Chapitre 1 : Le financement de l'économie

Ce chapitre 1 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 1

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.

Sur les développements récents de la finance

M. Aglietta, A. Reberioux, *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. Orlean, *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**

1ère 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

2ème 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 : II. Les transformations des systèmes financiers depuis le 19ème siècle

3ème série de questions

Comment les économistes abordent-ils la monnaie et le financement de l'économie ?

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 : 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 libératoire**

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 3 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 :

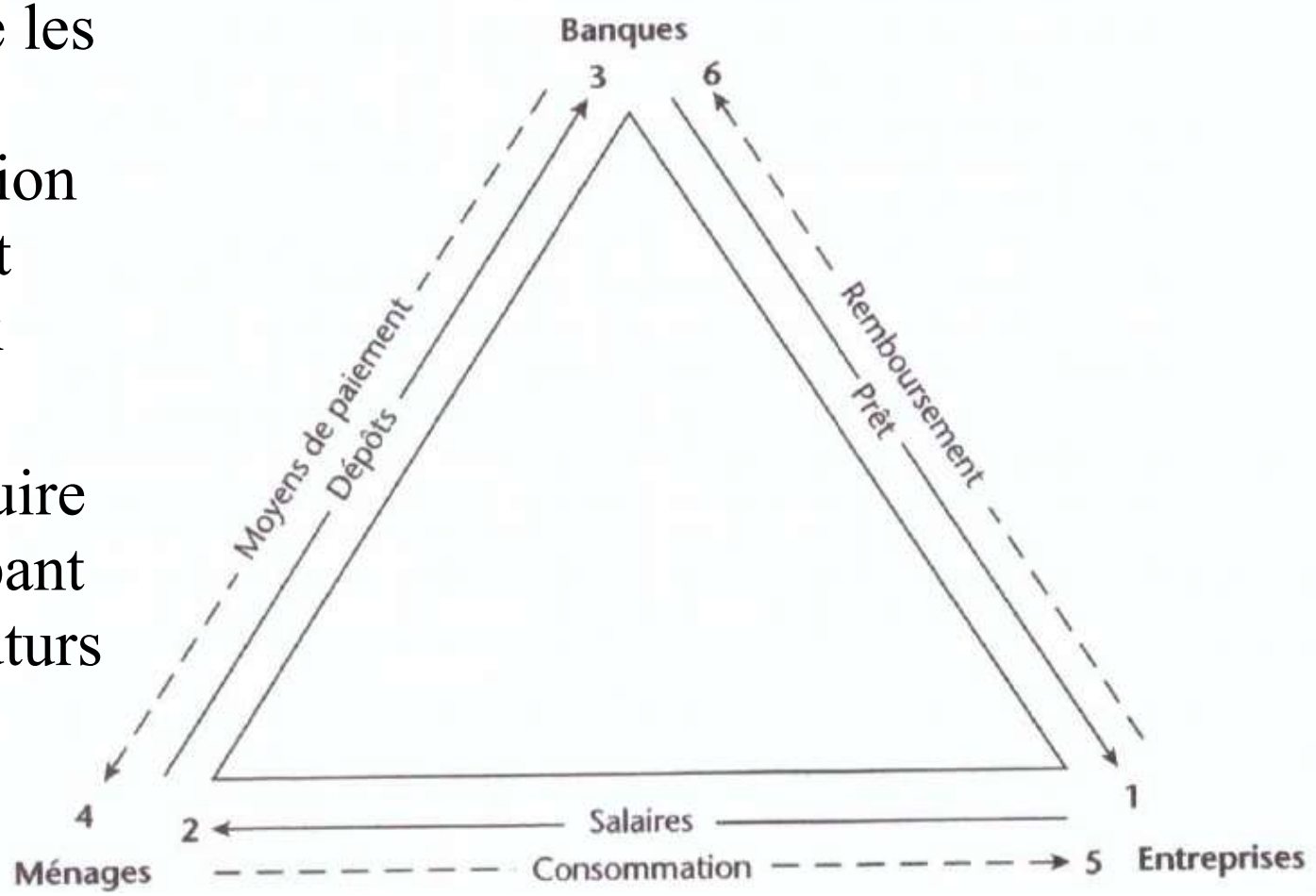
Parce que **c'est un objet** précieux, désiré par tous, **qui concentre donc les désirs**

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

2.1. Création et destruction de monnaie

Partons d'une expérience

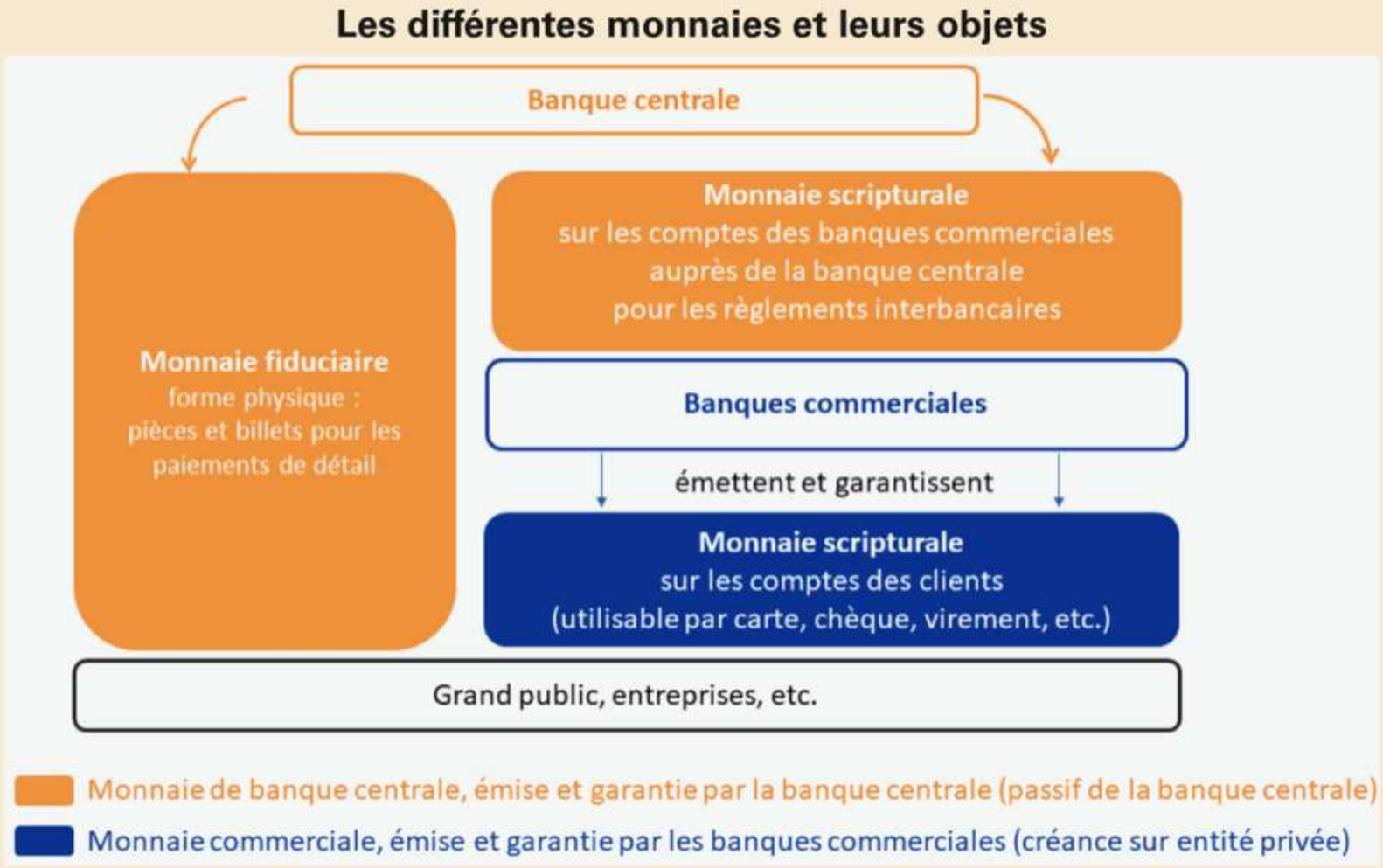
Je cherche un volontaire pour me céder un surligneur en échange d'une reconnaissance de dette

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**

Comment la monnaie est-elle créée par les banques commerciale (soit les IFM) ?

Réponse détaillée dans Note d'information de la Banque de France « Qui crée la monnaie », septembre 2015 ? sur cahierdeprepa => **à lire pour vendredi**

La circulation monétaire



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

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 banques de 2nd rang 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 banques de 2nd rang est également limitée par ...

