

Ce polycopié 4 correspond au point 3 du II.

Jusqu'aux années 1980, le Japon comme la France vont devenir des cas typiques d'économie d'endettement, alors que les États-Unis vont constituer un cas typique d'économie de marchés financiers.

3. Le financement de 1945 aux années 1980, de la mise en place d'une économie d'endettement à sa remise en cause

3.1. Le financement de l'économie est assuré par le système bancaire dans le cadre de circuits de financement organisés par l'État

Avec la Seconde guerre mondiale, les entreprises ont perdu leurs marges d'autofinancement : le taux d'autofinancement en France (qui mesure la capacité des entreprises à financer leurs investissements à partir de leur épargne) était de 12 % en 1947 et de 22 % en 1949.

Dans les années qui suivent la Seconde guerre mondiale, le redémarrage de l'activité économique et la reconstruction vont être largement financés par une création monétaire réalisée sous l'impulsion du Trésor public.

Le rôle central du Trésor public et de la Banque de France dans le financement de la reconstruction

Pour rappel le Trésor public assure l'encaissement des recettes publiques et le règlement des dépenses de l'État. Il est aussi l'organisme de tutelle d'un certain nombre d'institutions financières non bancaires et est ainsi impliqué dans des opérations monétaires. En effet le Trésor gère des comptes comme n'importe quelle banque mais sa principale clientèle est constituée de personnes morales de droit public comme les universités, les lycées ou les collectivités locales qui ont l'obligation de déposer leur trésorerie sur un compte au Trésor. Cette obligation en fait ce qu'on appelle des correspondants au Trésor parmi lesquels en figurent deux particuliers :

- La caisse des dépôts et consignations

Cet établissement dispose de ressources supérieures à celles de l'ensemble des banques, ce qui fait de sa trésorerie un apport particulièrement important pour le Trésor

- Les comptes courants postaux (CCP)

Comme leur nom l'indique, ils dépendent de La Poste. Bon nombre de particuliers détiennent ainsi leur monnaie scripturale non pas sur un compte bancaire mais sur un CCP. Le nombre de comptes ainsi gérés est par exemple passé de 259 000 en 1925 à plus de 7,4 millions en 1980. Contrairement aux banques, le réseau Trésor-CCP n'octroie quasiment pas de crédits aux entreprises et aux ménages (à l'exception des découverts autorisés). En revanche, il est à l'origine d'une création monétaire lorsque l'État paie ses dettes envers un détenteur d'un CCP ou d'un compte au Trésor. Par exemple, chaque fois que l'État verse son traitement à un fonctionnaire sur un CCP, il y a création monétaire. C'est une création monétaire au profit de l'État. Remarque : aujourd'hui on ne parle plus de compte chèque postal mais de compte courant postal. Ces comptes sont gérés par la Banque Postale et non plus par la Poste mais le groupe La Poste est le seul actionnaire de la Banque Postale (dont les capitaux sont totalement publics, l'État ayant 34 % et la Caisse des dépôts le reste soit 66%).

Voyons maintenant le rôle spécifique du Trésor dans le financement tel qu'il se met en place après la Seconde guerre mondiale.

La Banque de France est nationalisée en 1945, l'État indemnise ses 46 000 actionnaires par des obligations à 20 ans. Il devient ainsi son unique actionnaire. S'ouvre alors une période exceptionnelle pour la Banque de France, qui est mise au service de la politique publique : avant comme après elle est infiniment plus indépendante.

Après la Seconde guerre mondiale, la Banque de France crée de la monnaie de trois manières :

1. En accordant directement des avances au Trésor
2. En assurant le refinancement des banques qui acquièrent des bons du Trésor (des titres de dette de l'État)
3. Par le biais des correspondants du Trésor, c'est-à-dire des agents qui détiennent un compte au Trésor (cf précédent paragraphe).

Ainsi, les créances sur le Trésor en viennent à représenter plus de la moitié des contreparties de la masse monétaire, c'est donc surtout le Trésor qui est à l'origine de la création monétaire.

L'État, qui assure alors presque 80 % du financement des investissements se retire ensuite dans les années 1960 pour laisser les établissements de crédit prendre le relai : les fonds publics représentaient 64 % de l'investissement productif en 1949, déjà seulement 41 % en 1951 et plus que 12 % en 1974. Les banques vont alors devenir les principaux créateurs de monnaie. Les créances sur l'économie augmentent et en viennent à représenter 90 % des contreparties de la masse monétaire (au début des années 1970).

