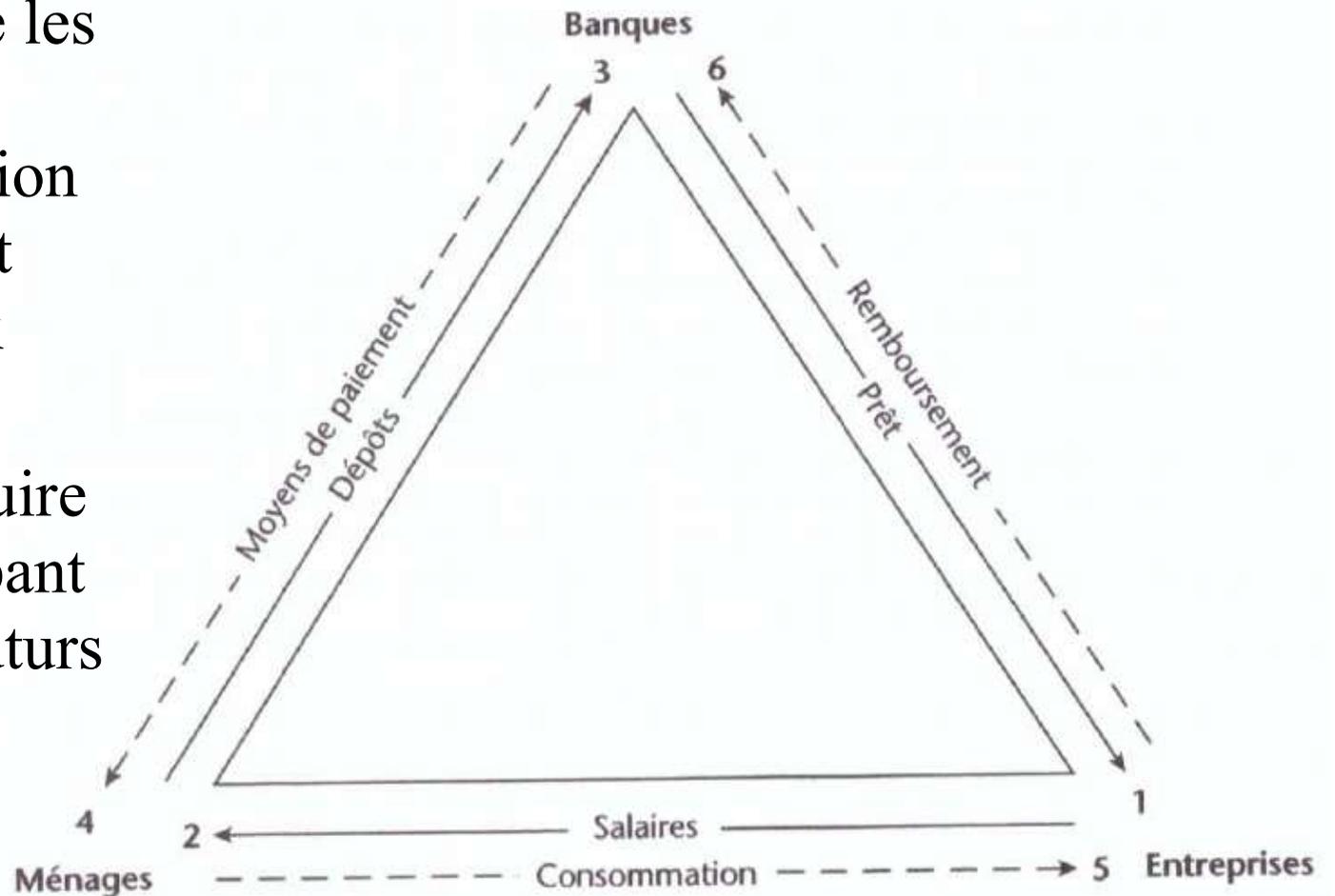
- De nombreux travaux d'anthropologues montrent en outre que la monnaie est acceptée :

Parce que **c'est un objet** précieux, désiré par tous, **qui concentre donc les désirs**

Ou parce que **c'est un moyen d'échange solidaire d'un ensemble de croyances**

Synthèse des approches hétérodoxes de la monnaie : Michel Aglietta et André Orléan (*La violence de la monnaie*, 1982 ; *La monnaie entre violence et confiance*, 2002)

Dans une économie les agents peuvent participer à la division du travail en nouant des dettes entre eux. Ces dettes leur permettent de produire des biens en anticipant sur leurs revenus futurs.



Le rôle de la monnaie est ainsi d'organiser les règles du jeu économique et du lien social entre les acteurs.

2. Les grands principes de la création monétaire

Note d'information de la Banque de France « Qui crée la monnaie », septembre 2015 ? Qu'en avez-vous retenu ?

- Les agrégats monétaires mesurent ...
- La monnaie est une dette car ...
- Les IFM ont 2 fonctions
- Le processus de création monétaire est décentralisé car ...
- Mais ce processus de création monétaire est limité par ...
- Une autre opération donne lieu à création ou destruction monétaire : ...
 - En plus du ... la création monétaire des ... est contrôlée par la Banque centrale via ...
 - La création monétaire des IFM est également limitée par ...

2.1. Création et destruction de monnaie

Partons d'une expérience

Je cherche un volontaire pour me céder un surligneur en échange d'une reconnaissance de dette

Dans nos économies l'essentiel de la **monnaie** circule sous forme **scripturale** et ce sont **les banques commerciales** qui **créent la monnaie** scripturale => la **création monétaire est décentralisée**

Les banques de 2nd rang créent de la monnaie en réalisant 3 types d'opérations

1. La **monétisation d'actifs d'agents privés** (ménages et entreprises)
2. La **monétisation de la dette publique**
3. Le change de devises étrangères en euros (la **monétisation d'actifs du reste du monde**)

Deux fuites dans le circuit monétaire géré par les banques limitent leur création monétaire

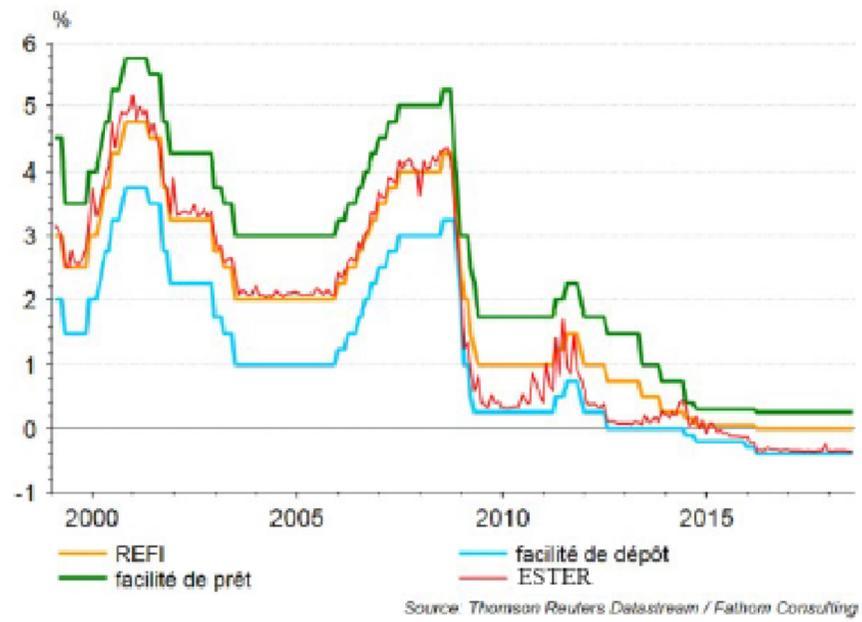
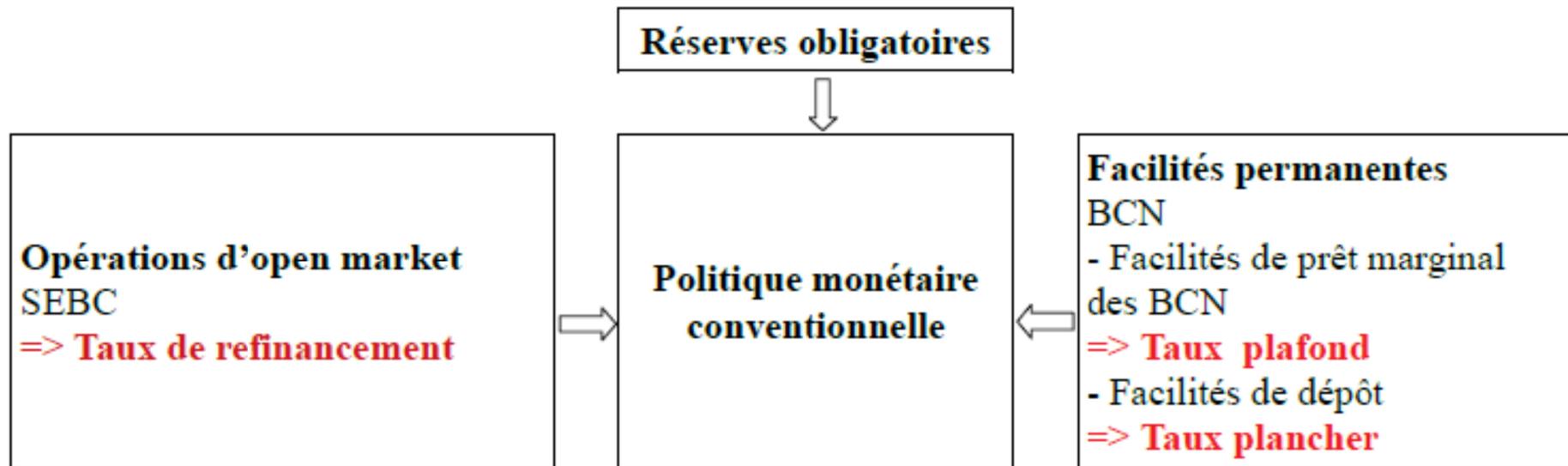
- La **conversion de monnaie scripturale en monnaie fiduciaire**
- L'**utilisation de monnaie scripturale pour faire des paiements auprès de clients d'autres banques**

2.2. Un système décentralisé et hiérarchisé

Exemple : une banque 1 accorde un prêt de 500 000 € à une entreprise (opération a). L'entreprise retire 100 000€ en liquide (opération b) et effectue un paiement de 400 000 € auprès d'un client d'une autre banque (banque 2) (opération c). Dressons le bilan de ces opérations

Banque 1	
Actif	Passif
Créance sur l'entreprise : + 500 000	Dépôt de l'entreprise : + 500 000 Dépôt de l'entreprise : + 500 000 + 400 000 Dette envers la Banque centrale : + 100 000 Dépôt de l'entreprise : + 400 000 Dette envers la Banque centrale : + 100 000 Dette envers la banque 2 : + 400 000
Banque centrale	
Actif	Passif
Créance sur la banque 1 : + 100 000	Mise en circulation de billets : + 100 000
Banque 2	
Actif	Passif
Créance sur la banque 1 : + 400 000	Dépôt du client payé par l'entreprise : + 400 000

Les instruments de la politique monétaire conventionnelle



Bilans simplifiés des banques qui interviennent dans la création monétaire

Bilan simplifié des banques commerciales	
Actif	Passif
Réserves à la Banque centrale (soit leurs dépôts à la Banque centrale) Crédits à l'économie (c'est-à-dire les créances sur les ANF)	Capital (propriété privée) Dettes contractées auprès de la Banque centrale à l'occasion des opérations de refinancement Dépôts (des clients des banques commerciales)

Bilan simplifié de la Banque centrale	
Actif	Passif
Réserves en devises Titres (initialement détenus par les banques) pris en pension à l'occasion des opérations de refinancement (<i>open market</i> et facilités de prêt marginal)	Capital (propriété de l'État) Réserves des banques (soit leurs dépôts à la Banque centrale) Billets en circulation (on voit ici qu'un billet est une créance sur la Banque centrale)

Banque centrale a 2 autres rôles dans ce système hiérarchisé

1. Le rôle de **prêteur en dernier ressort** pour **éviter qu'une banque soit en situation d'illiquidité**
2. Un **contrôle prudentiel** pour **éviter qu'une banque se retrouve en situation d'insolvabilité**

Synthèse

La création de monnaie est limitée de deux manières, au sein de ce système hiérarchisé et décentralisé

- Par la concurrence entre les banques
- Par la tutelle de la Banque centrale

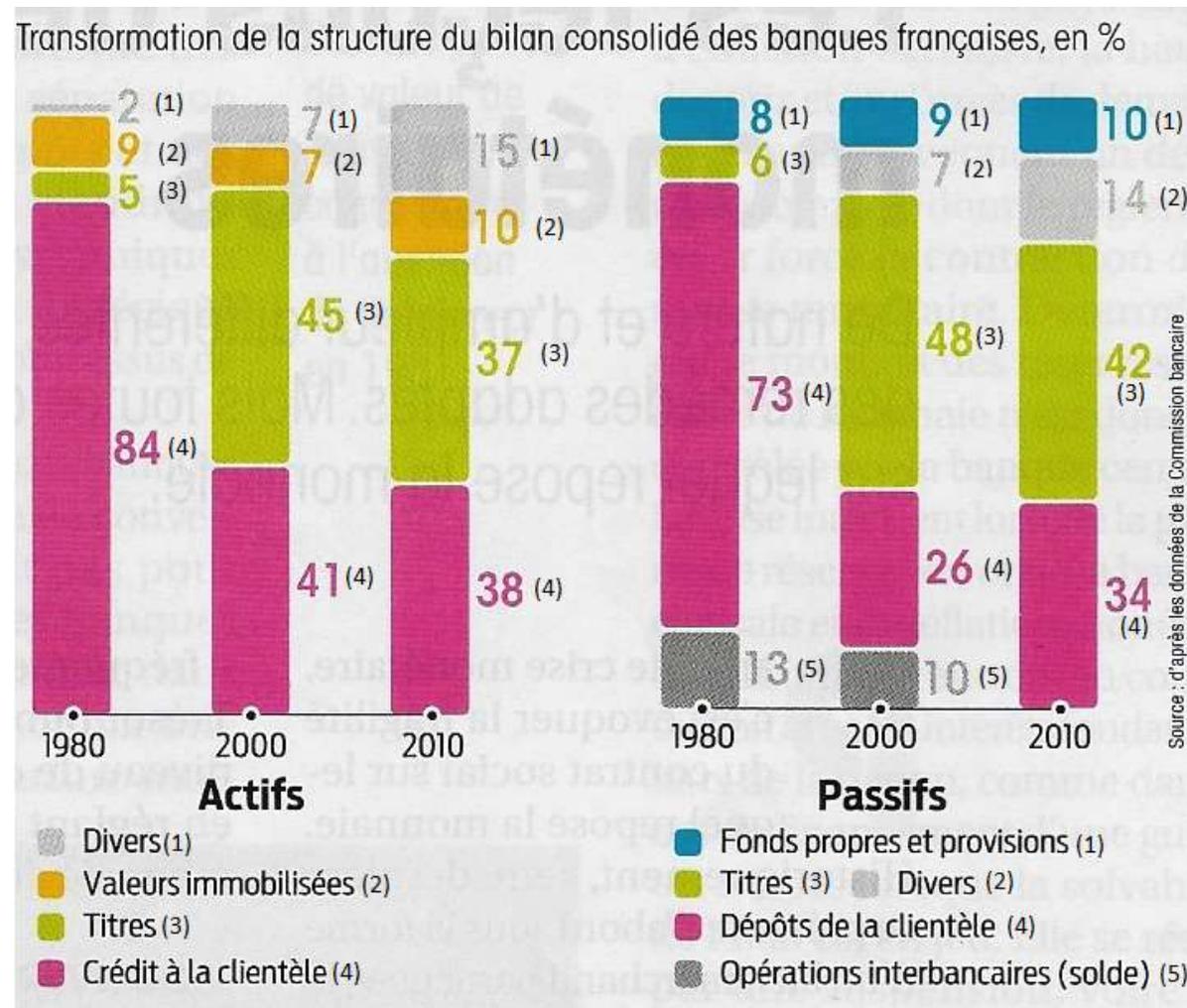
Le développement des marchés financiers a complexifié le processus initial de la création monétaire

(« les crédits font les dépôts »)

1. Dans les bilans bancaires le poids des titres a augmenté et celui des crédits a diminué

Bilan simplifié des banques commerciales	
Actif	Passif
Réserves à la Banque centrale	Capital (propriété privée)
Crédits à l'économie	Crédits auprès de la banque centrale
Titres	Dépôts
	Titres

Bilan des banques : moins de crédits et de dépôts, davantage de titres



Alternatives économiques

Explications de la titrisation

- Un texte : <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/fonctionnement-du-marche/titrisation/>

- Une vidéo : https://www.facebook.com/BanquedeFrance/videos/la-titrisation-d%C3%A9couvrez-la-vid%C3%A9o-qui-a-remport%C3%A9-le-1er-prix-du-cit%C3%A9-co-vid%C3%A9o-cha/488662921619761/?locale=fr_FR

2. Depuis la crise de 2008, les Banques centrales ne se contentent plus de prêter aux banques et ont créé de la monnaie *via* les marchés financiers

C'est le *quantitative easing*

Bilan simplifié de la Banque centrale	
Actif	Passif
Réserves en devises	Capital (propriété de l'État)
Crédits aux banques (refinancement)	Réserves des banques
Titres rachetés aux banques (politique monétaire non conventionnelle)	Billets en circulation

Une présentation vidéo du *quantitative easing*

<http://dessinemoileco.com/quantitative-easing/>

3. Mesurer la masse monétaire **polycopié 1**

Ce qu'il faut avoir compris et être capable d'expliquer

- La **mesure de la masse monétaire se fait via 3 agrégats** construits en poupées russes

- Ils sont **classés par liquidité décroissante**

- C'est l'**évolution de ces agrégats monétaires que surveille et contrôle de manière indirecte la Banque centrale**

- **Ce contrôle s'exerce via** la monnaie qui est gérée par la Banque centrale (dont elle a le monopole d'émission) : **la base monétaire**, composée de 2 éléments : les pièces et les billets (la monnaie fiduciaire) et la monnaie scripturale que les banques ont à la Banque centrale.