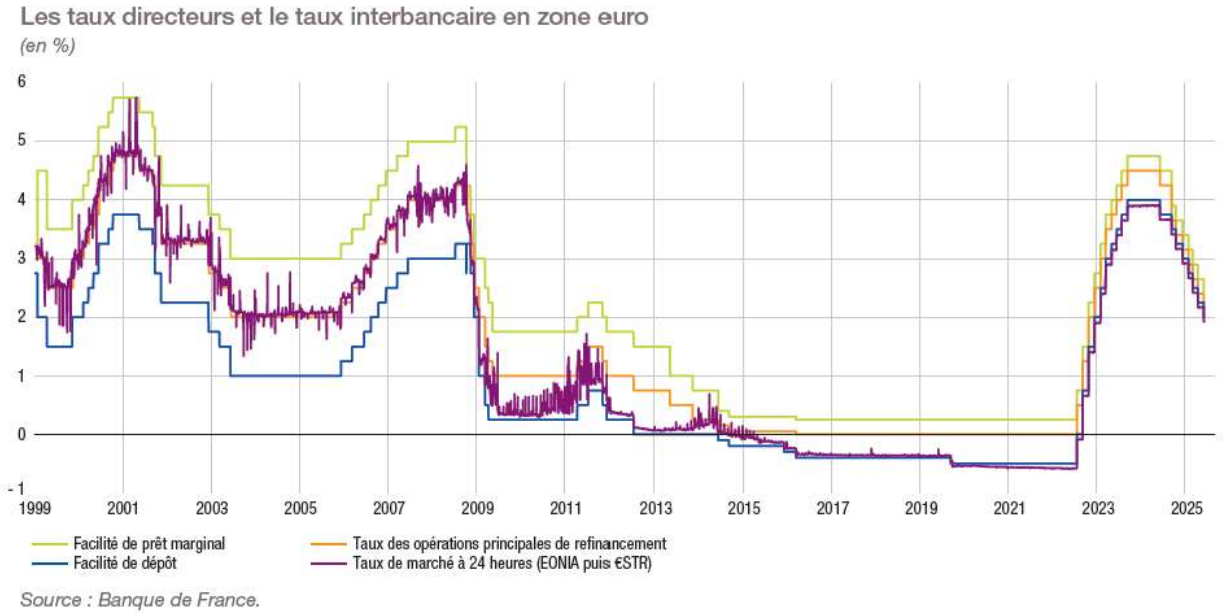
Les instruments de la politique monétaire conventionnelle

Réserves obligatoires

Opérations d'open market
SEBC
=> **Taux de refinancement**

Politique monétaire conventionnelle

Facilités permanentes
BCN
- Facilités de prêt marginal des BCN
=> **Taux plafond**
- Facilités de dépôt
=> **Taux plancher**



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 (*open market* 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 2 manières, au sein de ce système hiérarchisé et décentralisé

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

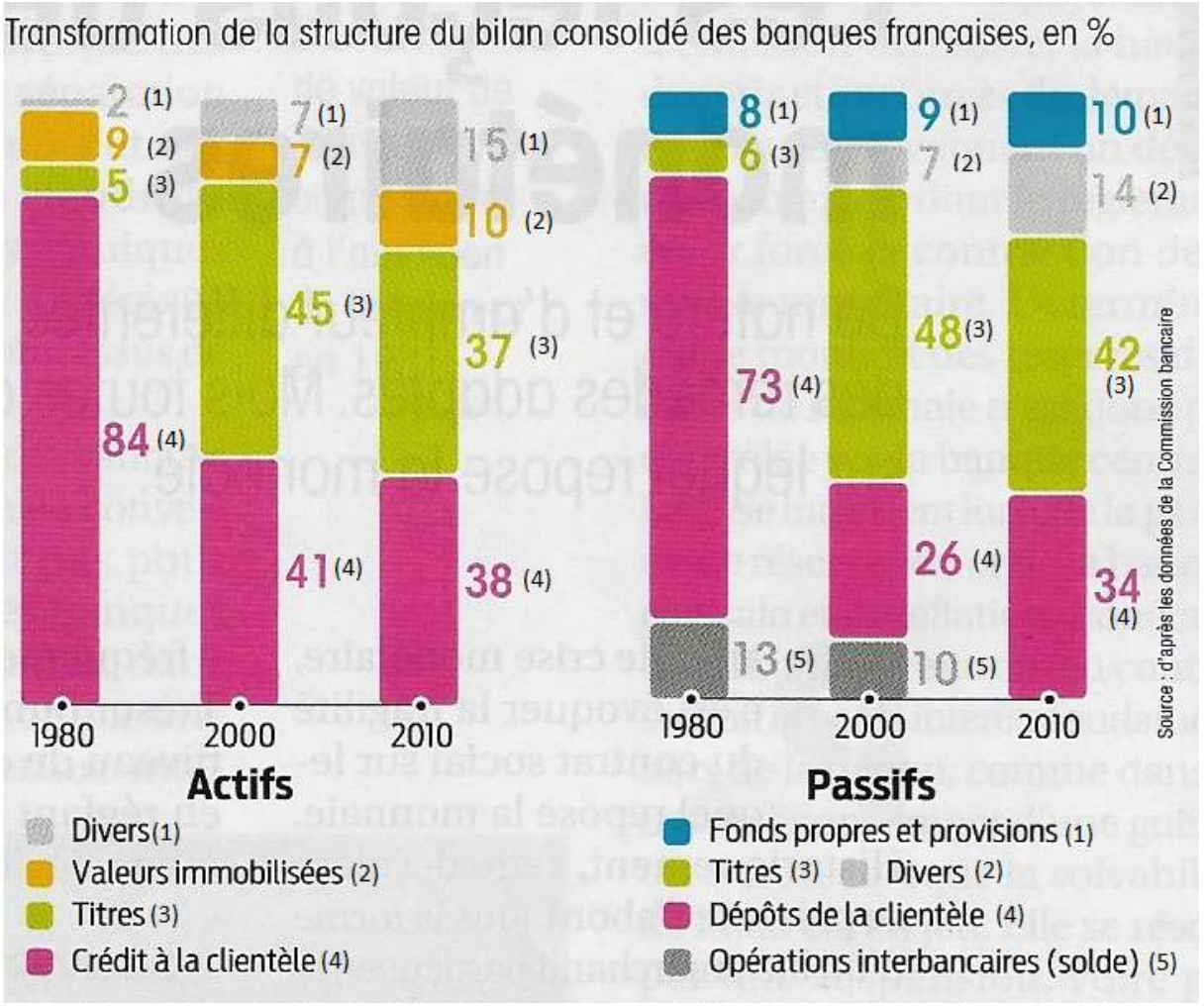
Le développement des marchés financiers a complexifié le processus initial de la création monétaire

(« 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 Crédits à l'économie Titres	Capital (propriété privée) Crédits auprès de la banque centrale 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/
- Un texte et une vidéo de la Banque de France (ABC de l'économie) : « Qu'est-ce que la titrisation ? » https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications/titrisation

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 Crédits aux banques (refinancement) Titres rachetés aux banques (politique monétaire non conventionnelle)	Capital (propriété de l'État) Réserves des banques 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 ?

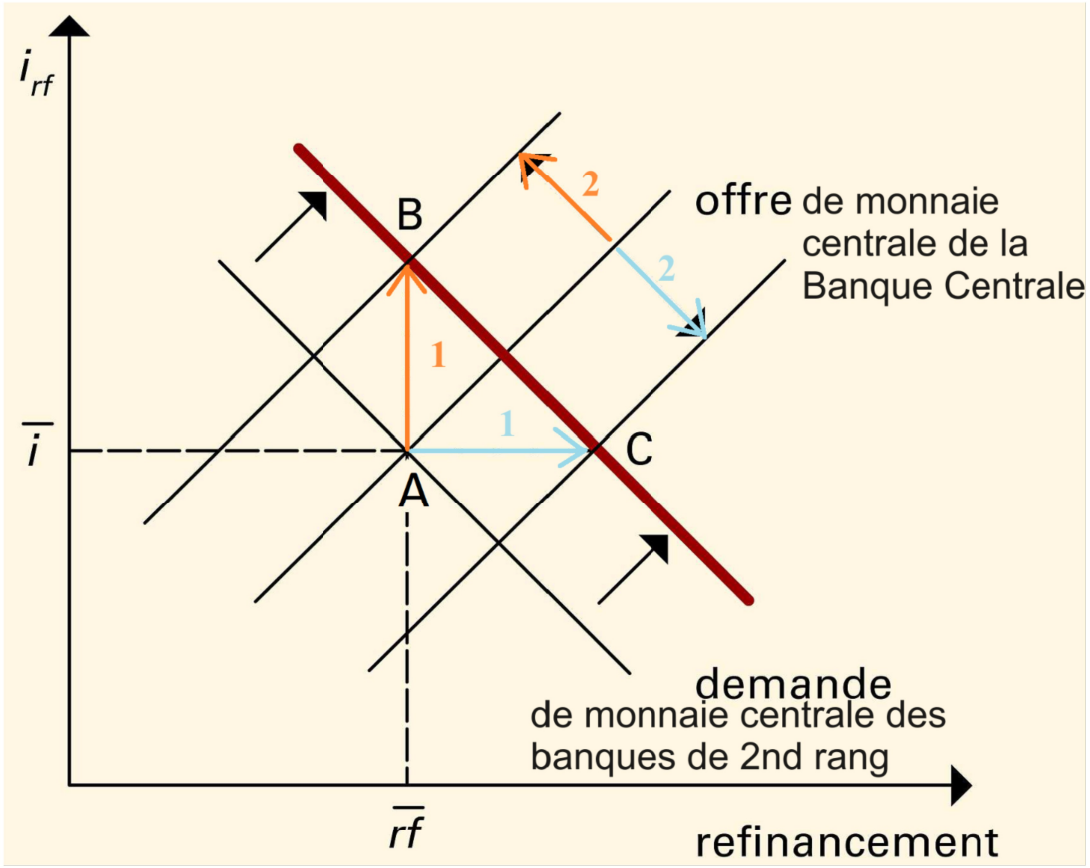
4. Multiplicateur ou diviseur de crédit : qui est à l'origine de la création monétaire ? polycopié 2

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 19ème

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 2025 (issues du TEE)

Des SI dégageaient une capacité de financement

en France en 2025

- Les ménages, y compris entreprises individuelles (EI) : 170,2 milliards d'euros
- Les ISBL : 0,1 milliard d'euros

Les autres SI dégageaient un besoin de financement

- Les APU : 152,5 milliards d'euros
- Les sociétés financières : 21,9 milliards d'euros
- Les sociétés non financières : 3,9 milliards d'euros

=> **La France était en situation de besoin de financement par rapport au reste du monde à hauteur de 8 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
Economie financière						
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
Economie réelle						
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 18ème, début 19ème) 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 que vous allez découvrir sur financement de l'économie française de 1ère RI à 1939

- Période de l'**âge d'or de l'autofinancement mais où se structurent l'activité des banques et les marchés financiers**

- **Marchés financiers** vont jouer un **rôle croissant**

- **Banques** ont une **activité de crédit très faible** qui repose sur un système particulier : elles **monétisent des effets de commerce**

- **Banques collectent également des dépôts d'or** et remettent **en échange des moyens de paiement sous forme de billets**

- **Sur les marchés financiers, les banques procèdent à une intermédiation de bilan**

- **La Banque centrale se structure** : une banque privée obtient le monopole d'émission de billets, elle refinance les banques commerciales et a une capacité de création monétaire

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

1. Le poids prépondérant de l'autofinancement

Causes

- Abondance de l'épargne
- Faiblesse du montant des investissements productifs
- Lent développement des sociétés de capitaux et des marchés financiers

Conséquences

Peu de financements externes

Difficultés à financer des investissements de long terme

Capitalisme concurrentiel

2. Le développement du marché des capitaux

- Organisation juridique d'un marché de capitaux
- Développement progressif des sociétés de capitaux

Le développement des chemins de fer à la fin de la 1ère RI (1840)

Naissance d'une économie de marchés financiers ?