Le rôle central des banques de second rang après la période de la reconstruction

L'essentiel du chiffre d'affaire des banques provient alors des crédits qu'elles accordent.

La distribution des crédits est facilitée par trois éléments :

1. Les entreprises doivent essentiellement se financer par endettement auprès des banques (les marchés des capitaux sont très peu développés cf plus loin)
2. La Banque de France est contrainte d'assurer le refinancement des banques en monnaie centrale si elle ne veut pas mettre le système en péril : on est dans un mécanisme de type diviseur de crédit. Le crédit à moyen terme va devenir l'instrument clé de la modernisation du système bancaire, il repose principalement sur de la création monétaire.
3. Lorsque l'inflation est importante, les entreprises ont intérêt à s'endetter par emprunt pour bénéficier de « l'effet de levier » (cf encadré).

Ainsi, dans une période où les taux d'intérêt réels sont faibles, l'endettement s'avère très rentable, ce qui donne aux banques une place prépondérante dans le financement des entreprises, via le crédit. C'est ce qui s'est produit en France jusqu'au milieu des années quatre vingt : entre 1961 et 1973, les taux d'intérêt nominaux sont en moyenne de 5,6 % alors que le taux d'inflation est de 4,5 %. En 1974 en France 60 % de l'investissement est financé par le crédit bancaire. Le poids prépondérant du financement bancaire s'observe également au Japon et en Allemagne, pays où 48 à 52 % des investissements des entreprises sont financés par le crédit bancaire entre les années 1950 et 1960.

À l'inverse après cette date des taux d'intérêt réels en forte hausse vont réduire puis supprimer l'effet de levier, qui devient alors un « effet boomerang » (ou effet de massue qui vient de la dégradation de la rentabilité financière) : les entreprises doivent se désendetter massivement dans les années quatre-vingt, à mesure que les taux d'intérêt réels augmentent pour rétablir leur rentabilité financière. Remarque : le même problème se pose en période de récession quand la rentabilité économique baisse. Il faut donc bien comprendre que pour un niveau de rentabilité économique donné, il suffit d'une petite variation du taux d'intérêt réel pour inverser la tendance et que l'effet de levier se transforme en effet de massue.

L'effet de levier

Ce mécanisme est déjà repéré par Knut Wicksell en 1898 dans *Intérêt et Prix*, un ouvrage dans lequel il montre que lorsque le taux de profit est supérieur au taux d'intérêt, il est avantageux d'emprunter pour financer ses investissements. En effet, financer ses investissements par emprunt plutôt que par ses fonds propres augmente la rentabilité des fonds propres.

Pour le montrer il faut distinguer la rentabilité économique et la rentabilité financière :

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

La rentabilité économique (RE) correspond au point de vue de l'entreprise qui prend la décision d'investir, soit de l'ensemble des fonds utilisés pour produire (qu'ils aient été apporté par les propriétaires de l'entreprise ou qu'ils aient été empruntés).

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

La rentabilité financière (RF) correspond au point de vue de ceux qui ont apporté des capitaux dans l'entreprise, par exemple les actionnaires quand il s'agit d'une société par actions.

On peut considérer que la rentabilité économique dépend de facteurs réels. En effet, l'EBE dépend par exemple de l'activité sur le marché sur lequel l'entreprise opère ou encore de sa productivité.

En revanche, la rentabilité financière dépend, toutes choses égales par ailleurs, du mode de financement des investissements : il suffit d'une petite variation des taux d'intérêt pour qu'une entreprise ait intérêt à changer radicalement son mode de financement.

Pour cela, on montre qu'il existe une relation entre les deux types de rentabilité :

De la formule qui permet de calculer la rentabilité économique on déduit que

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

On utilise ensuite cette relation dans la formule qui permet de calculer la rentabilité financière :

$$\text{Rentabilité financière} = \frac{\text{RE} * (\text{fonds propres} + \text{dette}) - \text{charge financière (intérêts de la dette)}}{\text{Fonds propres}}$$

Or la charge financière n'est rien d'autre que la dette multipliée par le taux d'intérêt, d'où :

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

d'où

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

Cette formule décrit l'effet de levier : quand le taux d'intérêt est inférieur à la rentabilité économique, une entreprise a intérêt à se financer en s'endettant car cela augmente sa rentabilité financière. En effet :

- au numérateur $(\text{RE} - i)$ est positif donc $(\text{RE} - i) * \text{dette}$ augmente avec la dette
- au dénominateur les fonds propres engagés dans l'activité productive diminuent avec l'endettement.