- La **masse monétaire augmente sous l'effet de la monétisation d'actifs par les IFM**

$$\Delta M3 = \Delta CAPU + \Delta CSP + \Delta CEN - \Delta EFLT$$

avec CAPU : concours aux administrations publiques, CSP : concours au secteur privé,
CEN : concours extérieurs nets et autres contreparties, EFLT : engagements financiers à long terme

Des questions sur ce polycopié 1 ?

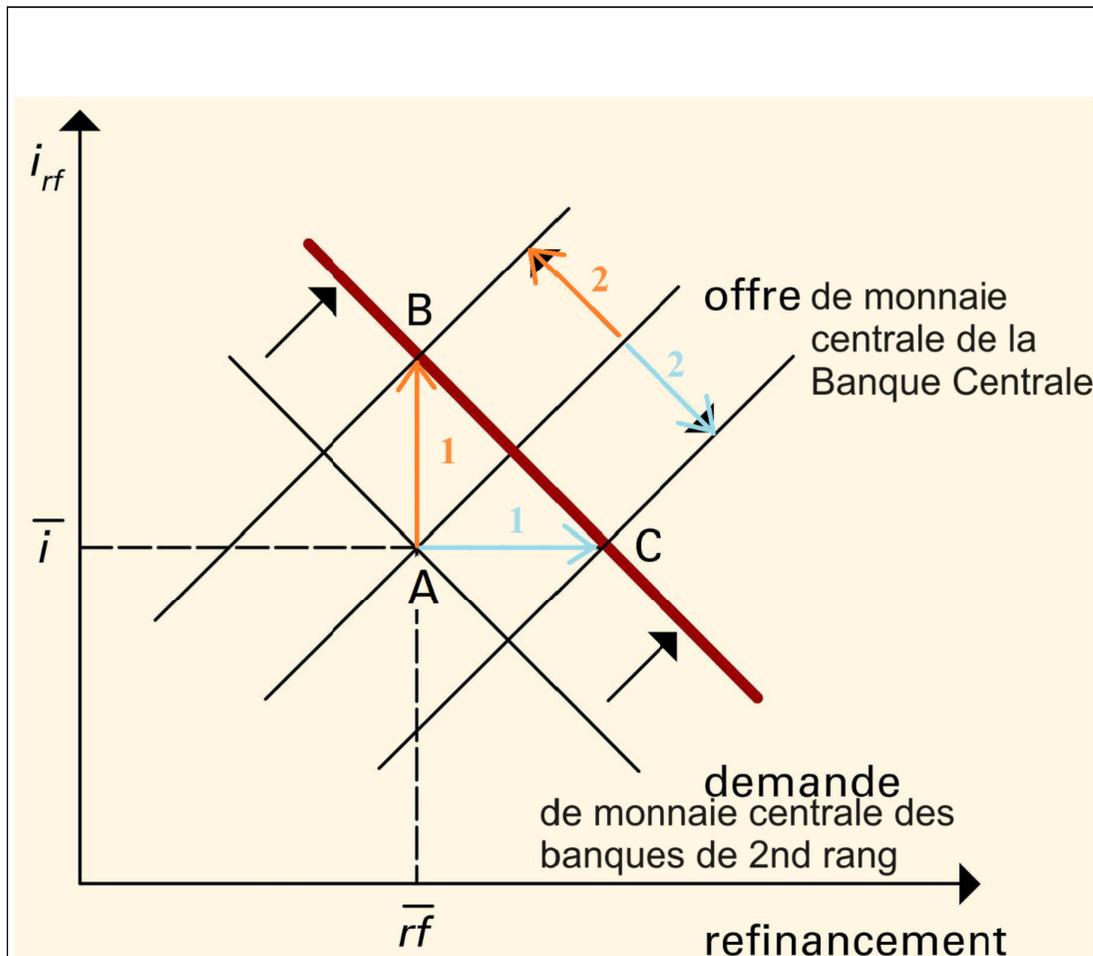
4. Multiplicateur ou diviseur de crédit : qui est à l'origine de la création monétaire ? polycopié 2

Quelques questions pour vérifier que vous avez compris ce polycopié :

- Quel est l'enjeu de l'opposition entre multiplicateur et diviseur de crédit ?
- Qu'est-ce qu'une monnaie endogène ?
- Qu'est-ce qu'une monnaie exogène ?
- Quel est l'intérêt de ces deux approches différentes ?
- Quelle la limite commune à ces deux approches ?

Site de Xerfi, [« Confusion entre masse monétaire et liquidités : le grand méli-mélo »](#)

Retour sur l'explication graphique de la différence entre multiplicateur et diviseur de crédit (p. 4 du poly)



Diviseur de crédit

- 1 Le taux d'intérêt du refinancement est inchangé
- 2 La BC adapte la base monétaire aux besoins en monnaie centrale des banques de 2nd rang suite à leur activité de financement de l'économie (la base monétaire est endogène)

Multiplicateur de crédit

- 1 La base monétaire ne change pas (elle est exogène)
- 2 Le taux d'intérêt du refinancement augmente sous l'effet de l'augmentation des besoins en monnaie centrale des banques de 2nd rang

Des questions sur le polycopié 2 ?

II. Les transformations des systèmes financiers depuis le 19^{ème}

Quelques précisions de vocabulaire pour commencer

- Ne pas confondre la finance et le financement
- De façon générale, le financement désigne les opérations par lesquelles les agents se procurent les fonds nécessaires à la conduite de leurs activités économiques

Données 2023 (issues du TEE, cf chapitre 1)

Des SI dégageaient une capacité de financement

en France en 2023, données 2023 (issues du TEE, cf chapitre 1)

- Les ménages, y compris entreprises individuelles (EI) : 117,4 milliards d'euros
- Les sociétés non financières : 23,3 milliards d'euros
- Les ISBL : 2,1 milliards d'euros

Les autres SI dégageaient un besoin de financement

- Les APU : 154,8 milliards d'euros
 - Les sociétés financières : 36,2 milliards d'euros
- => la France était en situation de besoin de financement par rapport au reste du monde à hauteur de 48,2 milliards d'euros

Concrètement, le financement d'une économie se traduit par la circulation de droits sur de la richesse future.

Le financement de l'économie repose sur un système financier qui remplit 5 fonctions (P-N Giraud, *Le commerce des promesses*, 2001) :

1. Une fonction de transfert de la richesse dans le temps
2. Une fonction de gestion des risques
3. Une fonction de mise en commun des richesses
4. Une fonction d'information
5. Une fonction de règlement

L'importance de la finance dans la sphère économique mondiale

La sphère économique mondiale

(unité : le téra dollar soit le millier de milliards de dollars)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Economie financière</i>						
Marchés dérivés	693,1	874,3	1 152,3	1 406,9	1 808,0	2 288,0
Marché des changes	408,2	754,0	936,3	1 112,4	876,9	1 058,3
Marchés financiers	39,3	33,3	42,3	55,2	65,8	77,9
<i>Economie réelle</i>						
PIB mondial	32,3	37,0	41,6	44,8	48,4	54,3
Transactions totales	1 172,9	1 698,6	2 172,5	2 619,3	2 799,1	3 478,5

Note : Transactions totales = montant des transactions financières +
montant des transactions dans l'économie réelle (PIB)

1. Les modes de financement

Classification des modes de financement

Autofinancement ◦ Profits non distribués ◦ Amortissement ◦ Dépenses courantes constitutives d'investissement	Financement interne	Financement par fonds propres	Financement direct	Financement par épargne préalable
Financement externe direct ◦ Augmentation de capital	Financement externe			
◦ Emprunts (obligations) ◦ Subventions		Financement par fonds d'emprunt ou subventions		
Financement externe indirect ◦ Par intermédiation			Financement intermédié	
◦ Par création monétaire				Financement par création monétaire

3 grandes étapes dans l'histoire du financement de l'économie

1. Du début de la révolution industrielle (fin 18^{ème}, début 19^{ème}) à la Deuxième guerre mondiale

Place centrale de l'autofinancement

Mais le financement externe direct se développe

Crédit bancaire peu développé (le système de l'étalon-or limite fortement la création monétaire des banques => cf « rapide historique du SMI »)

Les banques vont cependant jouer un rôle croissant dans le financement de l'activité grâce à la transformation de l'épargne

2. De 1945, et surtout de 1960 jusqu'aux années 1980

Développement en France d'une économie d'endettement

Crédit bancaire central et repose essentiellement sur de la création monétaire

3. À partir des années 1990

Développement d'une économie de marché financier

Place centrale du financement externe direct

Les banques y jouent encore un rôle mais c'est l'agent à capacité de financement qui achète des titres qui devient porteur du risque

2. Le financement de l'économie jusqu'à la Seconde guerre mondiale

Polycopié 3

Ce qu'il faut bien avoir en tête à l'issue de la lecture du polycopié 3

1. Les besoins de financement augmentent de manière spectaculaire avec le développement des chemins de fer à la fin de la première révolution industrielle

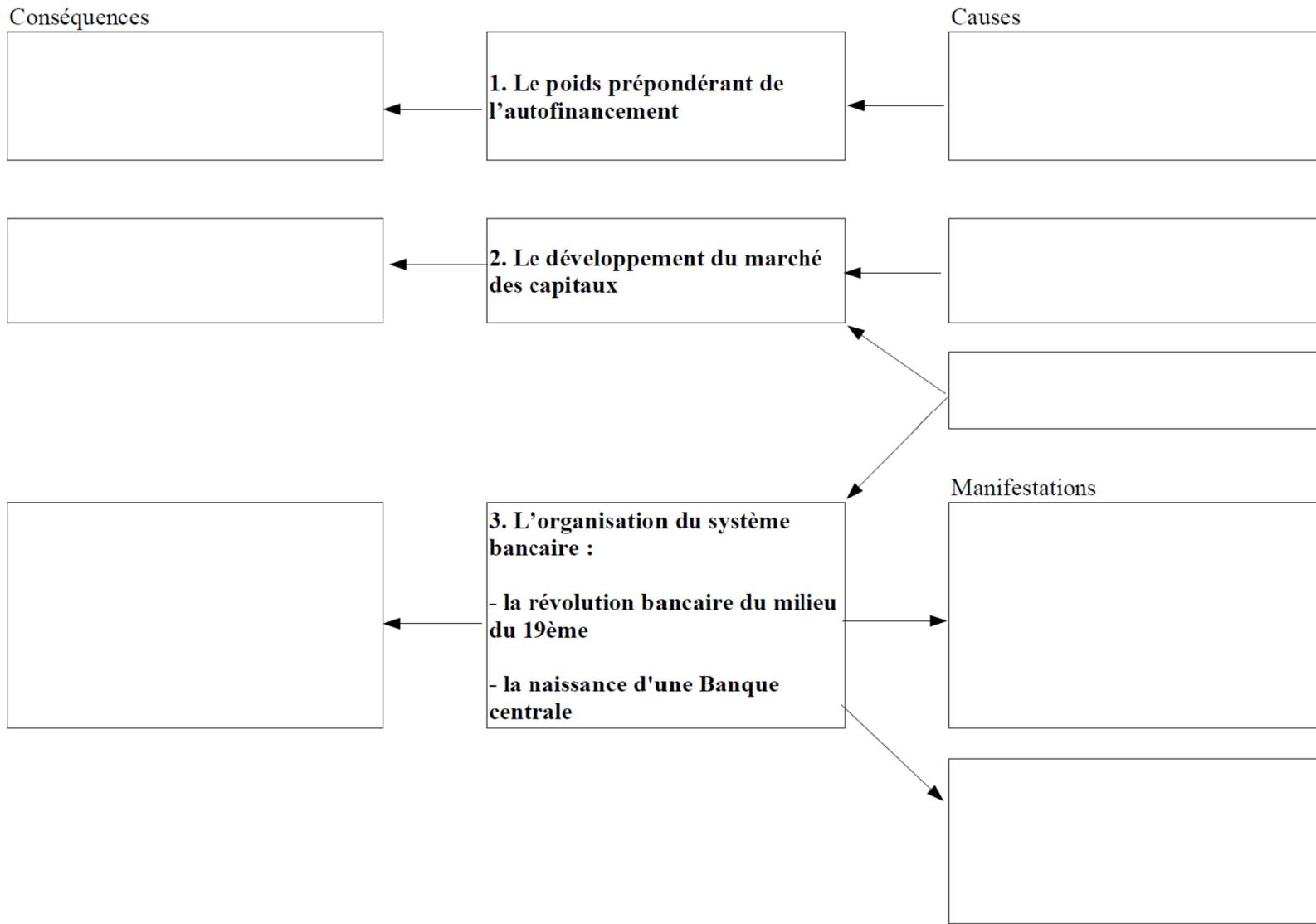
2. Des banques d'affaires vont jouer un rôle précurseur pour financer le chemin de fer non pas sous forme de prêts reposant sur de la création monétaire mais sous forme de transformation d'épargne

3. En parallèle les marchés de capitaux vont pouvoir se développer sous l'effet d'un nouveau droit des sociétés et de l'organisation et du développement des bourses de valeurs

Des questions sur le polycopié 3 ?