3. L'organisation du système bancaire :

- Révolution bancaire du milieu du 19ème

- Naissance d'une Banque centrale

Manifestations

- Développement des banques d'affaires qui font un peu de crédit à court terme*, diffusent de la monnaie fiduciaire (billets) et financent des activités à long terme (achat d'actions) *en raison de l'étalon or
- Développement progressif de la monnaie scripturale

Parmi les banques privées, une banque :
- obtient le monopole d'émission de monnaie fiduciaire
- met en œuvre des rudiments de politique monétaire

Banques financent l'économie :
- à court terme en escomptant des effets de commerce
- à long terme en faisant de la transformation d'épargne

Ce qu'il faut bien retenir sur financement de l'économie française de 1ère RI à 1939

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 se développent** sous l'effet d'un nouveau droit des sociétés et de l'organisation et du développement des bourses de valeurs

4. Une **banque privée** (en France la Banque de France) **va obtenir des missions de Banque centrale**

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 sur les caractéristiques du financement de l'économie pendant les 30 Glorieuses

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**

2 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

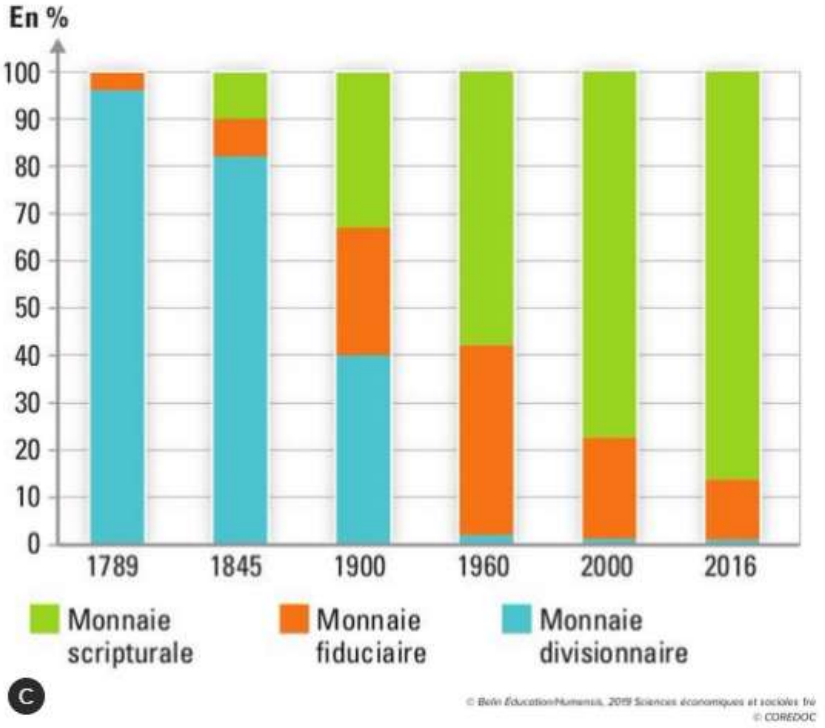
2. Seul l'État peut faire face aux énormes besoins en capitaux nécessaires pour la reconstruction de l'économie française

Quelques éléments pour illustrer et préciser le rôle moteur de l'État dans le financement de l'économie

- Dans années 1950 les 4/5ème des crédits à l'investissement sont financés par l'État soit directement *via* le Trésor Public, soit indirectement *via* des circuits de financement public

- L'État pilote la politique monétaire

- L'État va jouer un rôle décisif dans la diffusion de la monnaie scripturale



D'après Jean Bouvier, *Un Siècle de banque française*, Hachette, 1973 et Dominique Plihon, *La monnaie et ses mécanismes*, Repères, La Découverte, 2017, données BCE.

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

Au sortir de la 2nde 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 : elles 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) :

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

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

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

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 :

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

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 :

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

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 :

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

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

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 :

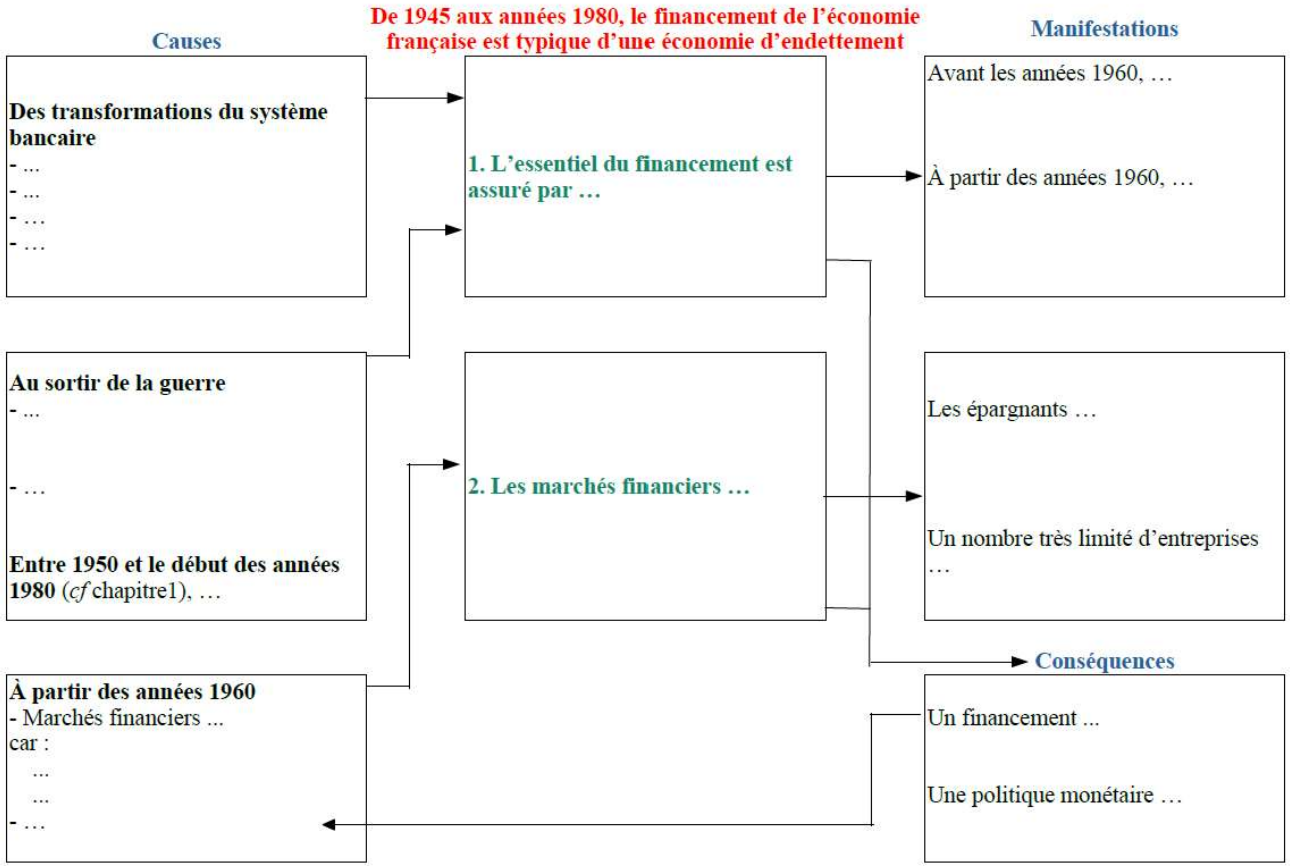
$$RF_{\text{I partiellement financé avec endettement}} = \frac{10}{100} + \frac{\left(\frac{10}{100} - \frac{5}{100}\right) * 8\,000\,000}{2\,000\,000} = \frac{10}{100} + \frac{5}{100} * 4 = \frac{30}{100} \text{ soit } 30\,\% > RE$$

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

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

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 pouvez synthétiser avec une **carte mentale**



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

Globalisation financière = équivalent dans la sphère financière de la mondialisation dans la sphère réelle
<=> **Constitution d'un marché mondial des capitaux**

Financement d'une économie de marchés financiers se caractérise par 2 éléments :

1. L'autofinancement redevient une forme privilégiée de financement

2. Les marchés financiers jouent un rôle central dans le financement externe

1ère cause :
La lutte contre l'inflation

La restauration des taux de marge des entreprises

Une politique de désinflation compétitive qui nécessite :
- une augmentation des taux d'intérêt
- un financement du déficit public qui ne passe plus par de la création monétaire