Autre formulation de cet effet de levier positif (repris proposé par *Alternatives économiques*) : « plus [la] dette [d'une entreprise] augmente et moins elle mobilise de capitaux propres, et plus le rendement de ces capitaux augmentera, puisque l'écart entre les bénéfices dégagés et les intérêts payés sera rapporté à une masse de capitaux [fonds propres] plus faible : c'est ce qu'on appelle l'effet de levier de la dette. »

« Prenons l'exemple d'un investisseur qui dispose d'un capital de 2 millions d'euros. Il emprunte 8 millions d'euros au taux de 5 %. Avec les 10 millions ainsi réunis, il se lance dans une opération [risquée, mais] qui lui rapporte 10 %, soit un million. Une fois payés les intérêts de 0,4 million, il lui reste 0,6 million, à rapporter à son capital de départ, deux millions, ce qui fait une rentabilité sur capitaux propres de 30 %. »

Nous venons de voir que les entreprises ont intérêt à s'endetter auprès des banques jusqu'au milieu des années 1980. De fait, dans les années 1970, 80 à 90 % des financements externes sont assurés par les crédits des institutions financières. La moitié de ces crédits correspond à un financement par création monétaire. Le secteur bancaire a pu assurer ce rôle central dans le financement externe de l'économie française grâce à trois éléments :

1. La nationalisation des banques

Au sortir de la guerre, les 4 plus grandes banques sont nationalisées (Crédit lyonnais, Société générale, Comptoir national d'escompte de Paris et Banque National pour le Commerce et l'Industrie). On atteint un point culminant avec les nationalisations de 1982 (un aspect essentiel pour la gauche alors au pouvoir est la socialisation du capital), avec 38 nouvelles banques nationalisées.

2. La spécialisation bancaire

La loi bancaire de 1945 a par ailleurs établi le principe de spécialisation bancaire qui divise les banques en trois catégories :

- Les banques de dépôt : elles sont spécialisées dans les opérations à court terme. Leur activité principale consiste à effectuer des opérations de crédit et à recevoir du public des dépôts à vue et à terme

- Les banques d'affaires : leur activité consiste à prendre des participations dans les entreprises en mobilisant des ressources stables (c'est-à-dire des placements à long terme)

- Les banques de crédit à moyen et long terme : elles ont comme activité principale l'octroi de crédits d'une durée au moins égale à deux ans. Comme les banques d'affaires, elles ne peuvent en principe pas recevoir de dépôts pour une durée inférieure à deux ans. Comme pour les banques de dépôt, leurs participations dans des entreprises sont limitées (elles ne peuvent pas dépasser 10 % du capital des entreprises concernées).

Cette spécialisation s'accompagne d'une réglementation qui limite fortement la concurrence entre les banques.

Au milieu des années 1960, la loi met fin à la spécialisation et allège les contraintes administratives. Par exemple, l'ouverture de guichets, qui nécessitait une autorisation préalable, est libéralisée. Résultat : le nombre de guichets de banque triple entre 1967 et 1974.

La fin de la spécialisation ne supprime cependant pas la forte hétérogénéité des établissements de crédit. Ceux-ci sont divisés, jusqu'à la loi bancaire de 1984 (qui supprime cette division), en :

- institutions financières bancaires : ce sont celles détiennent le pouvoir de prêter en créant de la monnaie

- institutions financières non bancaires : ce sont celles qui, au contraire, ne peuvent pas accorder de crédits sans épargne préalable.

3. La bancarisation de l'économie

Le crédit devient également accessible aux ménages au cours des Trente glorieuses notamment grâce à la diffusion de l'utilisation de la monnaie scripturale. Si 99 % des ménages ont un compte bancaire aujourd'hui, ils n'étaient que 20 % dans ce cas en 1967.

Synthèse/transition

Le système bancaire assure via son activité de crédit l'essentiel du financement de l'économie française entre 1945 et les années 1980. Cette forme de financement repose alors sur de la création monétaire. Si le système bancaire a pu jouer ce rôle c'est grâce à une volonté étatique d'accroître le rôle des banques dans le financement de l'économie française mais aussi parce que les marchés de capitaux peuvent difficilement assurer ce financement pour plusieurs raisons développées dans le point suivant.