Activité : complétez la carte mentale ci-dessous

De la 1ère RI à 1939, un financement de l'économie caractérisé par



Correction de la carte mentale : voir document sur cahierdeprepa

Synthèse sur le financement de l'économie française de la 1^{ère} RI à 1939

- Une période qui correspond à l'âge d'or de l'autofinancement mais aussi une période où se structurent l'activité des banques et les marchés financiers
- Les marchés financiers jouent un rôle croissant dans le financement de l'économie
- Les banques ont une activité de crédit très faible qui repose sur un système particulier : elles monétisent des effets de commerce
- À côté de cette forme d'activité de crédit qui ne génère pas de création monétaire, les banques collectent les dépôts d'or de leurs clients et leur remettent en échange des moyens de paiement sous forme de billets
- Sur les marchés financiers, les banques procèdent à une intermédiation de bilan
- Les Banques centrales se structurent également : une banque privée obtient en France et en Grande-Bretagne le monopole d'émission de billets, elles refinancent les effets de commerce des banques commerciales et certaines, comme la Banque de France, ont une capacité de création monétaire

3. L'après 1945 : de la mise en place d'une économie d'endettement à sa remise en cause **Polycopié 4**

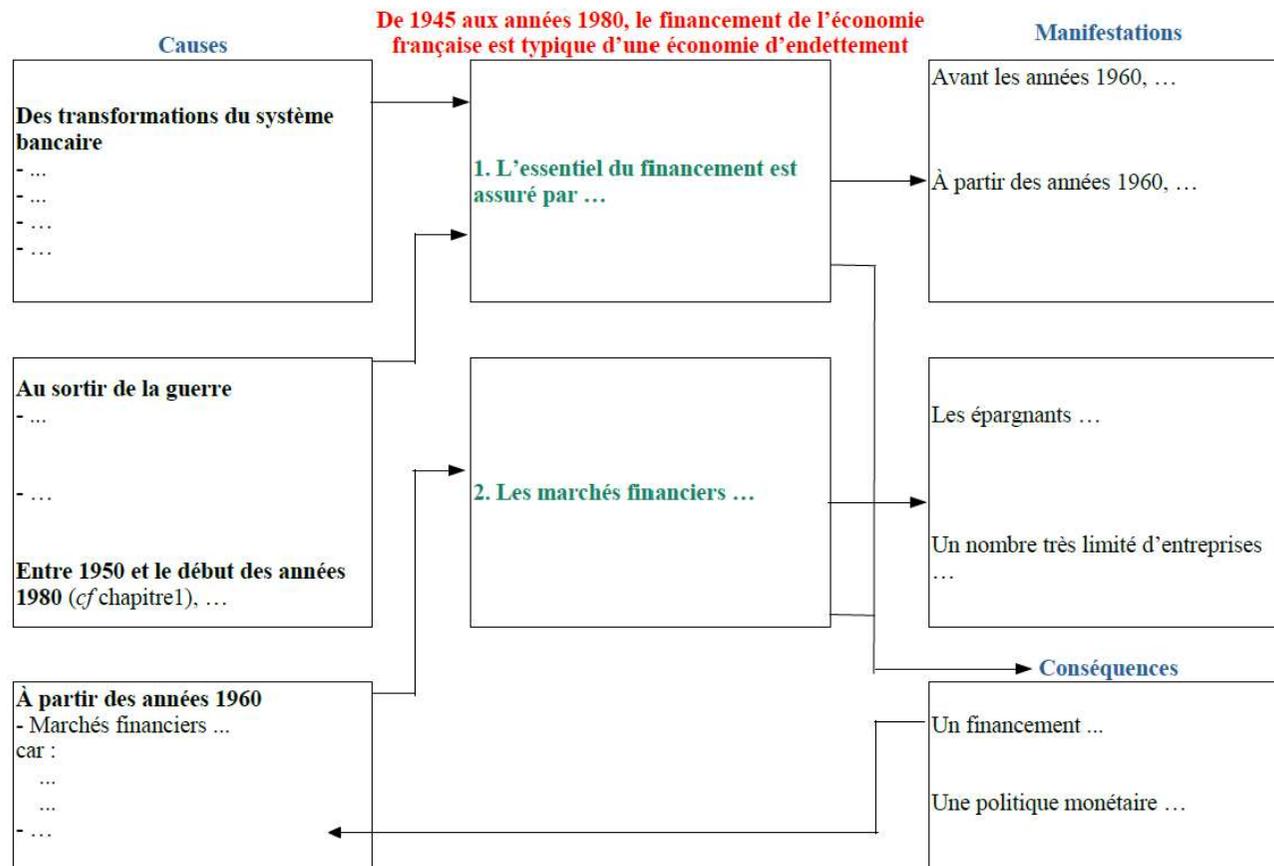
Ce qu'il faut bien avoir en tête à l'issue de la lecture du polycopié 4

Entre 1945 et 1983, la France connaît l'apogée puis le déclin d'un système financier qui peut être décrit comme une « économie d'endettement » (*overdraft economy*), caractérisée d'après J. Hicks par 3 éléments

Deux facteurs vont expliquer la mise en place de cette économie d'endettement :

1. En 1945, les marchés financiers ne sont pas encore remis de la crise de 1929 et cette situation va perdurer
2. Seul l'État peut faire face aux énormes besoins en capitaux nécessaires pour la reconstruction de l'économie française

Grâce au polycopié 4, vous savez comment s'est mise en place et développée l'économie d'endettement et vous êtes capables d'expliquer les causes de son déclin, ce que vous allez synthétiser avec une **carte mentale**



Correction de la carte mentale : voir document sur cahierdeprepa

Synthèse sur l'économie d'endettement (1945-début des années 1980)

Au sortir de la 2^{nde} GM, les investissements à financer sont colossaux* et l'épargne insuffisante

L'État va financer les investissements en s'endettant, essentiellement auprès de la Banque de France via le Trésor

* Quelques données pour l'année 1948 (valeurs estimées)

Immeubles détruits : 175 milliards de francs + charges préliminaires à la reconstruction de 42 milliards (notamment pour se débarrasser de 10 millions de mines)

Dommages dans **industrie et commerce** : 265 milliards de francs

Dans l'**agriculture** : 135 000 bâtiments détruits, 410 000 endommagés ; la moitié des porcins, un tiers des chevaux, un tiers des ovins, un septième des bovins ont disparu

Dommages subis par les **chemins de fer** : 113 milliards de francs

Comparaison : PIB de la France de 1938 estimé à environ 400 milliards de francs

À partir des années 1960, les investissements productifs peuvent de nouveau être financés par les entreprises.

Le crédit bancaire va répondre à leurs besoins de financement externe

Il peut reposer sur de la création monétaire car le franc n'est plus convertible en or

Les banques jouent un rôle essentiel dans le financement de l'activité économique pour 3 raisons

1. Nationalisation de grandes banques et spécialisation bancaire
2. Taux d'intérêt réels faibles voire négatifs certaines années => incite les agents économiques à s'endetter (effet de levier car forte croissance économique)
3. Des marchés financiers peu accessibles

Les banques se refinancent ensuite auprès de la Banque de France (monnaie endogène : le diviseur de crédit décrit la création monétaire) qui devient véritablement une Banque centrale en 1945

Cette économie d'endettement a des effets pervers : elle est inflationniste et l'inflation est difficile à juguler par la politique monétaire

Faisons le point sur l'effet de levier

Pour expliquer l'effet de levier il faut maîtriser 2 notions (rentabilité financière et rentabilité économique) et savoir ce qu'est l'effet de levier en physique (le poids d'une charge que l'on peut soulever augmente sous l'effet de la taille du bras avec lequel on soulève)

La **RE** d'une entreprise désigne le rendement de l'ensemble des capitaux engagés dans l'entreprise (quelle que soit l'origine de ces capitaux) :

$$RE = \frac{EBE}{\text{capitaux engagés dans l'entreprise (fonds propres + dette)}}$$

Pour un investissement, la RE désigne ce qu'il rapporte compte tenu de ce qu'il a coûté :

$$RE \text{ d'un investissement} = \frac{\text{EBE supplémentaire permis par cet I}}{\text{coût total de cet I}}$$

La RE d'un investissement dépend de la conjoncture économique

Si par exemple le taux de croissance du PIB est de 5 %, une entreprise peut espérer une RE moyenne pour un investissement de 5 %

La **RF** désigne le rendement des capitaux engagés dans l'entreprise apportés par ses propriétaires :

$$\text{Rentabilité financière} = \frac{\text{EBE} - \text{charge financière (intérêts de la dette)}}{\text{Fonds propres}}$$

Pour un investissement, la RF désigne ce qu'il a rapporté aux propriétaires de l'entreprise compte tenu de ce qu'il leur a coûté :

$$\text{RF d'un I} = \frac{\text{EBE supplémentaire permis par cet I} - \text{intérêt payé sur capital emprunté pour financer cet I}}{\text{fonds propres utilisés pour financer l'I}}$$

La RF d'un investissement dépend de la RE et du taux d'intérêt. On peut en effet écrire :

$$\text{Rentabilité financière} = \text{RE} + \frac{(\text{RE} - i) * \text{dette}}{\text{Fonds propres}}$$

Cette équation signifie que **si la RE d'un investissement est supérieure au taux d'intérêt** en vigueur dans l'économie, **augmenter le montant de l'investissement grâce à l'endettement permet d'augmenter la RF** (effet de levier)

Reprise de l'exemple donné dans le poly

Une entreprise dispose de 2 millions de fonds propres pour financer un I. Cet I a une RE attendue de 10 % et le taux d'intérêt en vigueur dans l'économie est de 5 %. Comparons sa RF si l'entreprise autofinance son I à sa RF si elle finance un I plus important (un I de 10 millions) grâce à l'endettement :

$$RF_{I \text{ autofinancé}} = \frac{10}{100} + \frac{\left(\frac{10}{100} - \frac{5}{100}\right) * 0}{2\,000\,000} = \frac{10}{100} = RE$$

$$RF_{I \text{ plus élevé avec endettement}} = \frac{10}{100} + \frac{\left(\frac{10}{100} - \frac{5}{100}\right) * 8\,000\,000}{2\,000\,000} = \frac{10}{100} + \frac{5}{100} * 4 = \frac{30}{100} \text{ soit } 30\% > RE$$

L'effet de levier se manifeste ici par le fait que **le montant de l'investissement** (le bras du levier) **augmente avec l'endettement**. **Cela permet d'augmenter la RF de l'investissement** (c'est-à-dire de « soulever quelque chose de plus lourd »)

Explication alternative

Une entreprise veut financer un I de 10 millions et ne dispose que de 2 millions de fonds propres. Elle peut soit emprunter les 8 millions qui lui manquent, soit augmenter ses fonds propres en faisant appel à de nouveaux apporteurs de capitaux. Comparons les deux situations en terme de RF :

$$RF_{I \text{ partiellement financé avec endettement}} = \frac{10}{100} + \frac{\left(\frac{10}{100} - \frac{5}{100}\right) * 8\,000\,000}{2\,000\,000} = \frac{10}{100} + \frac{5}{100} * 4 = \frac{30}{100} \text{ soit } 30\% > RE$$

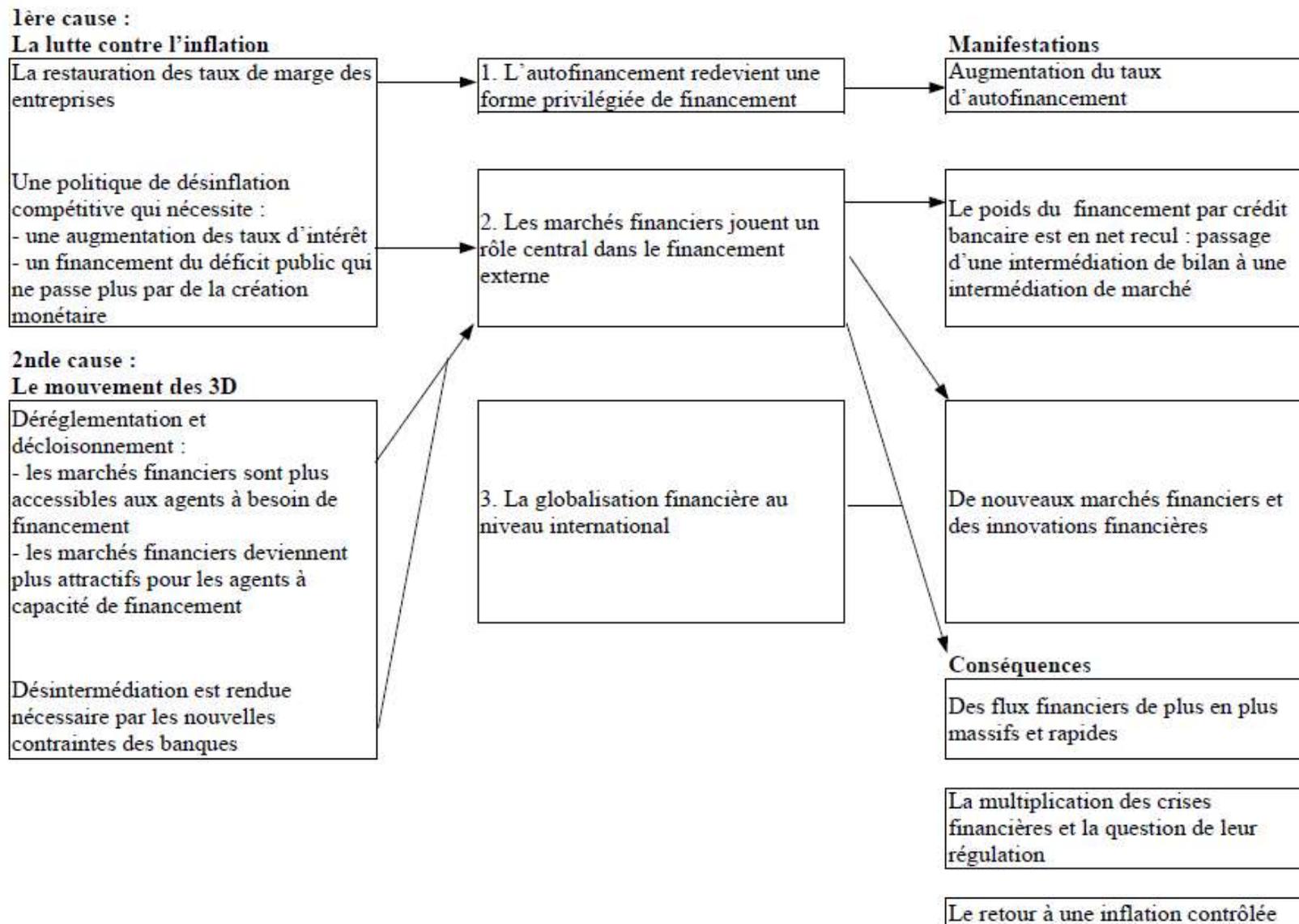
$$RF_{I \text{ totalement autofinancé}} = \frac{10}{100} + \frac{\left(\frac{10}{100} - \frac{5}{100}\right) * 0}{10\,000\,000} = \frac{10}{100} = RE$$

L'effet de levier se manifeste ici par le fait que **l'entreprise augmente sa RF quand elle finance une partie de son investissement par de l'endettement plutôt qu'en faisant appel à des fonds propres supplémentaires**. Le bras du levier est ici la part de l'investissement financée par endettement plutôt que par fonds propres.