2nde cause :
Le mouvement des 3D

Déréglementation et décloisonnement :
- les marchés financiers sont plus accessibles aux agents à besoin de financement
- les marchés financiers deviennent plus attractifs pour les agents à capacité de financement

Désintermédiation est rendue nécessaire par les nouvelles contraintes des banques

1. L'autofinancement redevient une forme privilégiée de financement

2. Les marchés financiers jouent un rôle central dans le financement externe

3. La globalisation financière au niveau international

Manifestations

Augmentation du taux d'autofinancement

Le poids du financement par crédit bancaire est en net recul : passage d'une intermédiation de bilan à une intermédiation de marché

De nouveaux marchés financiers et des innovations financières

Conséquences

Des flux financiers de plus en plus massifs et rapides

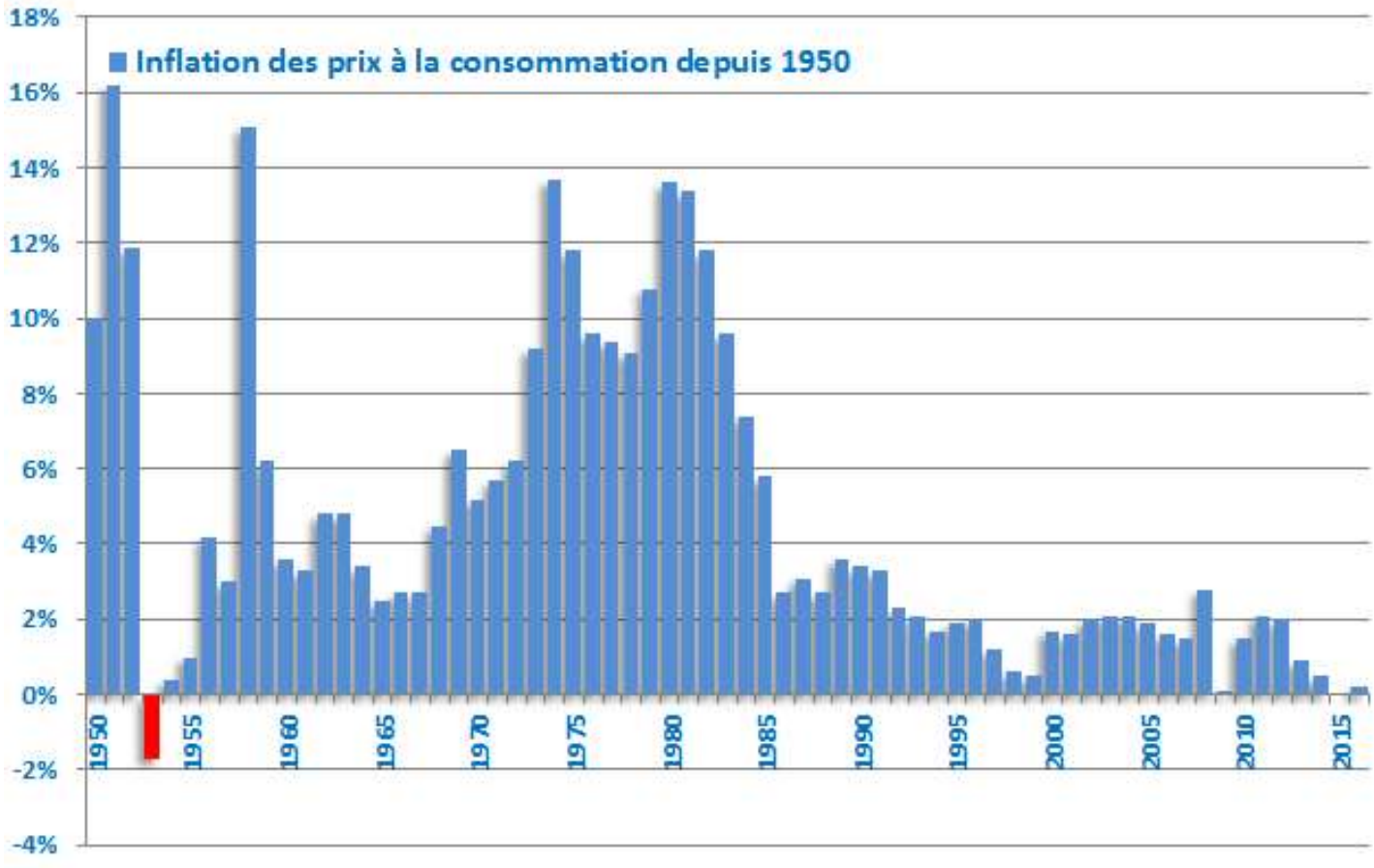
La multiplication des crises financières et la question de leur régulation

Le retour à une inflation contrôlée

4.1. Naissance et 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 SNF depuis 1950



Source
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

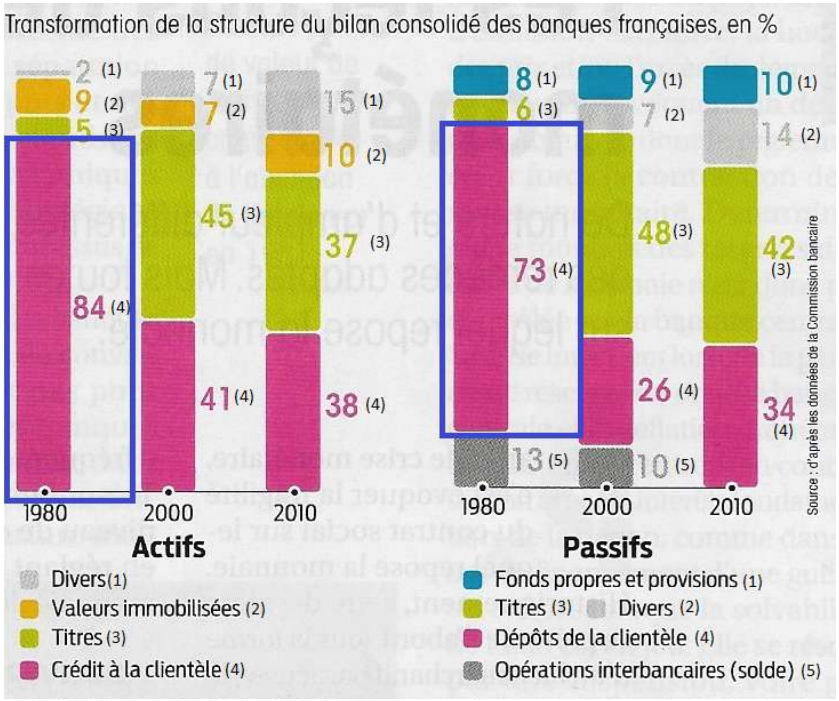
La désintermédiation

Au sens large

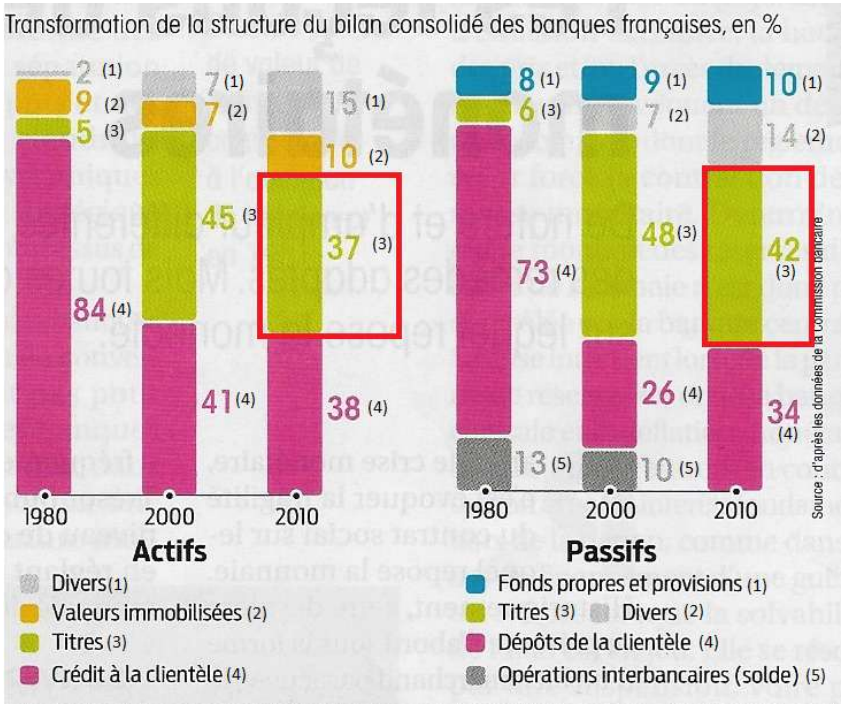
Financement intermédié		Financement désintermédié
Rôle central du crédit bancaire Rencontre entre agents à besoin et à capacité de financement passe par un intermédiaire qui porte le risque		Rôle central des marchés financiers Agents à capacité de financement portent le risque quand ils financent des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