3.2. Les marchés de capitaux sont réduits et cloisonnés

L'importance du financement assuré par les crédits des institutions financières s'explique également par le faible développement des marchés de capitaux. Cette faiblesse est notamment due au fait que les ménages placent prioritairement leur épargne à court terme (donc sur des livrets d'épargne) et par l'importance des émissions de titres publics (emprunts d'État sous forme de bons du Trésor) qui captent le peu d'épargne disponible sur les marchés financiers.

Ces marchés financiers sont par ailleurs cloisonnés, composés de deux marchés réservés à des clientèles distinctes : le marché financier et le marché monétaire.

- Le marché financier est le marché des valeurs mobilières : c'est pour l'essentiel le marché des actions et des obligations de long terme, c'est-à-dire le marché des titres à long terme.

Dans les années 1970, il draine une faible part de l'épargne des ménages : l'évolution du cours des titres est en effet peu attractive et ils préfèrent garder leur épargne sous forme liquide.

Par ailleurs le marché financier contribue peu au financement des entreprises dans les années 1960-1970 : leur financement est assuré à 60 % par autofinancement, 30 % par le crédit bancaire, seulement 10 % par recours au marché financier (émission de titres)

Au début des années 1980, ce marché financier a donc un rôle limité dans le financement des entreprises, ce sont surtout les institutions financières et les administrations publiques qui en sont les principaux acteurs. Par exemple en 1980 seules 2 % des sociétés sont cotées en bourse et les 3/4 des apports de capitaux nouveaux profitent à une dizaine d'entreprises.

Ce marché financier est en fait majoritairement un marché d'obligations qui satisfait aussi bien :

- Les agents à capacité de financement : c'est pour les épargnants un placement peu risqué
- Les agents à besoin de financement : c'est une modalité de financement qui présente pour les emprunteurs au moins deux avantages. Premièrement, l'émission d'obligations correspond à un financement par endettement, une modalité de financement dont le coût réel diminue en période d'inflation. En second lieu, le financement par émission d'obligations ne donne pas aux nouveaux apporteurs de capitaux (c'est-à-dire à ceux qui achètent des obligations) un droit de regard sur la gestion de l'entreprise comme c'est le cas pour l'émission d'actions.

- Par opposition au marché financier, le marché monétaire est un marché des capitaux à court terme.

Jusqu'au milieu des années 1980 c'est un marché interbancaire fermé. C'est le marché sur lequel les banques se procurent ou cèdent de la monnaie centrale contre des titres publics ou privés. En dehors des banques, on y trouve aussi, de manière indirecte des entreprises non bancaires admises au marché monétaire comme des entreprises d'assurance, des caisses de retraite ou des OPCVM.

Le marché monétaire est donc séparé du marché financier, ce qui permet de dire que les marchés sont cloisonnés :

- Sur le marché financier interviennent surtout des agents non financiers
- Sur le marché monétaire ces mêmes agents non financiers ne sont pas admis, ce sont principalement les banques qui y interviennent
- Seules les ENBAMM avaient accès à ces deux marchés.

Synthèse/transition

La mise en place d'une économie d'endettement à partir de l'après Seconde guerre mondiale permet aux agents économiques non financiers en situation de besoin de financement de trouver auprès des banques des financements sous forme de crédit bancaire. Seul l'État et quelques entreprises se financent sur les marchés financiers et cela essentiellement sous forme de titres de créance et non de propriété. Ces modalités de financements présentent des avantages : en période d'inflation ils permettent de bénéficier d'un effet de levier et la charge de la dette se réduit au cours du temps. Mais elles présentent également des limites qui vont expliquer la remise en cause de l'économie d'endettement. Noter avant d'examiner ce point que dans cette économie d'endettement les agents

en capacité de financement privilégient quant à eux l'achat de titres de créance sur les marchés financiers mais placent l'essentiel de leur épargne auprès des banques.