Une vidéo pour terminer avec une autre présentation de l'effet de levier

https://www.youtube.com/watch?v=bx_LWm6_6tA

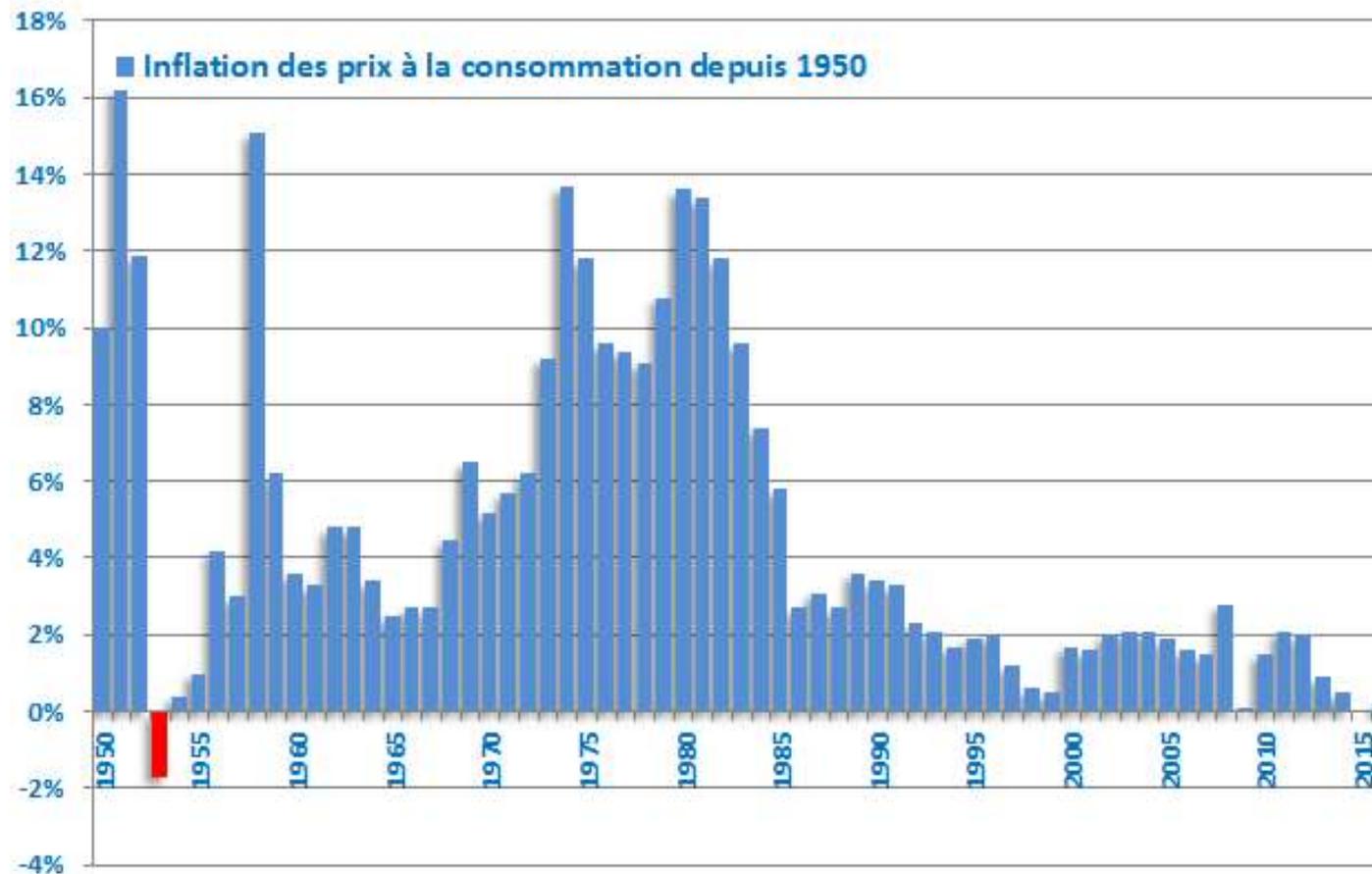
4. Une économie de marchés financiers dans un contexte de globalisation financière à partir des années 1980



4.1. La naissance et le développement de l'économie de marchés financiers

La lutte contre l'inflation nécessite la mise en place d'un mode de financement non inflationniste

Evolution du taux d'inflation en France entre 1950 et 2016



<https://france-inflation.com/graphique-inflation-depuis-1901.php>

Taux de marge, d'investissement et d'autofinancement des sociétés non financières depuis 1950



Insee, comptes nationaux - base 2014.

La désintermédiation, le décloisonnement et la déréglementation permettent aux marchés financiers de jouer un rôle central dans le financement externe

Le mouvement des 3D est l'expression qui résume, à la suite des travaux d'Henri Bourguinat les principales évolutions caractérisant la globalisation financière

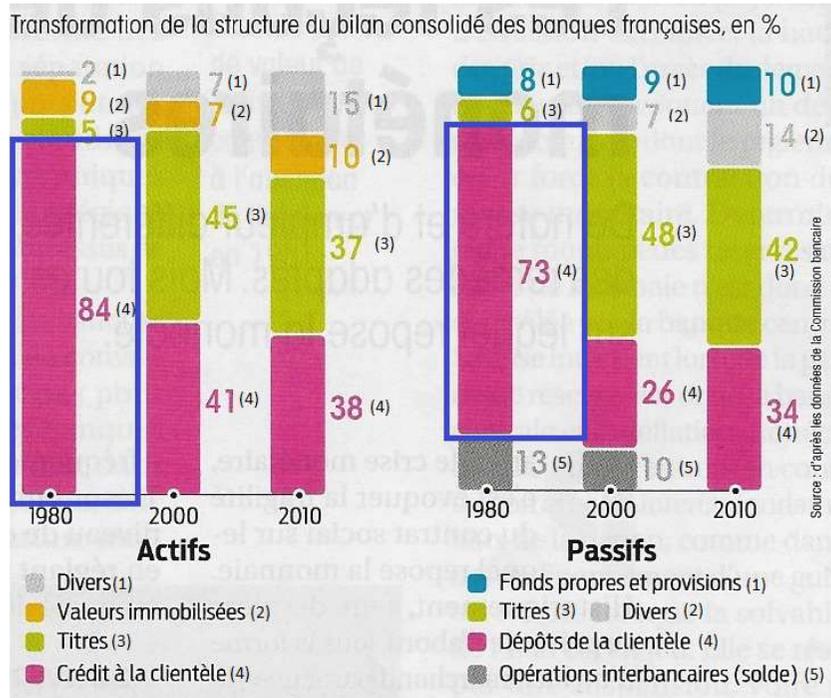
La désintermédiation

Au sens large

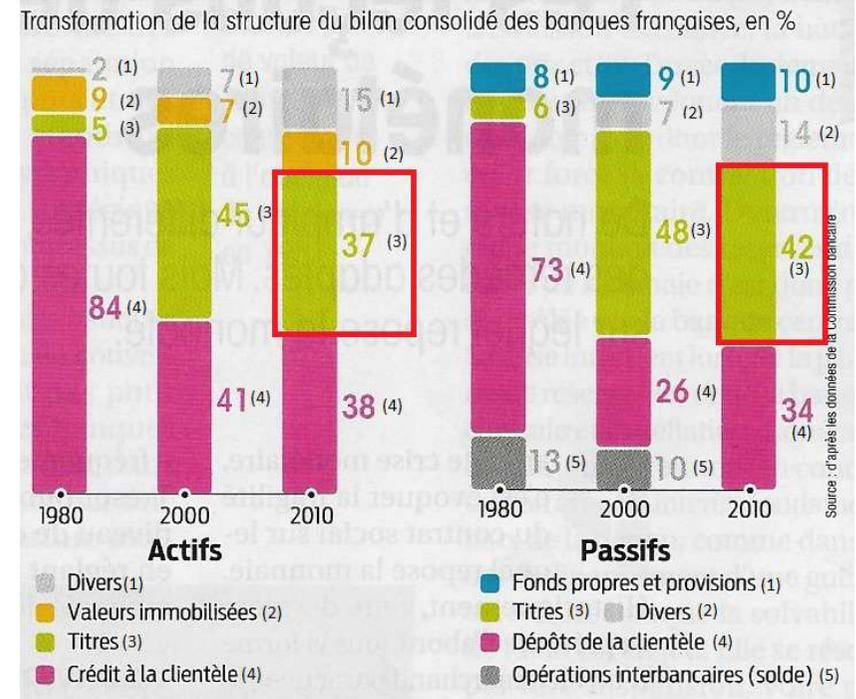
Financement intermédié		Financement désintermédié
Rôle central du crédit bancaire		Rôle central des marchés financiers
Rencontre entre agents à besoin et à capacité de financement passe par un intermédiaire qui porte le risque		Agents à capacité de financement portent le risque quand ils financent des agents à besoin de financement

Désintermédiation au sens restreint

Intermédiation de bilan



Intermédiation de marché



Pour les banques, le passage d'une intermédiation de bilan à une intermédiation de marché est nécessaire en raison de contraintes exogènes et endogènes

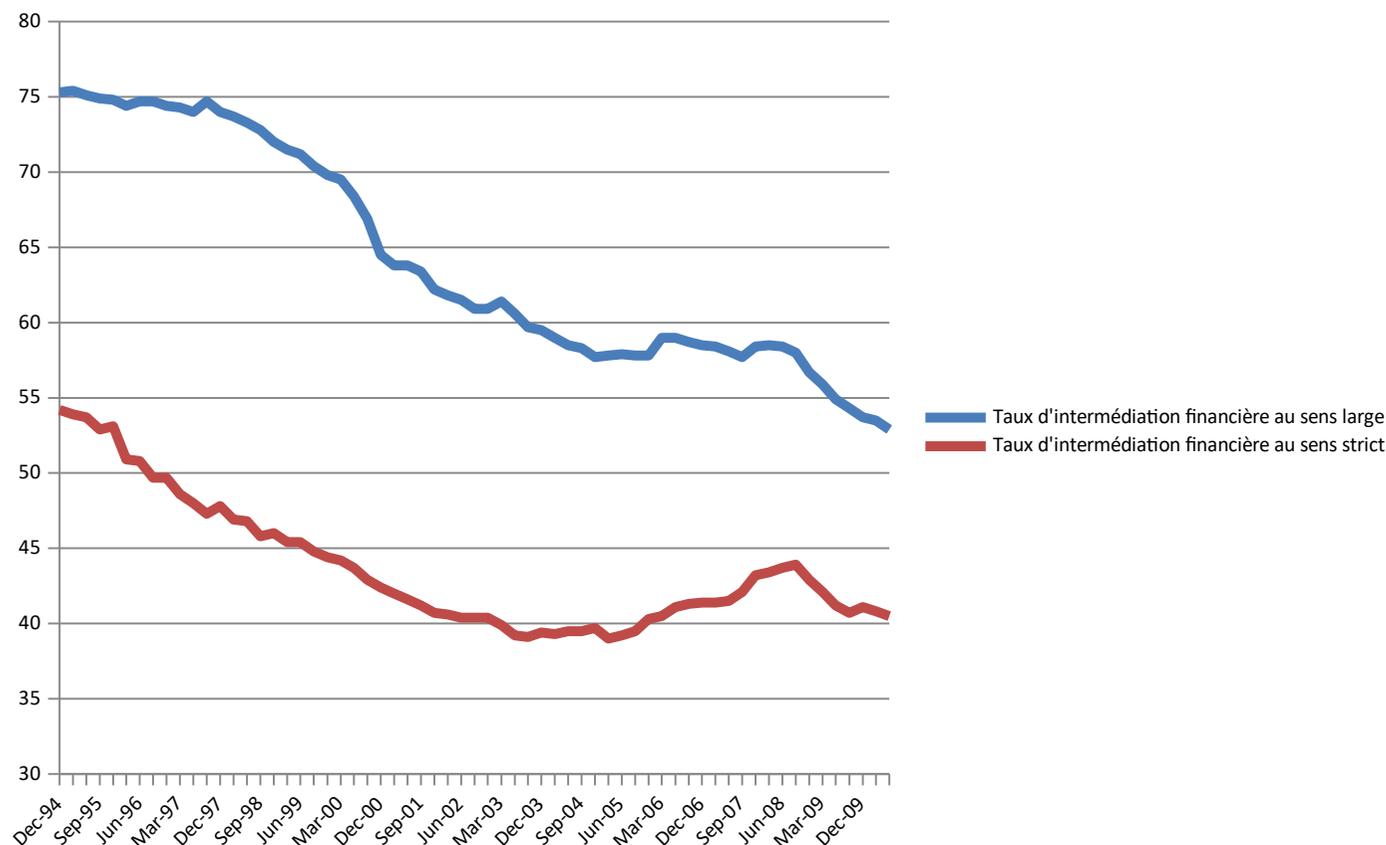
3 contraintes exogènes Une contrainte endogène

Evolution des instruments de circulation de la monnaie scripturale

en % des transactions	1991	1998	2006	2010	2016
Chèques	56,6	45,3	25,6	18,2	10
Virements	16,4	18,2	17,5	17,3	18
Prélèvements	9,2	13,3	17,3	19,8	19
TIP	0,2	1,6	1,1	0,8	-
Paiements par carte	15,7	20,3	37,6	43,1	52,8
Monnaie électronique	0	0	0,1	0,8	0,2

Banque de France, 2018.

La mesure de la désintermédiation



$$\text{Tx intermédiation sens strict} = \frac{\text{Crédit bancaires}}{\text{Total des financements externes des ANF}}$$

$$\text{Tx intermédiation sens large} = \frac{\text{Crédit bancaires} + \text{Titres d'entreprises détenus par banques}}{\text{Total des financements externes des ANF}}$$

Le décloisonnement

Définition

Des activités bancaires et des activités sur les marchés financiers s'ouvrent à un nombre croissant d'agents économiques

2 formes en France

1. Décloisonnement des activités bancaires
2. Décloisonnement des marchés financiers

Le décloisonnement des activités bancaires : La Loi bancaire de 1984

- **Création d'un statut unique pour les banques**
 - **Naissance d'organismes de régulation du système bancaire** : Comité de réglementation bancaire, Comité des établissements de crédit, Commission bancaire
- => la loi bancaire de 1984 donne davantage d'autonomie aux banques, à condition de respecter les règles du jeu
- **Prépare les vagues de privatisation des banques** (1987 : Société Générale et Paribas, 1993 : BNP et 1999 : Crédit Lyonnais)

Le décloisonnement des marchés financiers

En France

Ouverture du marché monétaire à d'autres agents que les seuls établissements financiers et les ENBAMM

Au niveau international

Ouverture progressive des marchés financiers nationaux aux opérateurs étrangers. Exemples :

- Big Bang de la City (*London Stock Exchange*) en 1986
- En France
 - Réforme de 1985 des bons du trésor négociables
 - Réforme de la Bourse en 1988
- Unification des marchés boursiers en Europe à la fin des années 1990. Exemple : Euronext né de la fusion des Bourses de Paris, d'Amsterdam et de Bruxelles

La déréglementation

Définition

Processus d'abolition d'une ensemble de règles encadrant les activités bancaires et financières

Les réglementations issues de la crise de 1929 et de l'après-guerre sont progressivement abandonnées

Triple objectif

1. Permettre un accès plus facile aux marchés de capitaux
2. Diversifier l'offre de capitaux et permettre une meilleure adéquation avec la demande
3. Faire en sorte que les taux d'intérêt soient librement déterminés par les marchés

Un mouvement de déréglementation qui se produit essentiellement dans les années 1980

En France

Loi bancaire de 1984

Loi Bérégovoy de 1986 qui met fin à l'encadrement du crédit

De 1986 à 1988 différentes mesures pour mettre fin au contrôle des changes et des prix