3 contraintes exogènes

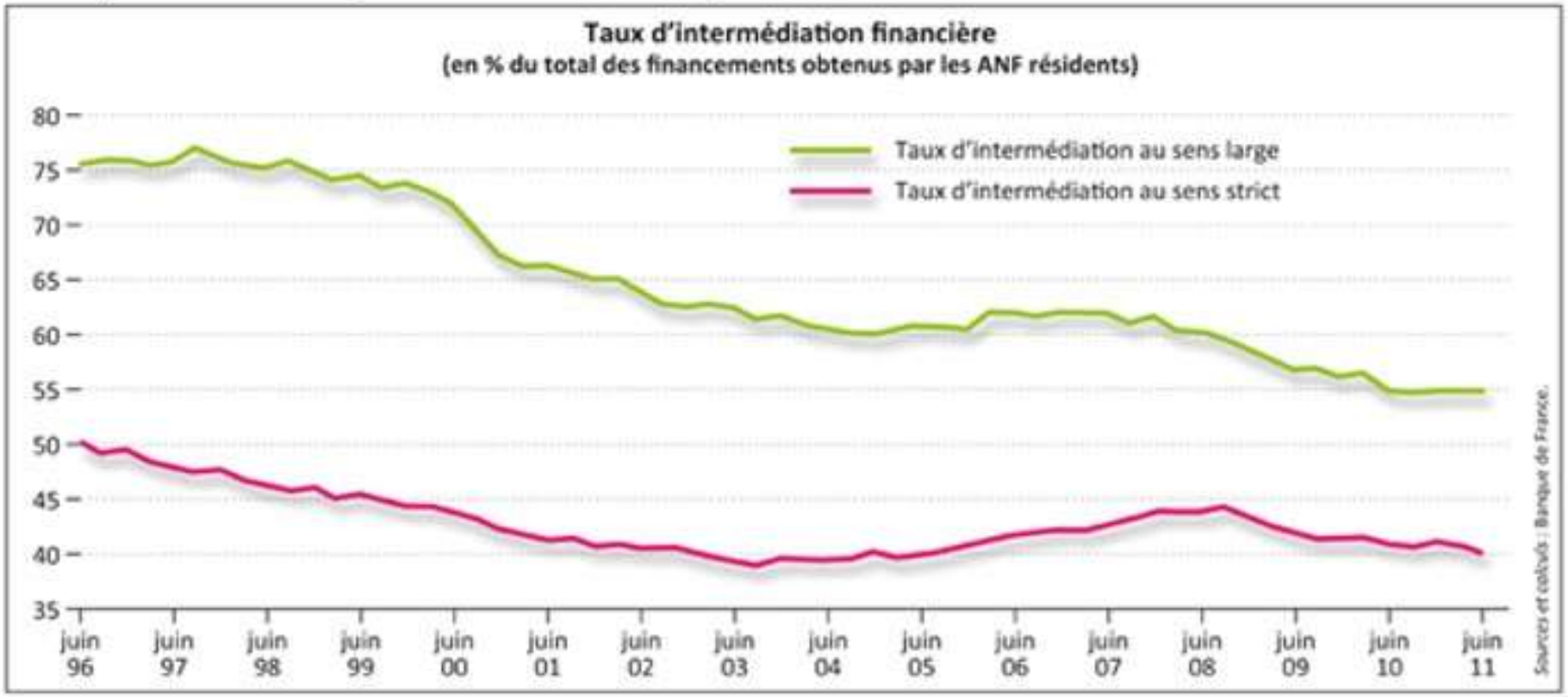
Une contrainte endogène

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



source : banque de France

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

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

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'un 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**

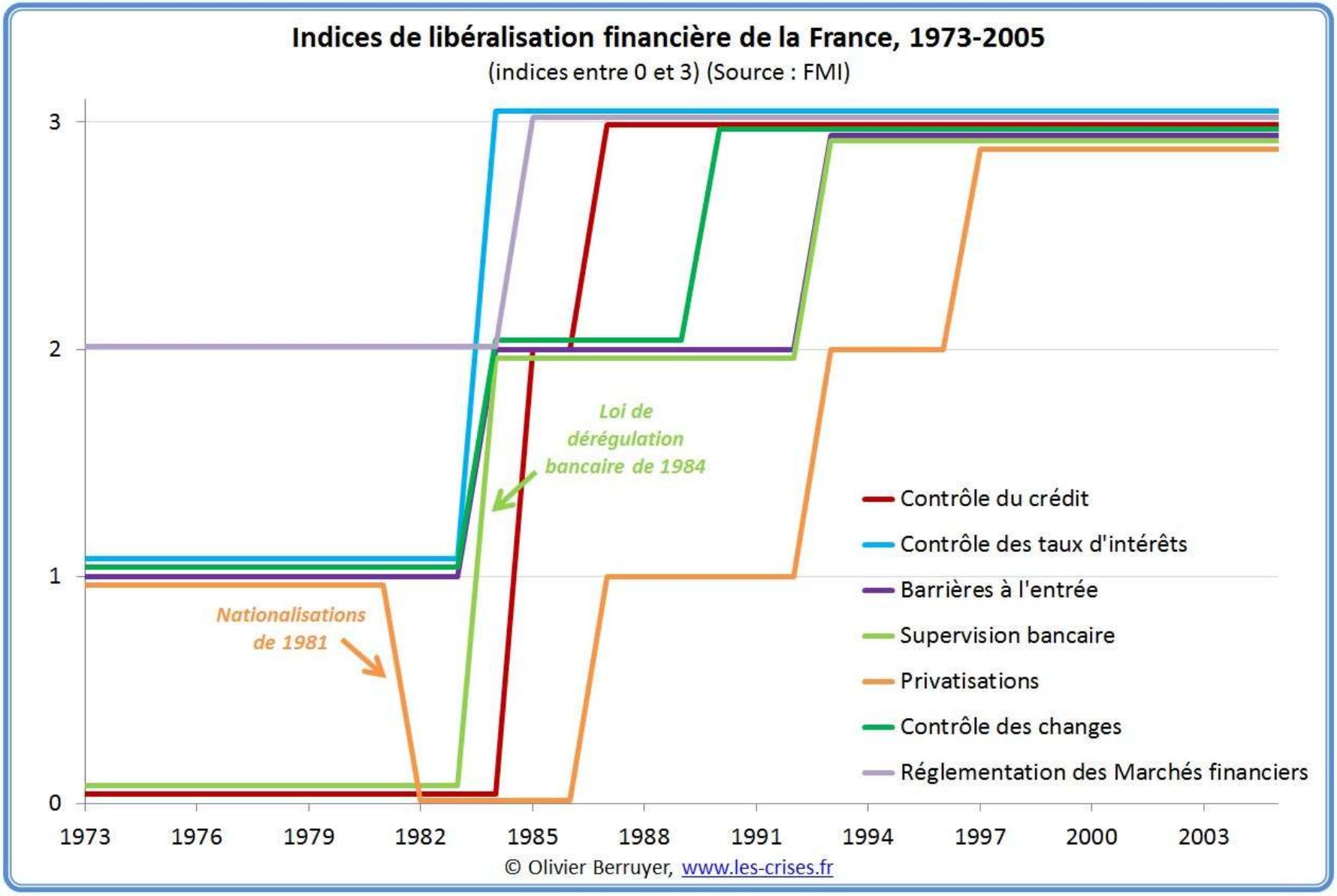
Aux États-Unis

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 a l'autofinancement

3. 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 des capitaux** : 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**

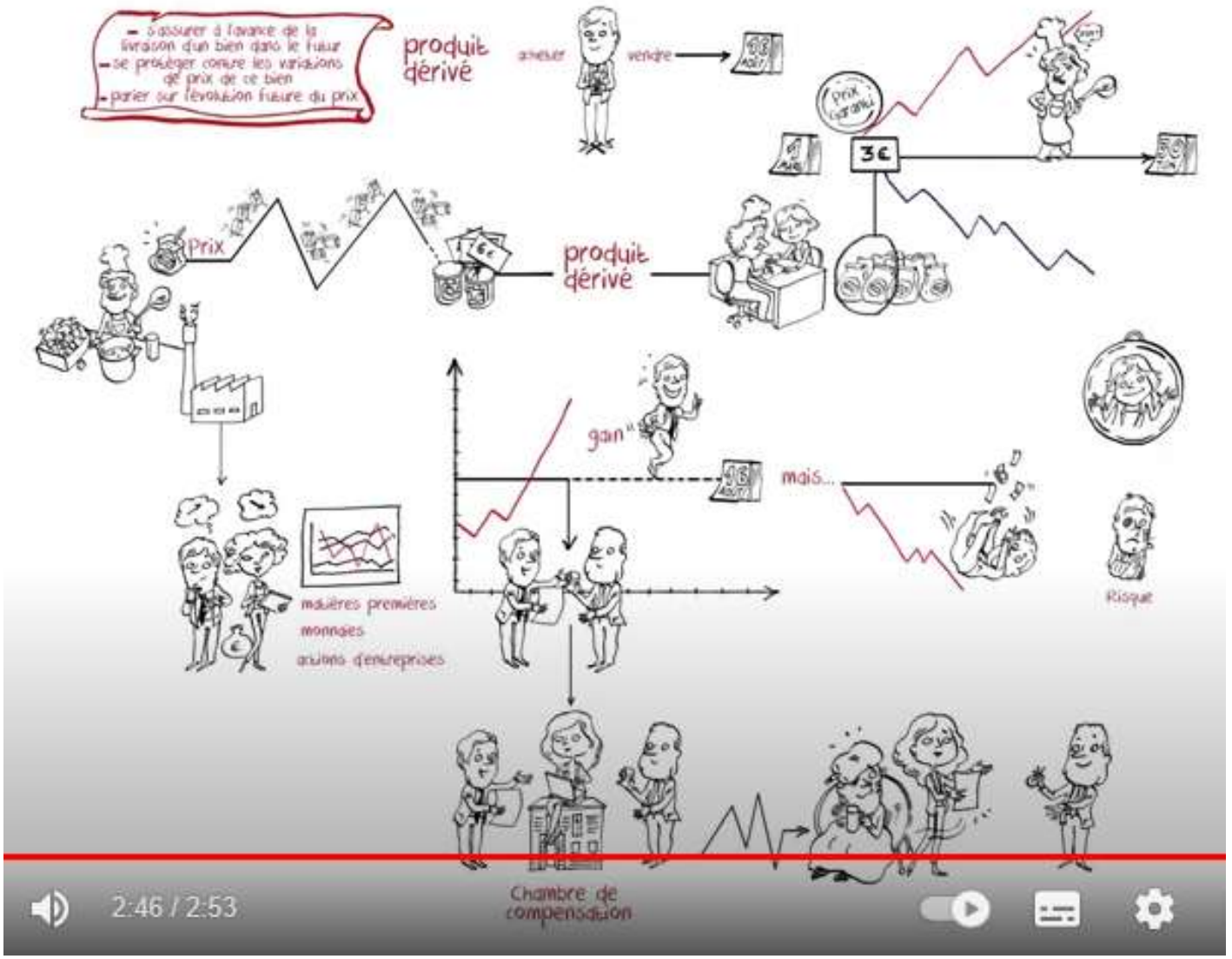
Second marché (1983)