3.3. Le financement bancaire et le cloisonnement des marchés de capitaux génère de l'inflation, une inflation difficilement maîtrisable par la politique monétaire

Dans l'économie d'endettement qui se développe en France à partir de 1945, le mode de financement des entreprises est inflationniste

Pour rappel, les entreprises en besoin de financement externe ont principalement recours au crédit bancaire pour au moins deux raisons :

1. Elles sont évincées du marché des obligations par le secteur public qui devient le principal emprunteur sur ce marché
2. Elles profitent de multiples crédits à taux bonifiés ou de diverses procédures de financement avantageuses qui leur sont proposées au moment où l'État se désengage du financement des investissements (à la fin de la reconstruction).

Mais ce financement par crédit bancaire est plus coûteux que le financement par emprunt sur le marché financier (émissions d'obligations) puisqu'il y a un intermédiaire à rémunérer : les banques. Par conséquent si les entreprises veulent conserver leurs marges, elles doivent répercuter ce coût sur leurs prix. Il y a donc une source d'inflation par les coûts. Cette tendance inflationniste est également aggravée par la création monétaire qui découle des crédits accordés (quand la masse monétaire augmente plus vite que la richesse créée, cela provoque de l'inflation).

Ce financement principalement bancaire des entreprises a également des répercussions sur la politique monétaire de la Banque de France.

Le contrôle de l'inflation par la politique monétaire est difficile

Nous allons voir en effet que la Banque de France ne peut pas réguler la masse monétaire par les taux et qu'elle peut difficilement restreindre l'offre de monnaie centrale. L'encadrement du crédit est alors le seul instrument qui lui reste. Voyons ces trois points en détail.

- **Une régulation par les taux entravée**

Dans les années 1970, une politique de régulation par les taux d'intérêt (diminuer les taux directeurs pour stimuler la création monétaire des banques, les augmenter pour la réduire) est difficile pour au moins deux raisons :

1. Près de la moitié des crédits sont distribués à des taux bonifiés ce qui fait qu'ils échappent à une hausse des taux d'intérêt fixés par la Banque centrale
2. La demande de crédit bancaire est relativement insensible aux taux d'intérêt puisque les entreprises ne peuvent pas se financer sur le marché des capitaux.

La régulation de la monnaie par les prix (les taux d'intérêt) étant difficile, il ne reste à la Banque centrale que la régulation par les quantités qui peut prendre deux formes : la restriction de l'offre de monnaie centrale et l'encadrement du crédit.

- **La restriction de l'offre de monnaie centrale est difficilement envisageable**

La Banque centrale peut limiter la quantité de monnaie centrale qu'elle fournit aux banques pour se refinancer. Elle ne peut toutefois pas mener cette politique de manière trop rigoureuse dans la mesure où un refus d'assurer le refinancement peut mettre les banques en situation d'illiquidité, ce qui risque de les conduire à une cessation de paiements (mécanisme du diviseur de crédit).

Puisque la Banque centrale n'agit pas sur les crédits bonifiés et qu'elle ne peut pas assécher sans risque la liquidité bancaire, il ne lui reste plus qu'à imposer aux banques une restriction de la progression des crédits qu'elles sont autorisées à accorder.

- **Le recours à l'encadrement du crédit**

L'encadrement du crédit est donc l'opération par laquelle la Banque centrale impose aux banques commerciales des normes d'accroissement des crédits distribués. C'est ce qui sera par exemple mis en place dans le cadre du plan de stabilisation lancé par Valéry Giscard-d'Estaing, alors 1^{er} ministre de Georges Pompidou, pour la période 1963-1965.

Cependant ce type de politique a des effets pervers :

- Elle limite les possibilités d'investissement des entreprises ce qui conduit à terme à freiner l'offre, tandis que la demande de biens de consommation des ménages peut rester soutenue. Alors que le but de la mesure est de lutter contre l'inflation, elle risque en fin de compte de favoriser les tensions inflationnistes.

- L'encadrement du crédit favorise en outre une distribution sélective du crédit par les banques : elles sont incitées à ne prêter qu'aux entreprises qui présentent le plus de garanties. Ainsi des entreprises qui jouent un rôle primordial (comme les entreprises innovantes) risquent de se retrouver privées de crédits. Les pouvoirs publics peuvent alors chercher à les favoriser en prévoyant pour elles des crédits à taux préférentiels. L'encadrement du crédit renforce ainsi la mise en place de procédures particulières de financement qui sont elles-mêmes l'un des facteurs justifiant l'encadrement du crédit ...