Au niveau européen

Acte Unique de 1986

Marché unique en 1993

Traité de Maastricht en 1992

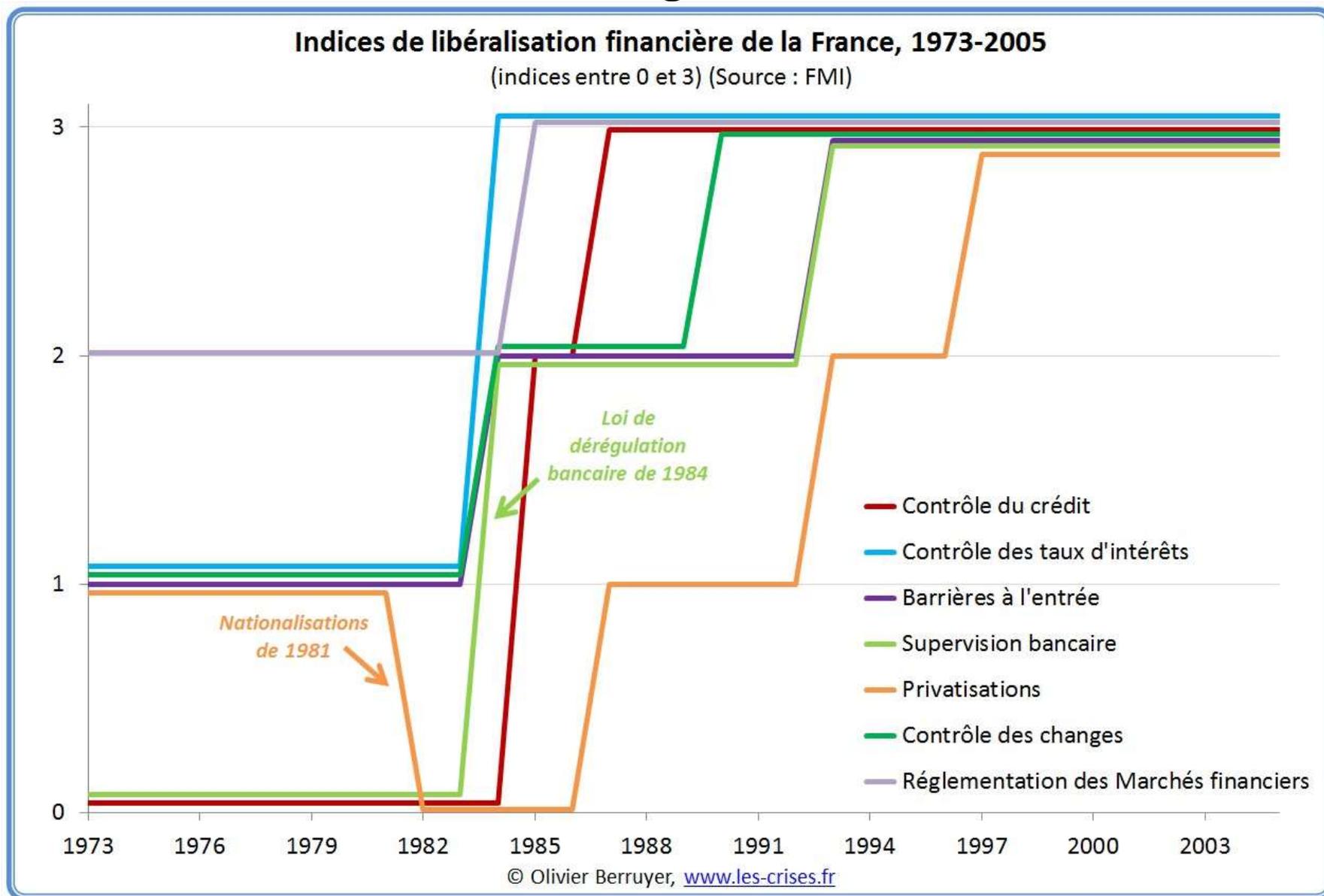
Aux États-Unis

1984 : abandon de l'impôt à la source de 30 % sur les intérêts des obligations acquises par des étrangers

1986 : abrogation de la réglementation Q qui plafonnait les taux d'intérêt versés par les banques pour rémunérer les comptes

1987 : suppression du *Glass-Steagall Act* qui interdisait à une même banque de gérer des dépôts et d'avoir une activité sur les marchés de capitaux

Les mesures de la déréglementation en France



Décloisonnement et déréglementation vont permettre le développement du financement externe direct en transformant les comportements ...

... Des agents à besoin de financement (demande de capitaux)

1. Crise du début des années 1970 => augmentation des déficits publics => nécessité pour **États** d'attirer des capitaux en développant des titres publics, dans un contexte de lutte contre l'inflation

2. Coût élevé du crédit dans les années 1980 => nécessité pour les **entreprises** de recourir au financement externe direct ou à l'autofinancement

- Augmentation des risques de change (**banques, entreprises** échangeant avec le RDM) => nécessité de se couvrir contre ces nouveaux risques ce que permettent certains titres financiers

... **Des agents à capacité de financement** (offre de capitaux)

1. Réorientation d'une partie de l'épargne des **ménages**
2. Quand des **entreprises** sont en capacité de financement elles vont également davantage placer leur épargne sur les marchés financiers

Données (UE) : valeur actifs gérés par OPCVM : 814 milliards € en 1992, 3586 milliards fin 2001 ce qui représente 53% du PIB de la zone euro (TCAM de 18 %)

Le développement du marché financier peut être illustré de 3 manières

1. Une **augmentation de l'activité du marché** : de 1975 à 1986, le nombre de transactions à la Bourse de Paris est multiplié par 16

2. Une **forte hausse des cours** : de 1977 à 1993, le cours des actions françaises a presque été multiplié par 9 alors que sur la même période le PIB en volume n'a été multiplié que par 1,4

3. Une modification des caractéristiques du **marché** : il est devenu **plus liquide et plus volatile**

4.2. Des innovations financières et de nouveaux marchés de capitaux

Nouveaux titres et nouveaux compartiments apparus sur ces marchés pour couvrir davantage de besoins de financement

De nouveaux titres financiers

◦ **Sur le marché monétaire**

TCN (certificats de dépôt, billets de trésorerie, bons du Trésor négociables, bons à moyen terme négociables)

◦ **Sur le marché financier**

Nouveaux titres de propriété : BSA (bons de souscription d'action), actions à dividende prioritaire sans droit de vote

Nouveaux titres de créance : obligations à taux variable, OAT

Des titres hybrides entre actions et obligations, exemples : obligations convertibles en actions, obligations remboursables en actions

De nouveaux compartiments sur le marché des capitaux

- **Marché monétaire** : Le marché des titres de créance négociables

- **Marché financier**

Second marché (1983)

Nouveau marché (1996)

Marchés de produits dérivés (MATIF en 1986, MONEP en 1987)

Une explication de ce que sont les produits dérivés

<https://www.youtube.com/watch?v=zxK22V3cj0M>

produit dérivé

- S'assurer à l'avance de la livraison d'un bien dans le futur
- se protéger contre les variations de prix de ce bien
- parier sur l'évolution future du prix

acheter vendre

Produit dérivé

Prix

Produit dérivé

maîtres premières
monnaies
actions d'entreprises

gain

mais...

Risque

Prix garanti
3€

Chambre de compensation

2:46 / 2:53

L'organisation du marché financier en France

Marché monétaire Marché des capitaux à court et moyen terme (jusqu'à 7 ans)	Marché interbancaire Échange de monnaie centrale entre banques, la Banque centrale y intervient également (taux d'intérêt sur ce marché varie dans le corridor défini par les taux directeurs)
	Marché des titres de créances négociables
	Marché des changes Achats/ventes de devises étrangères
Marché financier (au sens étroit) Marché des capitaux à long terme (supérieur à 3 ans)	Marché des actions et des obligations - Marché primaire : c'est le « marché du neuf » sur lequel se rencontrent une offre de nouveaux titres et une demande. C'est ce marché qui participe au financement de l'économie. En général il y a un intermédiaire, le plus souvent une banque, qui est chargé de placer ces nouvelles valeurs mobilières auprès du public. - Marché secondaire : cet le « marché de l'occasion » sur lequel sont revendus des titres qui ont fait l'objet d'une première acquisition. Il permet : 1. d'assurer la liquidité du marché primaire puisqu'il permet à ceux qui ont acheté des titres sur le marché primaire de s'en dessaisir rapidement. 2. les opérations de croissance externe des entreprises par des OPA ou des OPE qui se traduisent par des fusions-acquisition
	Marché de produits dérivés , deux exemples : le MATIF et le MONEP - Matif (marché à terme international de France) - Monep (marché des options négociables de Paris)

La titrisation constitue un autre exemple d'innovation financière

Permet de **transformer l'intermédiation bancaire** : transformer l'intermédiation de bilan suite à l'octroi de crédits en intermédiation de marché

Pour rappel, la titrisation des crédits immobiliers accordés par les banques américaines dès le début des années 2 000 a consisté

- Pour les banques à vendre ces crédits à une société appelée SPV ou SPC (*Special Purpose Vehicle ou Company*)
- Pour le SPV ou SPC à créer des titres obligataires qui mélangent des crédits ayant des niveaux différents de risque. Ces titres sont des ABS (*asset-backed security*) soit des valeurs mobilières adossées à des actifs
- Ces titres ont ensuite été vendus à des fonds d'investissement (comme des fonds de pension ou des *hedge funds*) dont les parts sont détenues par des banques et des ANF (particuliers, collectivités locales, ...)

La titrisation sert à deux choses

1. **Mieux gérer les risques**, notamment ceux liés à l'octroi de crédits (risques de crédit, de taux, de liquidité)
2. **Desserrer l'étau des ratios de solvabilité** (Bâle I, 1988, Ratio « Cooke » ; Bâle II, 2004, Ratio « McDonough » ; et aujourd'hui Bâle III) en faisant sortir du bilan certains actifs

Historique de la titrisation

Elle a commencé dans les années 1970 aux États-Unis

En France elle a été introduite par la loi du 23 décembre 1988 pour faciliter le développement du crédit immobilier

4.3. Les conséquences du développement des marchés financiers

1. La maîtrise de l'inflation (désinflation)

Baisse du taux d'inflation annuel moyen :

1971-1980 : 9,6 %

1981-1990 : 6,3 %

1991-2010 : 1,7 %

2. Le risque de perte de souveraineté dans des secteurs stratégiques avec le développement des IDE

Actualité : **vente par Sanofi d'Opella** au fond d'investissement américain CD&R

Définitions à connaître

Souveraineté économique

Investissements de portefeuille

Investissements direct étrangers

Pour éviter la perte de souveraineté économique dans des secteurs économiques stratégiques l'UE et la France se sont dotés au cours du temps d'outils spécifiques. Par exemple :

Dans l'UE

PIIEC (Projets Important d'Intérêt Européen Commun)

Mécanisme de filtrage et de contrôle des IDE mis en place en 2019

En France

- Le ministre de l'Économie dispose d'un « droit de veto » dans des secteurs sensibles (code monétaire et financier)

- Depuis la loi Pacte de 2019, la liste des secteurs stratégiques dans lesquels les IDE sont soumis à autorisations préalables a été élargie

=> Enjeu : concilier deux objectifs complémentaires

=> C'est ce qui peut expliquer que l'État français ne se soit pas opposé au rachat d'Opella par un fond d'investissement américain mais qu'il ait fait entrer au capital de l'entreprise Bpifrance

Pour ceux qui veulent aller plus loin

Épisode d'entendez-vous l'éco du 28/11/2024 «
Sanofi : l'industrie face à la fièvre financière »

<https://www.radiofrance.fr/franceculture/podcasts/entendez-vous-l-eco/sanofi-l-industrie-face-a-la-fievre-financiere-3628766>

Présentation vidéo sur le site de Melchior de
l'ouvrage de Sarah Guillou *La souveraineté économique
à l'épreuve de la mondialisation*, Dunod 2023

<https://www.melchior.fr/note-de-lecture/la-souverainete-economique-l-epreuve-de-la-mondialisation>

3. Des flux financiers de plus en plus massifs et rapides

Effet du développement des TIC

2011 : 40 % des ordres sur les marchés financiers passés en Europe et plus de la moitié aux États-Unis sont réalisées par des ordinateurs (*trading* à haute fréquence) Aujourd'hui c'est plus de 80 %

Accélération spectaculaire des flux financiers

Nombre d'ordre passés par minutes aux États-Unis : 952 en 1993, plus de 1 million en 2009, 4 millions en 2012

Ratio entre le nombre d'ordres passé et le nombre de transactions effectuées : d'environ 1 en 1993, plus de 20 en 2011

4. La multiplication des crises financières

L'exemple de la crise des Subprimes de 2008. En bref : 3 causes

1. **Crise asiatique de 1997** => excès d'épargne au niveau mondial que les marchés financiers vont tenter de capter avec des produits financiers innovants

2. **Volonté du président G.W. Bush** (2001-2009) **de soutenir la croissance** américaine *via* le marché de l'immobilier et l'accompagnement de cette politique par la FED vont permettre au marché des capitaux américains de proposer des produits financiers promettant une forte rentabilité

3. **Poursuite du mouvement de déréglementation**

- Aux États-Unis où les banques vont pouvoir développer leurs activités sur les marchés financiers et notamment la titrisation
- Au niveau mondial va permettre aux investisseurs étrangers d'acheter des titres aux États-Unis

Dans le détail

Cause 1 : cf document sur cahierdeprepa « La crise asiatique de 1997 »

À retenir

- Forte croissance des économies asiatiques + Libéralisation financière au niveau mondial => Afflux de capitaux étrangers dans les années 1980
- Mais capacités deviennent supérieures aux besoins de financement => Bulles notamment dans l'immobilier
- Le gouvernement thaïlandais décide en juillet 1997 de dévaluer le bath => Capitaux financiers se retirent massivement des économies asiatiques => Crise bancaire + Forte récession

Cause 2

Des mesures favorables au développement du crédit hypothécaire aux États-Unis

1. Baisse des taux directeurs de la FED* va accompagner ce développement

Taux de refinancement de la FED passe de 6,5 % en 2001 à 1 % en 2003 avant de remonter progressivement à partir de la mi 2004 pour atteindre un peu moins de 5 % en 2007

2. Baisse des taux d'intérêt => Des crédits immobiliers de plus en plus risqués (crédits *subprime*)

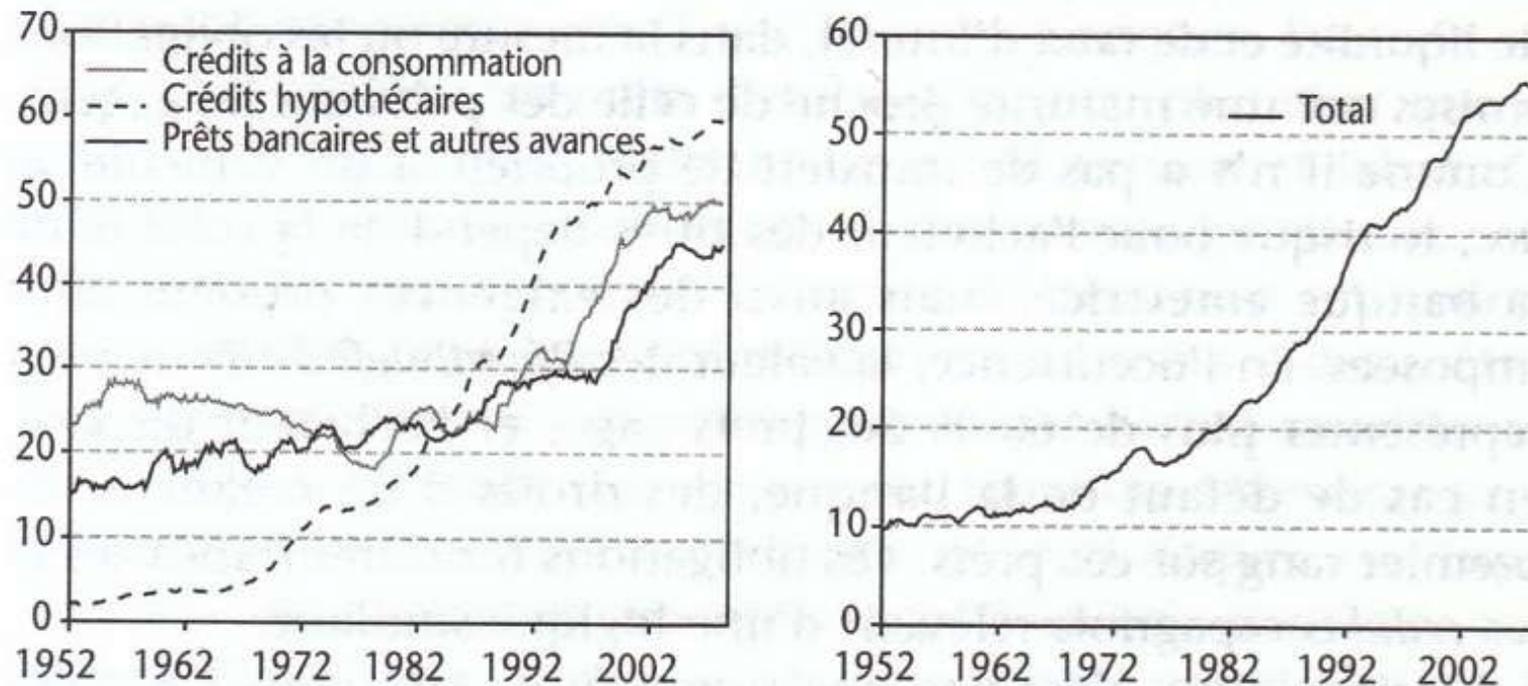
Encours de crédits subprimes presque multiplié par 3 entre 2002 et 2006 (il passe de plus de 400 milliards de dollars en 2002 à presque 1 200 milliards en 2006)

Cause 3

Abrogation du *Glass Steagall Act* en 1999 => Développement de la titrisation des crédits hypothécaires :

Le développement de la titrisation aux États-Unis

Part, en %, des prêts financés par émissions de titres



Sources : Réserve fédérale, calculs des auteurs.