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



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 2 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 en avril 2025

Définitions à connaître

Souveraineté économique

Investissements de portefeuille

Investissements direct étrangers

Pour éviter la perte de souveraineté économique dans des secteurs économiques stratégiques des outils spécifiques :

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

- Ministre de l'Économie a un « droit de veto » dans des secteurs sensibles (code monétaire et financier)
- Depuis loi Pacte (2019), liste des secteurs stratégiques dans lesquels les IDE sont soumis à autorisations préalables a été élargie

=> Enjeu : concilier 2 objectifs complémentaires

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

4. La multiplication des crises financières

Exemple de la crise des Subprimes de 2008. En bref : 3 causes

1. **Crise asiatique de 1997** => excès d'épargne au niveau mondial

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

3. **Poursuite du mouvement de déréglementation**

- Aux États-Unis
- Au niveau mondial

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

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

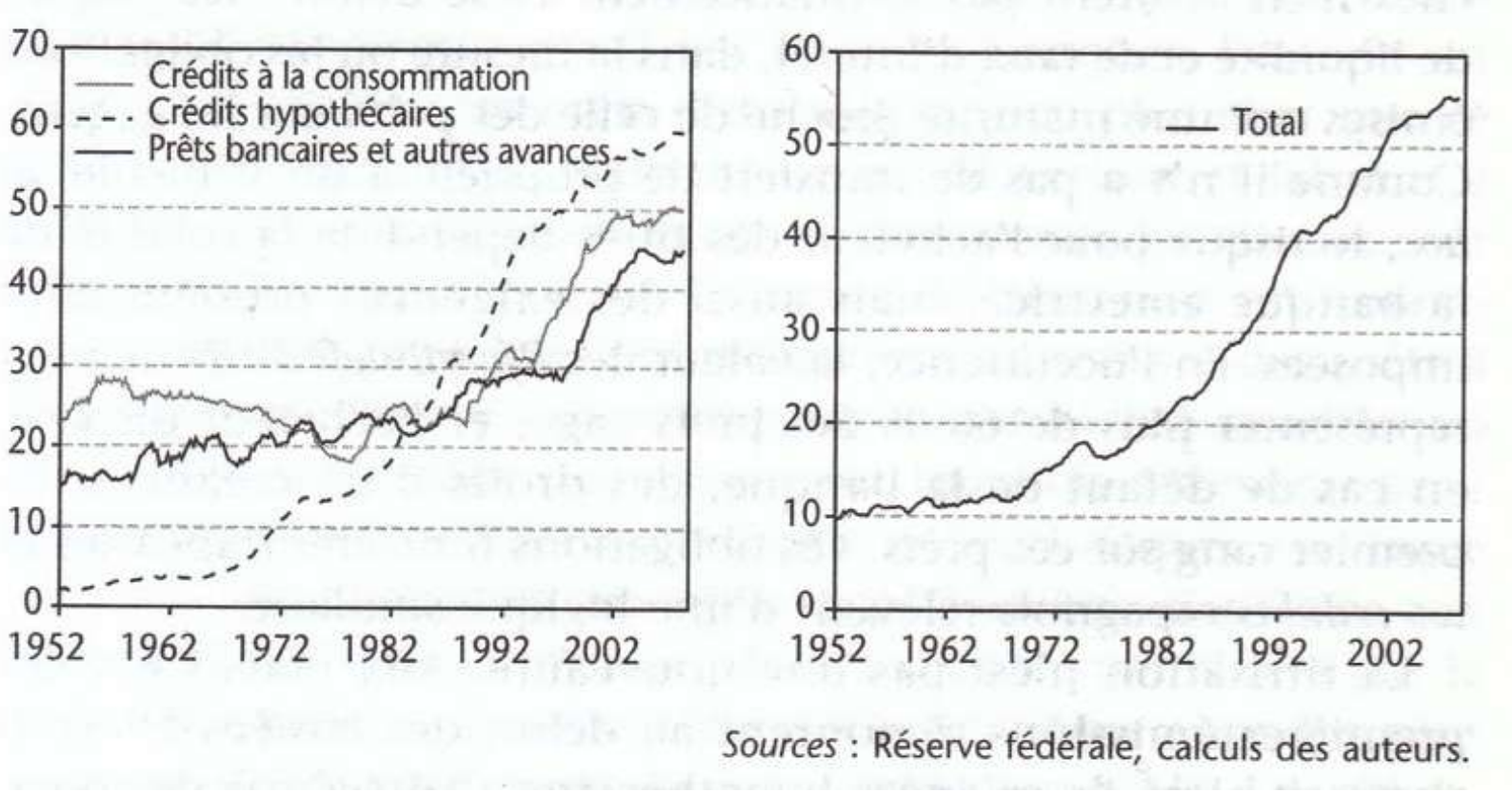
2. **Baisse des taux d'intérêt** => Des crédits immobiliers de plus en plus risqués (crédits *subprime*)
Encours de crédits subprimes presque multiplié par 3 entre 2002 et 2006 (de 400 milliards de dollars en 2002 à presque 1 200 milliards en 2006)

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



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

Étape 2 : Face aux tensions inflationnistes, FED remonte taux directeurs entre 2004 et 2007 (de 1 % en 2004 à un peu plus 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

=> Effondrement du marché immobilier => krach sur le marché boursier américain

=> La crise se propage de la sphère financière à la sphère réelle

Remarque : Titrisation et « *shadow banking* »

Document vidéo de présentation du *shadow banking*

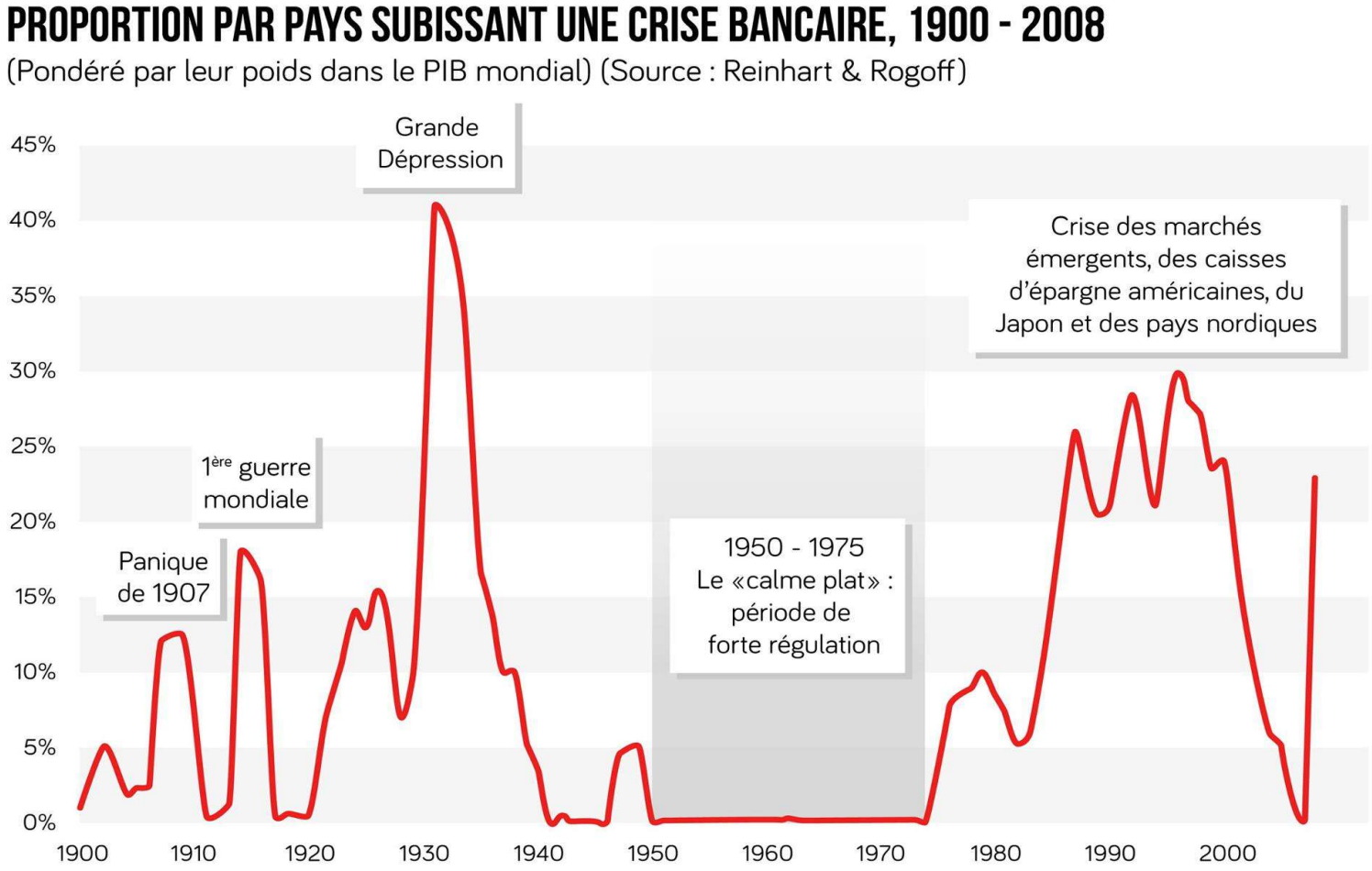
https://www.youtube.com/watch?v=G1l6sFXA9-U