3.4. La remise en cause de l'économie d'endettement

Pour rappel, les raisons de la mise en place d'une économie d'endettement sont principalement :

- Une épargne courte des ménages : peu d'achats de valeurs mobilières de long terme (actions) car elles sont peu développées et surtout parce que l'inflation limite leur rendement

- Les émissions de titres de créance (obligations) sont presque entièrement monopolisées par l'État.

Il faut souligner par ailleurs que la mise en place d'un système de retraite par répartition au sortir de la Seconde guerre mondiale ne nécessite pas de marchés financiers développés, contrairement à un système par capitalisation qui est le système privilégié dans d'autres pays comme les États-Unis.

Cette économie d'endettement, où le crédit bancaire constitue la source essentielle de financement externe, présente un certain nombre de limites.

L'économie d'endettement soutient de la croissance puisque l'endettement bancaire finance les investissements productifs mais aussi la consommation, mais elle est inflationniste :

- La Banque centrale est contrainte de refinancer les banques de second rang sous peine de les mettre en difficulté et tout le système bancaire avec

- Elle a donc peu de contrôle de la masse monétaire. De plus l'inflation est bien accueillie par les agents à besoin de financement car elle allège le poids des dettes. Par conséquent l'inflation elle-même entretient l'endettement

- Les politiques anti-inflationnistes sont peu efficaces sauf celle de l'encadrement du crédit mais cette dernière pénalise la croissance.

Par ailleurs, dans cette économie d'endettement il y a un cloisonnement des circuits financiers : des circuits prioritaires à des taux bonifiés mais qui deviennent de plus en plus courants donc ce système fausse la concurrence.

Cette économie d'endettement va entrer en crise au début des années 1980 en raison de différents facteurs :

1. D'abord, le niveau élevé d'inflation et de chômage (la stagflation) oblige les États à réagir par la mise en place de politiques de rigueur. De telles politiques, qui ont notamment pour objectif d'augmenter les taux de marge pour augmenter les capacités d'autofinancement des entreprises, fragilisent la dynamique de l'économie d'endettement.

2. Parallèlement, la montée du chômage modifie le rapport de force dans le partage de la valeur ajoutée, ce qui est là encore favorable à l'augmentation des taux de marge et à la restauration

des capacités d'autofinancement. La majorité des investissements des entreprises vont pouvoir être financés par autofinancement et les besoins en matière de financement externe diminuent.

3. Le niveau d'inflation élevé nécessite la mise en œuvre d'une politique monétaire restrictive qui se traduit par des taux d'intérêt réels élevés. Ainsi, les taux d'intérêt réels en France qui sont négatifs ou nuls en 1979 et 1980 vont rapidement s'élever autour de 5 % et plus à partir de 1983. Ces derniers transforment, l'effet de levier en effet de massue et incitent les entreprises à se tourner vers les marchés financiers plutôt que vers les banques pour répondre à leurs besoins de financement externe.

4. Le surendettement des entreprises et de l'État au début des années 1980 rend la charge de la dette (les intérêts à payer sur la dette) très lourde : il faut absolument la réduire.

C'est pour ces raisons que l'économie d'endettement a progressivement été remplacée par une économie de marchés financiers. Une économie de marchés financiers a les caractéristiques suivantes :

- La finance directe est prédominante : offre et demande de fonds prêtables se rencontrent sur les marchés de capitaux sous forme d'échanges de titres

- Les banques rendent des services de courtage : elles achètent et vendent des titres pour le compte leurs clients

- Le risque pèse désormais sur les épargnants qui placent et plus sur les banques qui prêtent

- La monnaie est exogène : la masse monétaire évolue en fonction de la politique de la Banque centrale qui :

1. Augmente ou diminue les ressources des banques sur marché monétaire (base monétaire) : on entre dans une logique du multiplicateur de crédit

2. Ne refinance plus systématiquement les banques qui ont des besoins de liquidités

3. Fait reposer la politique monétaire sur les opérations d'open market, la définition d'un taux de réserves obligatoires, des actions indirectes sur les taux d'intérêt à court terme et sur les taux de change. Les taux d'intérêt de long terme ne sont plus administrés mais fixés par les marchés

- La Banque centrale devient indépendante (1994 en France) ce qui marque la fin du financement des déficits budgétaires par création monétaire. L'État doit vendre des titres (obligations) sur les marchés financiers et ne peut plus compter sur les avances faites au Trésor public par la Banque de France.