Anton Brender et Florence Pisani, *La crise de la finance globalisée*, La Découverte, 2009.

Le déroulement de la crise des *subprimes*

Étape 1 : Pour soutenir le marché immobilier américain, nécessité de permettre à des ménages de plus en plus fragiles financièrement de devenir propriétaires

=> Encours de crédits subprimes presque multipliés par 3 entre 2002 et 2006 (de plus de 400 à presque 1200 milliards de dollars)

Étape 2 : Face aux tensions inflationnistes, FED remonte taux directeurs entre 2004 et 2007 (de 1 % à un peu moins de 5 % en 2007) => Des ménages deviennent insolvables (taux de défaut sur crédits subprimes passe d'un peu plus de 10 % en 2005 à 14 % en 2007, presque 19 % en 2008 et 25 % en 2009), leurs biens immobiliers sont saisis et vendus, le marché immobilier s'effondre et provoque un krach sur le marché boursier américain

Titrisation et « *shadow banking* »

Document vidéo de présentation du *shadow banking*

<https://www.youtube.com/watch?v=G116sFXA9-U>

- Ce sont **tous les acteurs impliqués dans des opérations de crédit qui ne collectent pas de dépôts** et qui ne sont donc pas soumis aux régulations des établissements de crédit

- Mais ces acteurs jouent un rôle majeur dans les opérations de crédit en raison du **changement de modèle de l'intermédiation bancaire** :

Avant la désintermédiation bancaire : « *originate to hold* »

Avec la désintermédiation bancaire : « *originate to repackage and sell* »

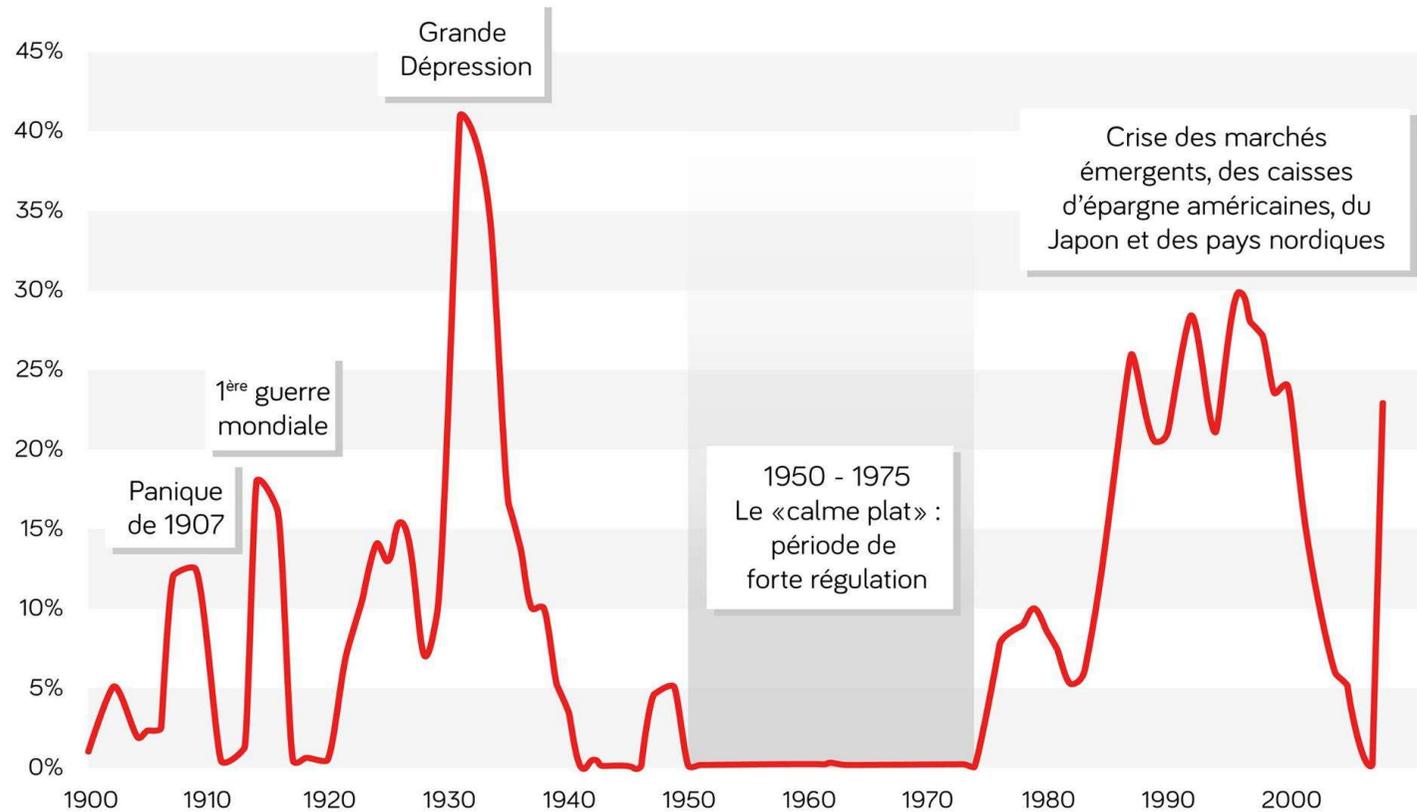
Les **sommes gérées par le *shadow banking*** représentent au niveau mondial environ 92 000 milliards de dollars en 2015, soit l'équivalent de la moitié du système bancaire traditionnel

Selon un périmètre plus étroit (*shadow banking* avec risque systémique), il s'élèverait à 34 000 milliards de dollars, soit un montant équivalent à près de la moitié du PIB mondial

La multiplication des crises financières : quelques faits

PROPORTION PAR PAYS SUBISSANT UNE CRISE BANCAIRE, 1900 - 2008

(Pondéré par leur poids dans le PIB mondial) (Source : Reinhart & Rogoff)



Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, *Cette fois, c'est différent, Huit siècles de folie financière*, 2010.

Voir document sur cahierdeprepa « La multiplication des crises financières depuis les années 1970 »

La multiplication des crises bancaires suite au développement des marchés financiers pose **2 questions** :

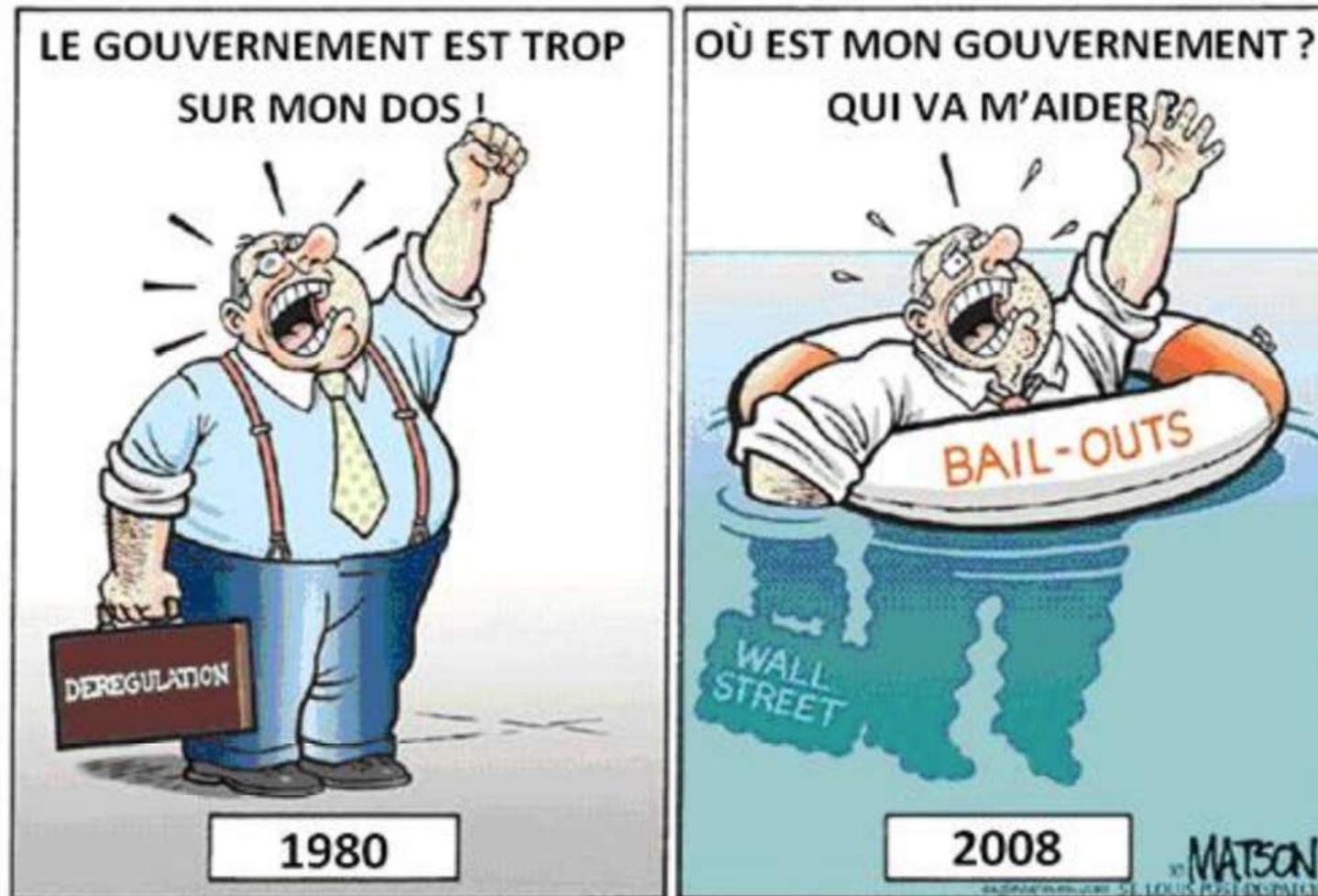
- **Les marchés financiers sont-ils efficaces ?**

Cette question sera traitée dans le cadre du point II

- **Comment réguler la finance ?**

Cette question renvoie à celle de l'élargissement du rôle des Banques centrales, un élément sur lequel nous allons faire un point pour terminer le point II.4 consacré au financement de l'économie depuis les années 1980

4.4. L'élargissement des missions des Banques centrales depuis les années 1980



© RJ. Matson – www.rjmatson.com

La régulation de la finance après la crise de 1929

Aux États-Unis (entre 1933 et 1934)

F.D. Roosevelt signe 3 lois pour encadrer le financement de l'économie américaine et contraindre l'activité des banques

Securities Act

Glass-Steagall Act qui conduit à la création du *Federal Deposit Insurance Corporation*

Securities and Exchange Act

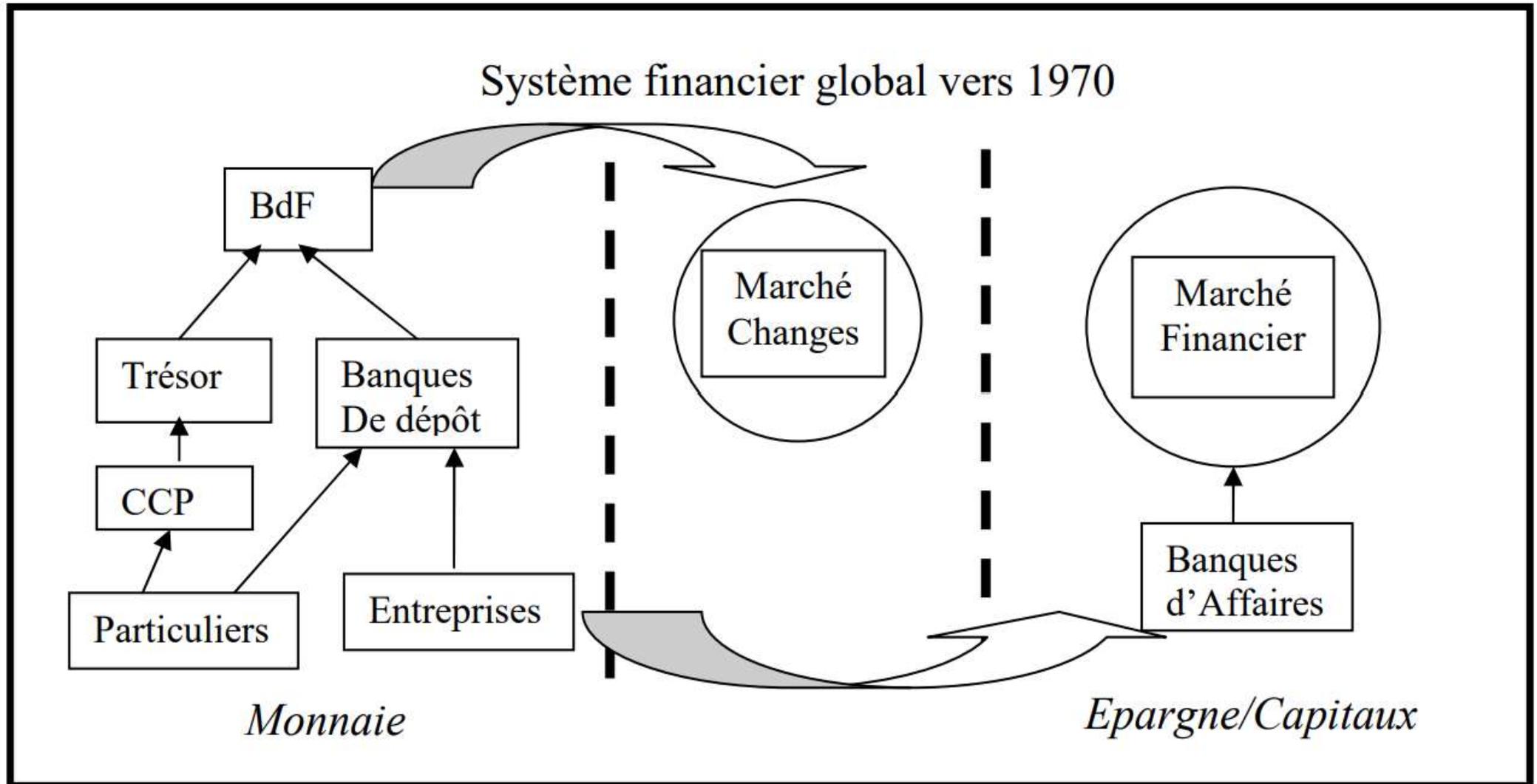
3 lois qui approfondissent la spécialisation bancaire initiée par le *Mac Fadden Act* de 1927 (confirmé en 1956 dans le cadre du *Douglas Amendment Act*)

En France

Séparation des activités bancaires inscrite dans **la loi en 1941** mais développée dans la pratique depuis la **doctrine Germain (1904)** qui fait suite à la faillite de l'Union générale (1882)

Cette séparation des activités bancaires est **assouplie en 1966** mais la **spécialisation bancaire** reste une réalité compte à travers les **circuits de financement** à taux bonifiés mis en place par l'État

Le système financier français des années 1970 est régulé



La dérégulation de la finance à partir des années 1980, quelques rappels et compléments

Aux États-Unis

Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (1980)

FDIC Improvement Act (1991)

Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act (1999)

<=> fin du *Glass-Steagall Act*

Consolidated Supervised Entities Program (2004)