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

- 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



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 1980 »

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

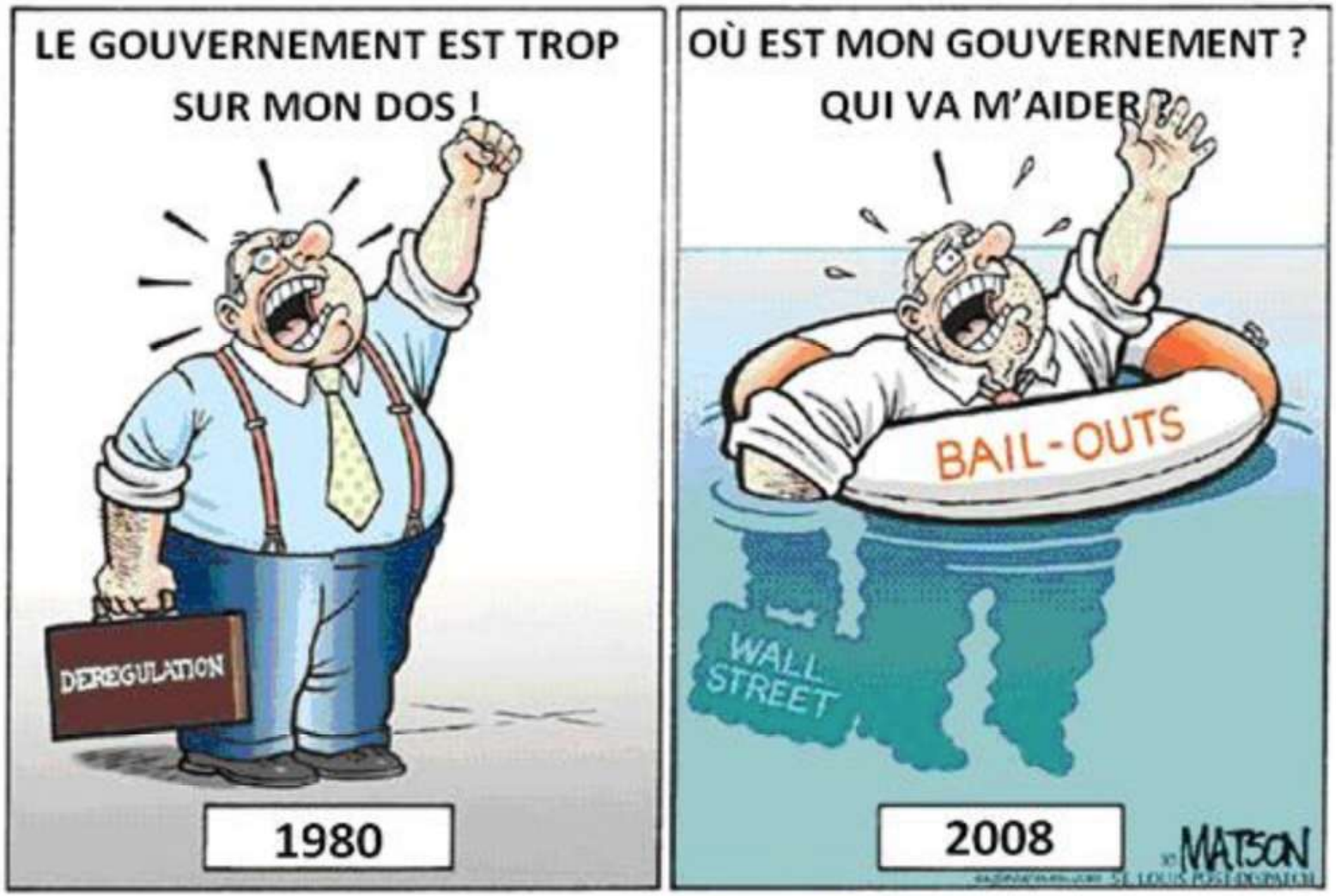
- **Les marchés financiers sont-ils efficaces ?**

Cette question sera traitée dans le cadre du point III

- **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

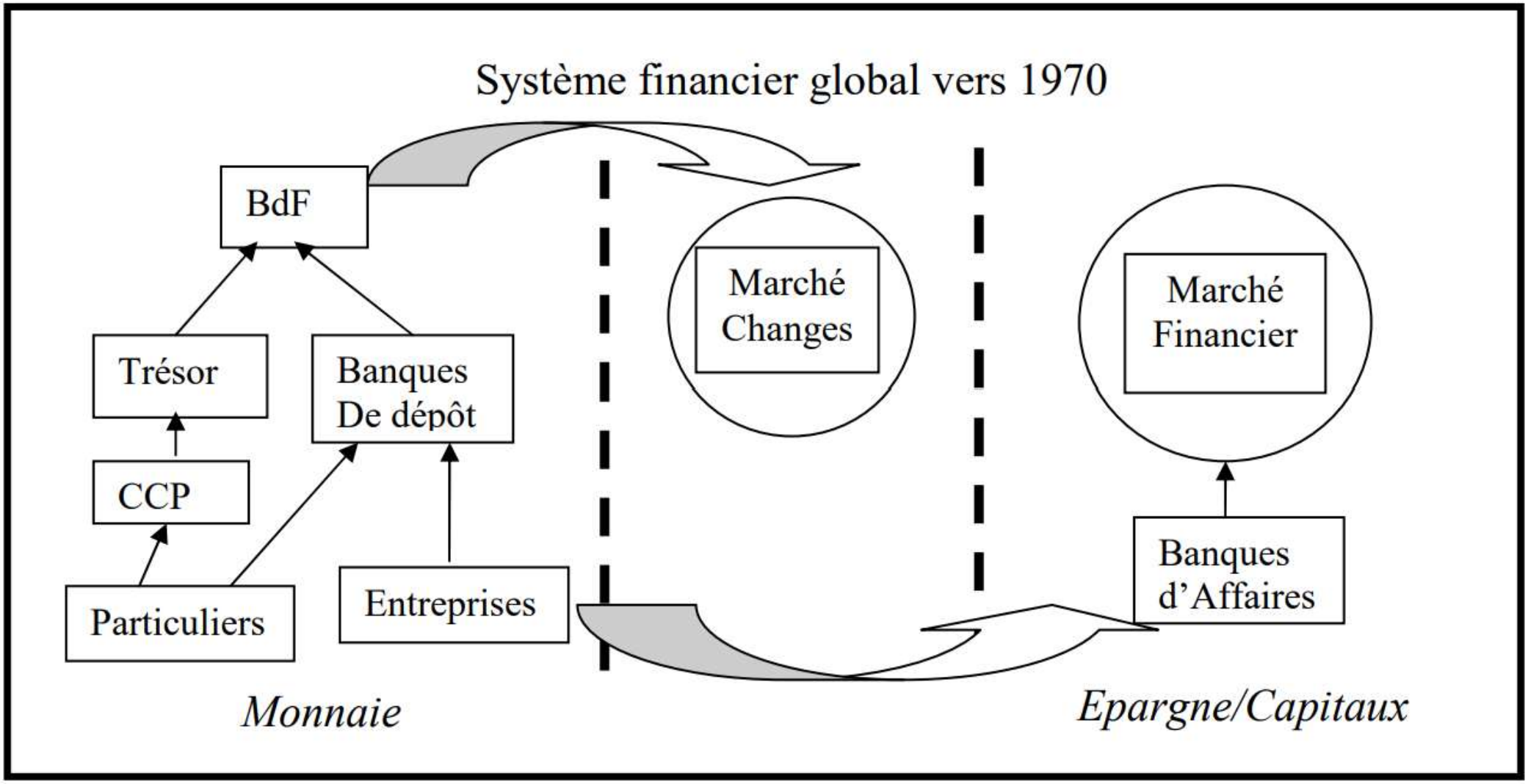
3 lois qui approfondissent la spécialisation bancaire initiée par le *Mac Fadden Act* de 1927 (confirmé en 1956 dans le cadre du *Douglas Amendment Act*)