En France

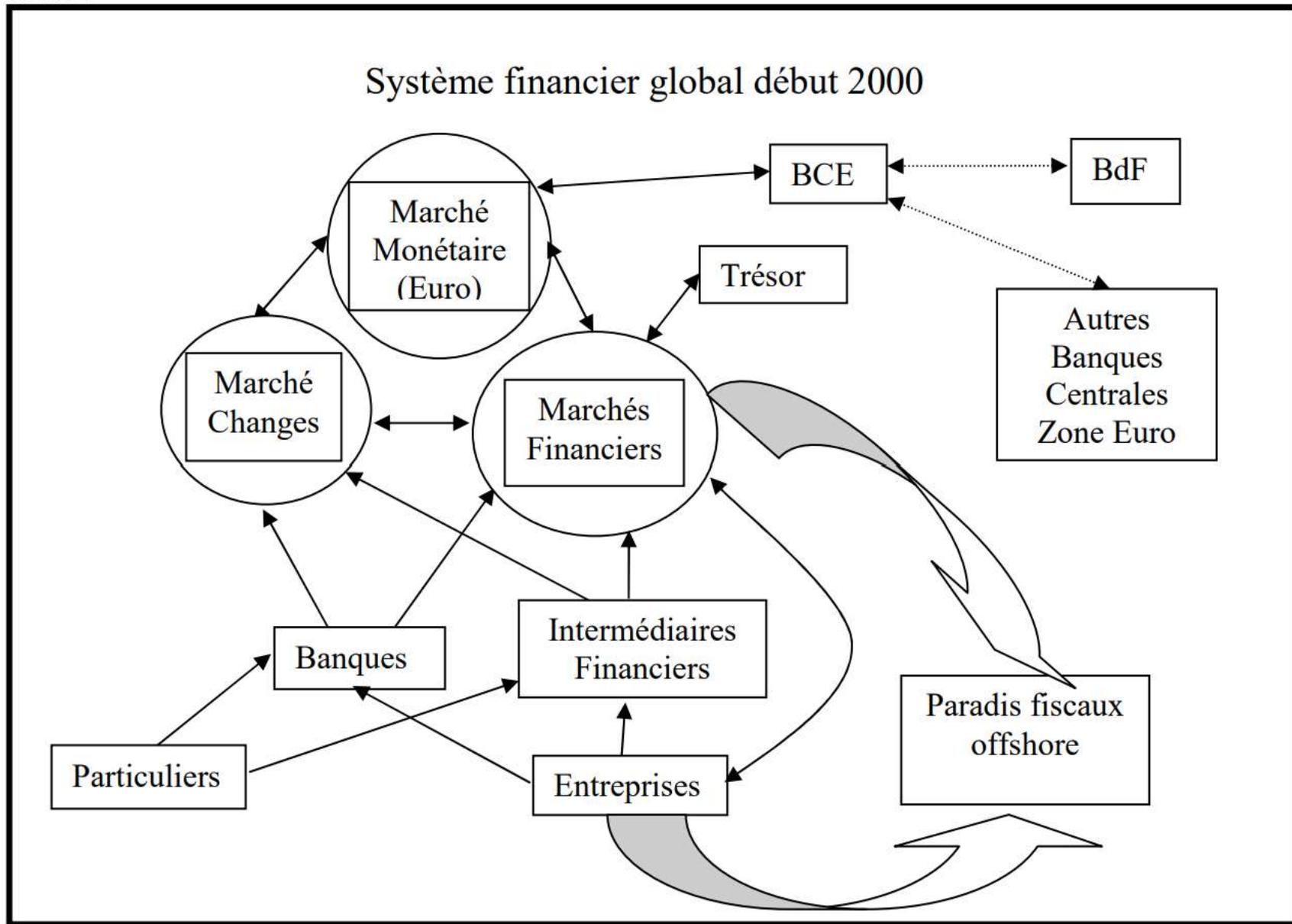
Loi bancaire de 1984 : statut unique aux banques

Entre 1987 et 1993 : mouvement de **privatisation** des banques

1985 : ouverture du marché monétaire aux établissements non bancaires

1989 : suppression du contrôle des changes

Le système financier français des années 2000 est dérégulé



Dans le schéma précédent, les **intermédiaires financiers** qui ne sont pas des banques

Échappent à la régulation bancaire

Ne sont par ailleurs **pas tous réglementés**

2 grands types d'intermédiaires financiers non bancaires

1. Des **fonds réglementés** : OPC (ou OPCVM)

2. Des **fonds non réglementés**

- Fonds de capital-investissement (*private equity*)
- Fonds en gestion alternative (*hedge funds*)

La re régulation de la finance depuis 2008

	Régulation financière	Régulation bancaire
France	2010 : Conseil de la régulation financière et du risque systémique qui devient : 2013 : Haut Conseil de stabilité financière (HCSF)	2010 : ACP renommée ACPR en 2013, autorité de contrôle prudentiel et de résolution 2013 : loi de séparation et de régulation des activités bancaires
Union européenne Union Économique et Monétaire	2011 : SESF (système européen de surveillance financière) microprudentiel et Comité européen du risque systémique (macroprudentiel) 2012 : MES (mécanisme européen de stabilité)	2011 : SESF et CERS 2012 : rapport Liikanen et premier pilier de l'union bancaire MSU (mécanisme de supervision unique) 2013 : 2ème pilier MRU (mécanisme de résolution unique) ? : 3ème pilier SGD (assurance unique des dépôts)
États-Unis	2010 (dans la loi Dodd Frank) : conseil de stabilité financière (Financial Stability Oversight Council FSOC) (macroprudentiel) et Consumer Financial Protection Agency , supervision des agences de notation, enregistrement des <i>hedge funds</i>	2010 : loi Dodd Frank avec règle Volcker qui limite l'activité spéculative des banques, extension du Federal Deposit Insurance Corporation , règle de 5% des crédits titrisés, etc.
Échelle mondiale	2009 : FSB (Financial Stability Board) remplace le Forum de stabilité financière de 1999	2010 : accords de Bâle III 2019 : accords de Bâle IV

Le comité de Bâle encadre la régulation bancaire au niveau mondial

Ce comité **définit des ratios prudentiels** pour **éviter** qu'une banque ne se retrouve en situation d'**insolvabilité**

Une première série de ratios a été défini en 1988 (Bâle 1)

Aujourd'hui l'UE applique les ratios définis dans le cadre de Bâle 3 (2010) mais doit progressivement intégrer ceux de Bâle 4

Exemple

Le **ratio Cooke** ou ratio de solvabilité international oblige depuis **1988** les **banques internationales** à disposer d'un montant de fonds propres (capital + réserves) au moins égal à 8 % de leurs risques mesurés par une moyenne pondérée (selon le degré de risque) de leurs créances

La régulation bancaire en Europe

Mécanisme de surveillance unique

- Harmoniser les règles de surveillance des banques en Europe
- Surveiller directement l'activité des plus grandes banques (surveillance des autres confiée aux autorités nationale)

Mécanisme de résolution unique

Éviter que les difficultés d'une banque se propagent à l'économie et fassent perdre de l'argent aux déposants et aux contribuables

Exemple : la faillite de la banque espagnole Banco Popular a pu être évitée en 2017 car le déclenchement du MRU a permis à Santander, la première banque espagnole, de racheter la Banco Popular pour un euro

Système européen de garanties des dépôts

Harmoniser la protection des déposants dans l'UE

C'est un projet présenté par la Commission européenne en novembre 2015 qui prévoit que la garantie des dépôts soit mutualisée au niveau européen avec un fonds unique d'ici à 2024

Mais la constitution de ce fond n'est toujours pas commencée

La régulation bancaire en France

ACPR en charge du contrôle

- **De l'activité des banques**, qui ne sont **pas contrôlées par la BCE**

Un service spécialisé pour la surveillance de chaque banque présentant un risque systémique : 4 présentent un risque élevé (BNP Paribas, SG, CA et BPCE), 3 un risque systémique plus modéré (Crédit mutuel, HSBC europe, Banque postale)

- **Des assurances**

ACPR a un pouvoir de sanction

Plus grosse sanction à ce jour infligée à la Banque postale en 2018 (50 millions d'euros) suite au constat de défaillances dans son dispositif de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme

La régulation financière

La régulation financière en Europe

Elle repose sur **2 entités**

Une entité de surveillance **microprudentielle** : le **Système européen de surveillance financière**

Une entité de surveillance **macroprudentielle** : le **Comité européen du risque systémique**
+ Mécanisme européen de stabilité

La régulation financière en France

Le **Haut Conseil de stabilité financière** (HCSF) est l'autorité macroprudentielle française chargée d'exercer la surveillance du système financier dans son ensemble

Exemple : HCSF a imposé en septembre 2021 de durcir les conditions d'accès au crédit immobilier pour les ménages en limitant la durée maximale de remboursement à 25 ans et en interdisant que le taux d'effort des emprunteurs dépasse 35 %

Conclusion sur la re régulation de la finance depuis 2008

Les autorités nationales et supranationales ont **tenté de réguler de nouveau les activités bancaires et financières**

Mais rien dans ces mesures **ne permet de réguler davantage le *shadow banking*** dont les acteurs se financent sur les marchés financiers pour prêter à l'économie

Document vidéo de présentation du *shadow banking*

<https://www.youtube.com/watch?v=G116sFXA9-U>

Les **nouvelles mesures réglementaires ne visent pas à surveiller l'actif et le passif des fonds d'investissement non régulés**

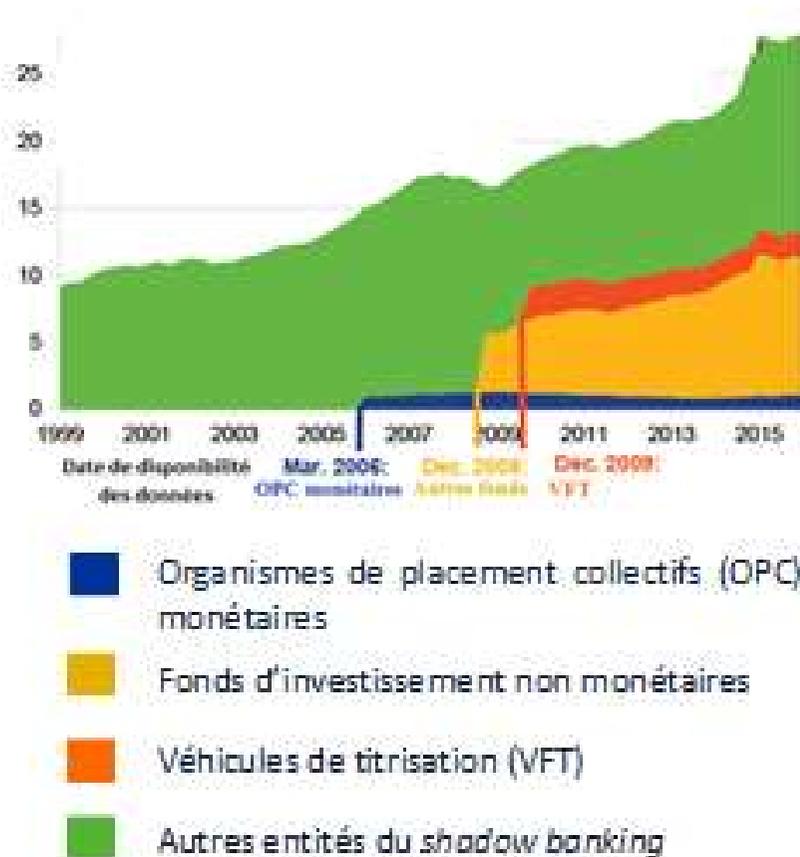
Par ailleurs

- Les fonds que les fonds d'investissement non régulés collectent auprès du public ne sont pas assimilables à des dépôts bancaires et par conséquent **pas couverts par le mécanisme d'assurance des dépôts**

- Ces fonds ne peuvent **pas** bénéficier **du refinancement des Banques centrales** et donc de la fourniture de liquidité d'urgence en cas de tensions ou de crise financière

Quelques données sur l'évolution du *shadow banking*

Actifs gérés par le *shadow banking*
(définition large) en zone euro
(exprimé en milliers de milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne (BCE)

Shadow banking dans le monde
impliquant un risque systémique
(exprimé en %, échelle de droite, et en milliers de
milliards de dollars, échelle de gauche)



Source : Conseil de stabilité financière

Transition

À côté de l'élargissement de leurs missions à la stabilité financière, les banques centrales continuent à être en charge de la politique monétaire

Revenons sur quelques éléments récents en la matière

Quelques éléments sur la politique monétaire et ses évolutions depuis 2008

Rappels sur les politiques conjoncturelles

Des politiques qui visent l'atteinte du « carré magique » : atteindre une **croissance** du PIB

- Suffisamment importante pour que le **taux de chômage** soit **faible**

- Mais pas trop forte pour que l'augmentation de la demande globale soit compatible avec celle des capacités de production de l'économie et donc que l'**inflation** soit **modérée** dans une économie où la **balance commerciale** est **équilibrée**

Les **politiques** monétaire et budgétaire **diffèrent par leurs outils** mais également **par les institutions qui en ont la charge** et **par le mandat confié à ces dernières**

- **Politique budgétaire** du ressort des **États**

Outils : dépenses et recettes publiques

- **Politique monétaire** est sous la responsabilité d'une **Banque centrale**

Outils : instruments conventionnels (taux directeurs et RO) et instruments non conventionnels (*quantitative easing* notamment)

Dans la plupart des pays, BC indépendante de l'État mais son **mandat diffère d'un pays à l'autre**

- En **zone euro**, la politique monétaire est définie au niveau supranational et le mandat de la BCE est de veiller **prioritairement** à la **stabilité des prix**

- Aux **États-Unis**, la FED a un **double mandat** : une inflation modérée et un niveau de chômage faible

Enjeu de l'objectif de la stabilité des prix en fonction de la période

À partir du 1^{er} choc pétrolier, les BC des PDEM ont du **lutter contre l'inflation** car cette dernière était devenue endémique avec des **politiques monétaires conventionnelles restrictives**

Entre 2008 et 2021, l'enjeu a été de **lutter contre la déflation** (et éviter l'effondrement des marchés financiers) grâce à des **politiques monétaires conventionnelles expansionnistes** puis à **politiques monétaires non conventionnelles**

Depuis juillet 2022, la **reprise de l'inflation** a fait renouer les Banques centrales avec des **politiques monétaires conventionnelles restrictives** et l'**arrêt des politiques monétaires non conventionnelles**

Transition

Nous allons passer en revue les débats suscités à l'occasion de la mise en œuvre des instruments non conventionnels de politique monétaire avant de présenter les enjeux aujourd'hui de la politique monétaire conventionnelle

De la mise en œuvre de politiques monétaires non conventionnelles à la question de la monnaie hélicoptère jusqu'en 2021

La déflation entraîne les économies dans un cercle vicieux

Baisse du niveau général des prix

=> Faillite de nombreuses entreprises

=> Développement du chômage et baisse (voire arrêt) de l'investissement privé)

=> Baisse de la demande globale

=> Baisse des prix et de la production et donc poursuite du développement du chômage et de la baisse de l'investissement privé

=> Nouvelle baisse de la demande globale

=> ...

La politique monétaire non conventionnelle a 2 objectifs complémentaires

- **Améliorer les conditions de financement** de l'économie lorsque les instruments conventionnels ne permettent plus de le faire

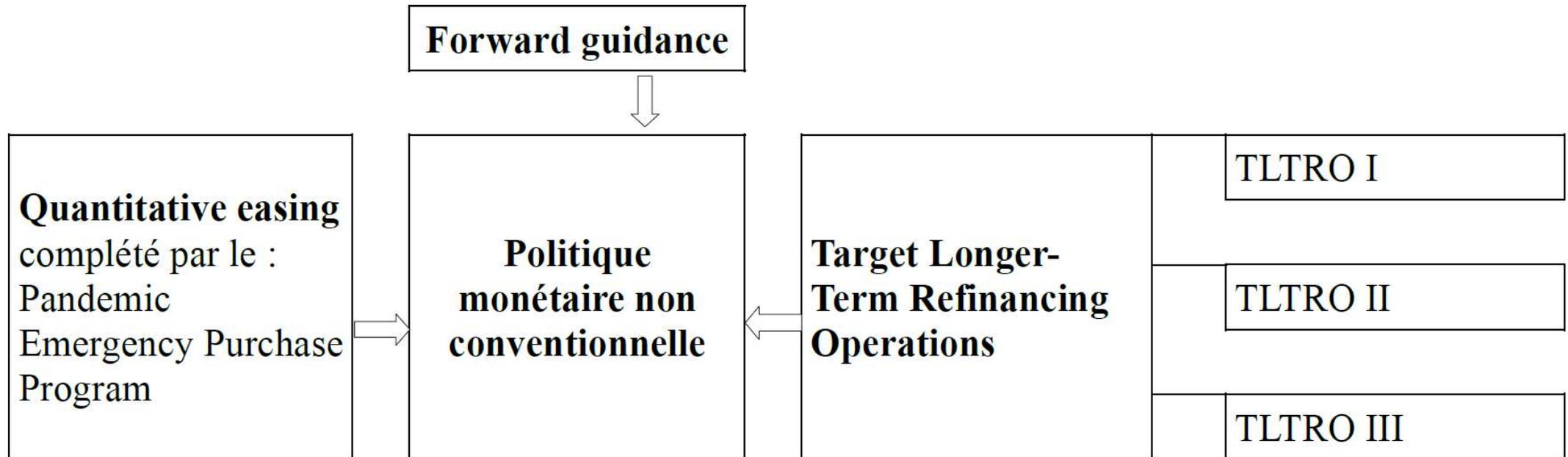
- **Assurer la stabilité financière** dans un contexte où les ANF se financent principalement sur les marchés financiers et où les BC ont pour objectif de stabiliser les évolutions des prix des actifs sur ces marchés

La mise en œuvre d'une politique monétaire non conventionnelle a été inauguré au Japon entre 2001 et 2006

Les outils de la politique monétaire non conventionnelle

Présentation vidéo : <https://www.youtube.com/watch?v=BXNlJYwy-p4>

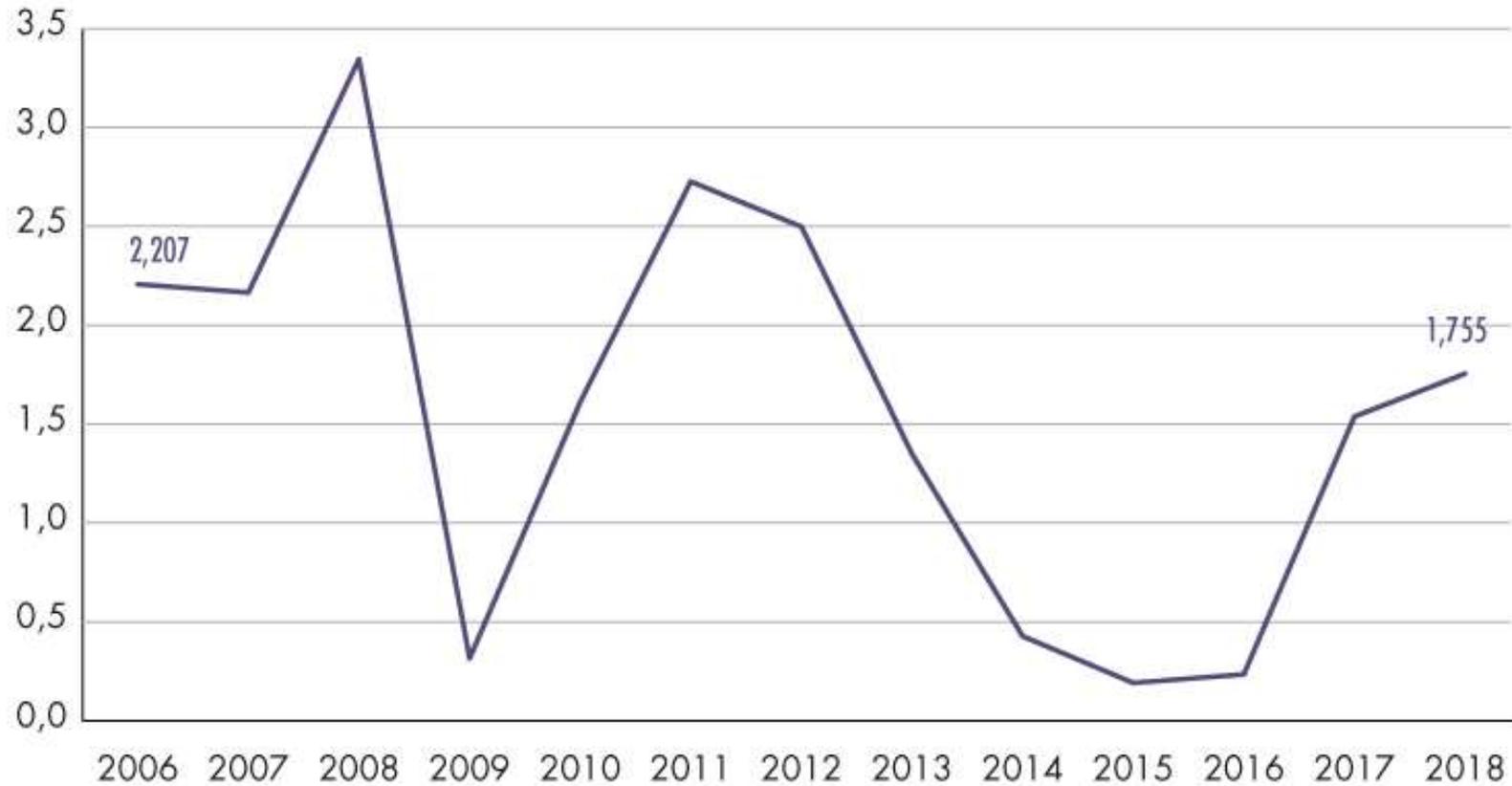
Synthèse



Le difficile retour à une inflation à 2 % jusqu'en 2021

ÉVOLUTION DE L'INFLATION EN ZONE EURO

DE 2006 À 2018



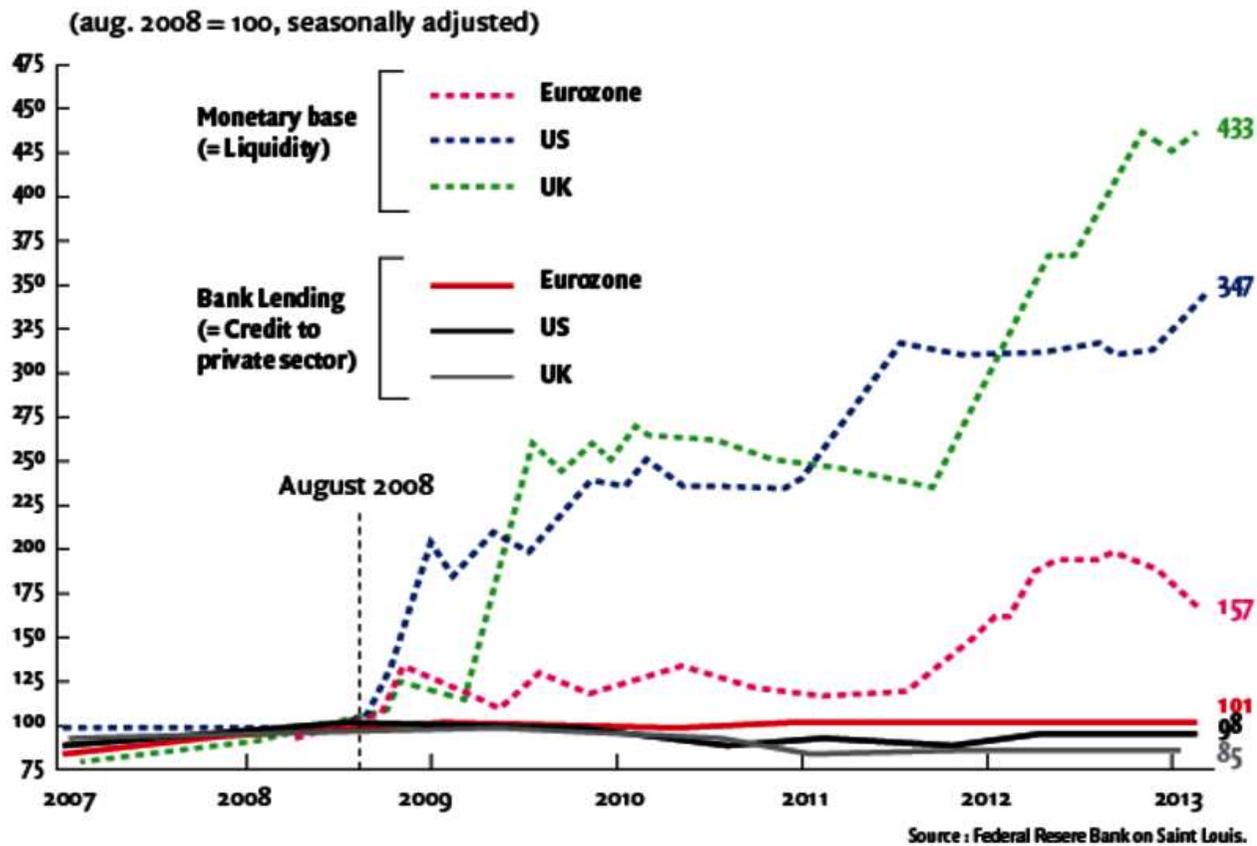
Source : lafinancepourtous.com d'après WEO



Cela pose la question de la transmission de la politique monétaire : pourquoi, alors que la BM a fortement augmenté depuis 2015, la MM a faiblement progressé ?

1. BASE MONÉTAIRE ET MASSE MONÉTAIRE

Evolutions comparées



Si le recours à la politique monétaire non conventionnelle n'a pas fonctionné, quel nouvel outil ? La **monnaie hélicoptère** ?

Concept défini pour la 1^{ère} fois par **M. Friedman** pour qui

- L'inflation ne peut être que le résultat d'une création monétaire trop importante

- Si l'inflation est trop faible et en particulier s'il y a de la déflation, c'est que la quantité de monnaie en circulation dans l'économie est trop faible Dans ce cas, la solution consiste à ce que la Banque centrale crée davantage de monnaie ce qu'il illustre avec une **métaphore** :

Les autorités monétaires pourraient imprimer des billets et les jeter d'un hélicoptère dans les rues

Les gens les ramasseraient et les dépenseraient, ce qui permettrait de renouer avec une inflation positive

Deux explications au faible niveau d'inflation en zone euro entre 2014 et 2021

1. **Un constat** : une inflation faible pour 2 raisons

Croissance faible et un chômage élevé

Zone euro insérée dans une économie mondialisée ce qui a permis de réduire les coûts de production

2. **Une politique monétaire expansionniste inefficace dans un tel environnement** car

Les entreprises ne souhaitent pas investir

Les ménages préfèrent épargner

Solution envisagée : de la **monnaie hélicoptère** soit une **distribution de monnaie aux ménages et aux entreprises** directement créée par la Banque centrale c'est-à-dire **sans contrepartie**

Cela doit permettre de **relancer l'activité économique** et **d'augmenter une inflation** trop faible car

- Fournir de la monnaie sans contrepartie aux ménages

=> augmentation de la consommation

- Fournir de la monnaie sans contrepartie aux entreprises

=> augmentation de l'investissement

<=> La **demande globale augmente** ce qui permet de renouer avec l'inflation.

D'autre part, **on limite le risque d'une inflation trop importante** puisque l'investissement permet aussi d'augmenter les capacités de production et donc l'offre

Les **obstacles** au recours à la monnaie hélicoptère

1. Un **obstacle pratique** : la Banque centrale n'a pas accès aux ANF
2. Une **opération techniquement difficile** qui aurait faire **perdre des ressources aux États**
3. Une **efficacité non garantie**
- 4 . Une **barrière idéologique** s'il s'agit de faire de la monnaie hélicoptère au bénéfice des États (**version moderne de la « planche à billets »**)

Une solution plus du tout à l'ordre du jour depuis juillet 2022 où la zone euro est confrontée à une inflation bien supérieure à 2 %

=> il ne s'agit plus de chercher à faire une politique monétaire de reflation mais de renouer avec la désinflation

Mais en même temps des économistes comme Jézabel Couppey-Soubeyran défendent l'idée que de la monnaie hélicoptère au bénéfice des États serait un **moyen d'accélérer les investissements publics nécessaires dans le cadre de la transition écologique** en les finançant sans contrepartie

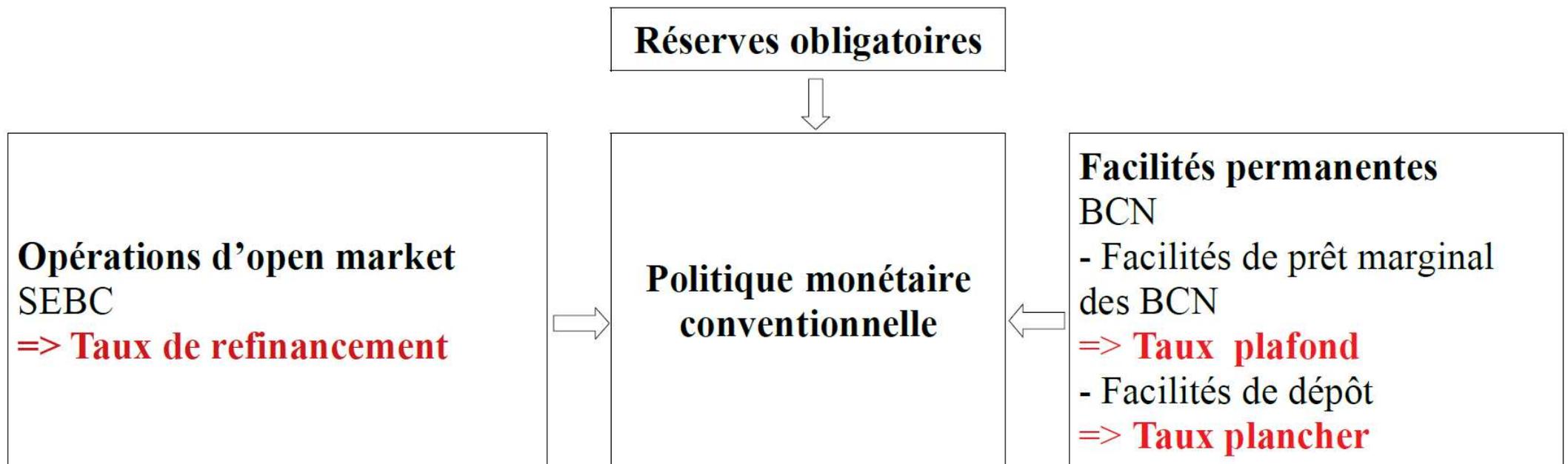
À retenir aussi : la monnaie hélicoptère serait un outil modifiant ce qu'est la monnaie et le processus de création monétaire

- Elle centraliserait la création monétaire
- La mobilisation de cet outil modifierait la nature de la monnaie

Débat autour de la politique monétaire conventionnelle aujourd'hui

Une politique monétaire restrictive depuis juillet 2022

Rappel des mécanismes en jeu <https://www.youtube.com/watch?v=cTN6MDn1aVg>



Ce qui a été fait en zone euro

	Sept 2019	Juil. 2022	Sept 2023	Juin 2024	Sept 2024	Oct 2024
Taux de refinancement	0 %	0,5 %	4,5 %	4,25 %	3,65 %	3,40 %
Facilité de prêt marginal	0,25 %	0,75 %	4,75 %	4,5 %	3,90 %	3,65 %
Facilité de dépôt	-0,25 %	0 %	4 %	3,75 %	3,50 %	3,25 %

Enjeu devient de lutter contre la déflation

Enjeu redevient de lutter contre l'inflation

Dernière remontée des taux directeurs

1^{ère} baisse taux directeurs depuis juillet 2022

Cette politique a-t-elle permis de baisser l'inflation en zone euro ?

Oui ...

Elle a provoqué un effet récessif en diminuant notamment l'investissement (baisse demande globale)

Elle a évité à la zone euro de subir l'inflation importée liée à l'augmentation des taux directeurs de la FED

Mais

Cet effet récessif risque de coûter cher en terme de chômage

Ce qui est problématique compte tenu des causes de l'inflation qui sont aussi (et surtout) à chercher du côté de l'offre. 2 causes :

Conjoncturelles : guerre en Ukraine

Structurelles : recentrage de la Chine sur sa demande intérieure et décarbonation des économies européennes