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

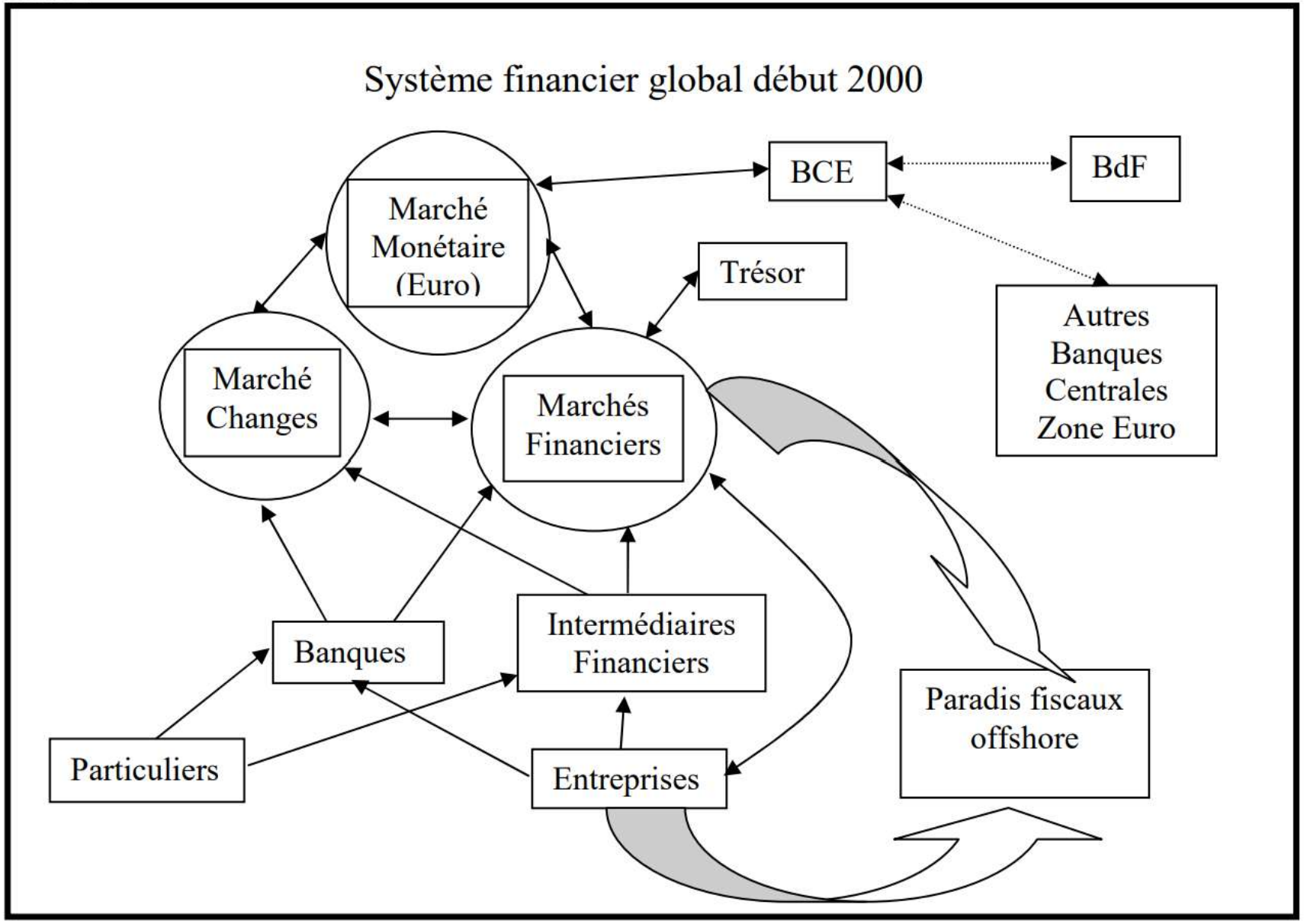
Aux États-Unis

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 (rappels et compléments)

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



La re régulation de la finance depuis 2008 polycopié 5

	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 **SEAD** (Système européen d'assurance 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***, surpervision des agences de notation, enregistement des *hedge funds*	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

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

Système européen de garanties des dépôts

Harmoniser la protection des déposants dans l'UE

Projet présenté par la Commission européenne en novembre 2015 qui prévoie 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**

Entité **microprudentielle** : le **Système européen de surveillance financière**

Entité **marcroprudentielle** : le **Comité européen du risque systémique**

+ Mécanisme européen de stabilité

La régulation financière en France

Le **Haut Conseil de stabilité financière** (HCSF)

Exemple : Il 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
- 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=G1l6sFXA9-U

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

Par ailleurs

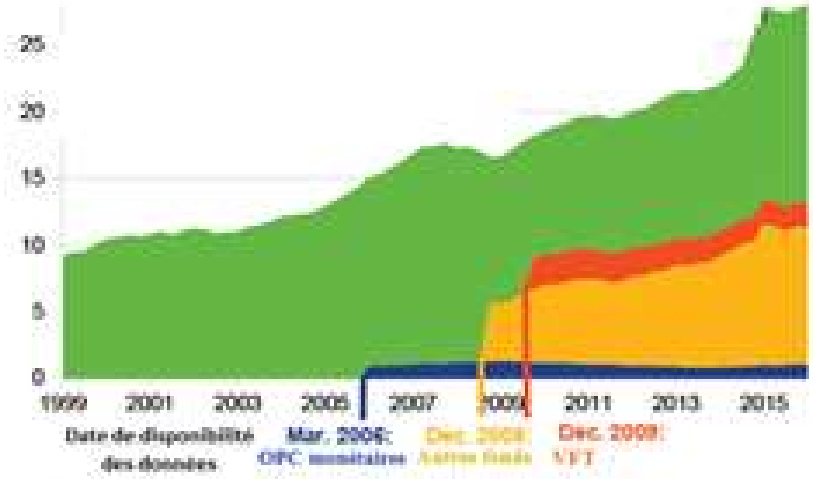
- Les fonds que les fonds d'investissement non régulés collectent auprès du public ne sont pas assimilables à des dépôts bancaires et par conséquent **pas couverts par le mécanisme d'assurance des dépôts**

- 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)



Organismes de placement collectifs (OPC) monétaires

Fonds d'investissement non monétaires

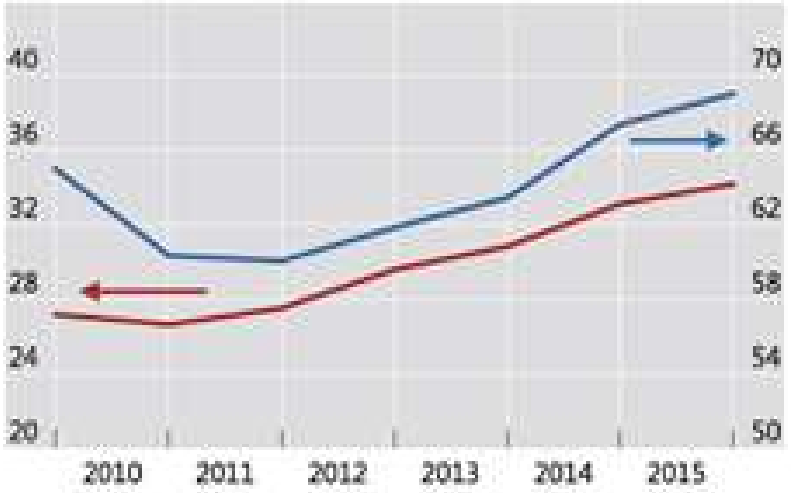
Véhicules de titrisation (VFT)

Autres entités du *shadow banking*

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)



en pourcentage du PIB

en milliers de milliards de dollars

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

Quel objectif de la stabilité des prix en fonction de la période ?

À partir du 1er choc pétrolier, les BC des PDEM ont du **lutter contre l'inflation** car cette dernière était devenue endémique avec des **politiques monétaires conventionnelles restrictives**. À partir des années 1990 l'inflation est maîtrisée et la politique monétaire va pouvoir devenir moins restrictive

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**

Entre **juillet 2022 et juin 2024**, 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**

Des évolutions qui posent 2 questions différentes

Quand les économies ont été au bord de la déflation, pourquoi la mise en œuvre d'une politique monétaire non conventionnelle n'a pas permis de revenir à un taux d'inflation proche de 2 % ?

Quand l'inflation a été élevée à partir de juillet 2022, une politique monétaire restrictive était-elle le bon outil pour lutter contre l'inflation ?

Comment lutter contre le risque de déflation et retrouver un niveau d'inflation proche de 2 % (période 2008-début 2022)

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

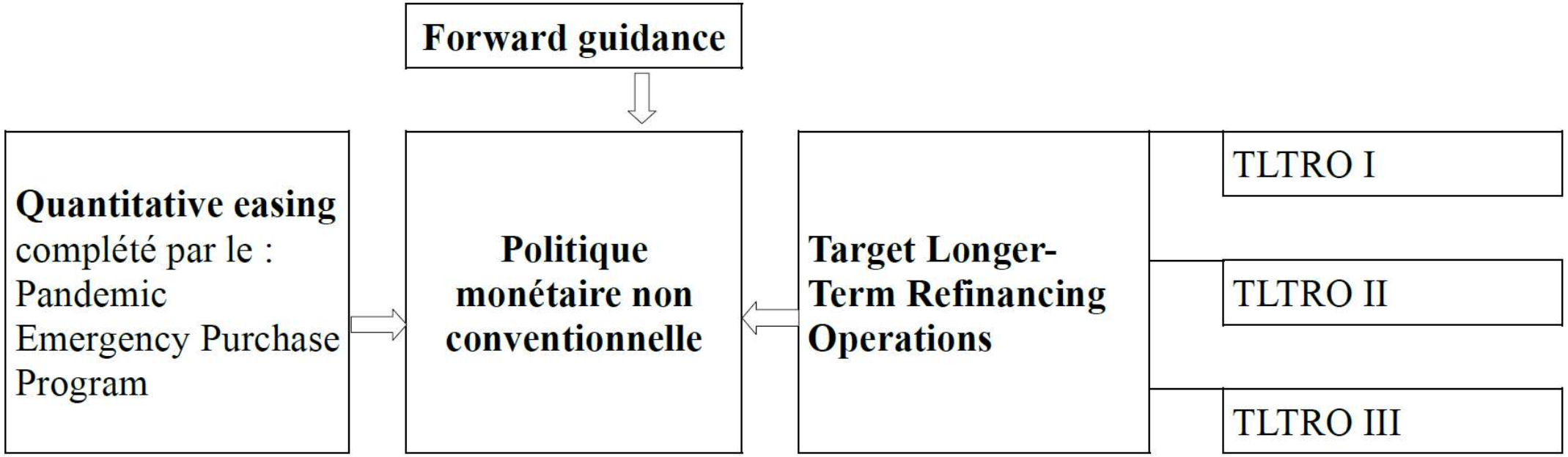
- **Assurer la stabilité financière** dans un contexte où les ANF se financent principalement sur les marchés financiers et où les BC ont pour objectif de stabiliser les évolutions des prix des actifs sur ces marchés

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

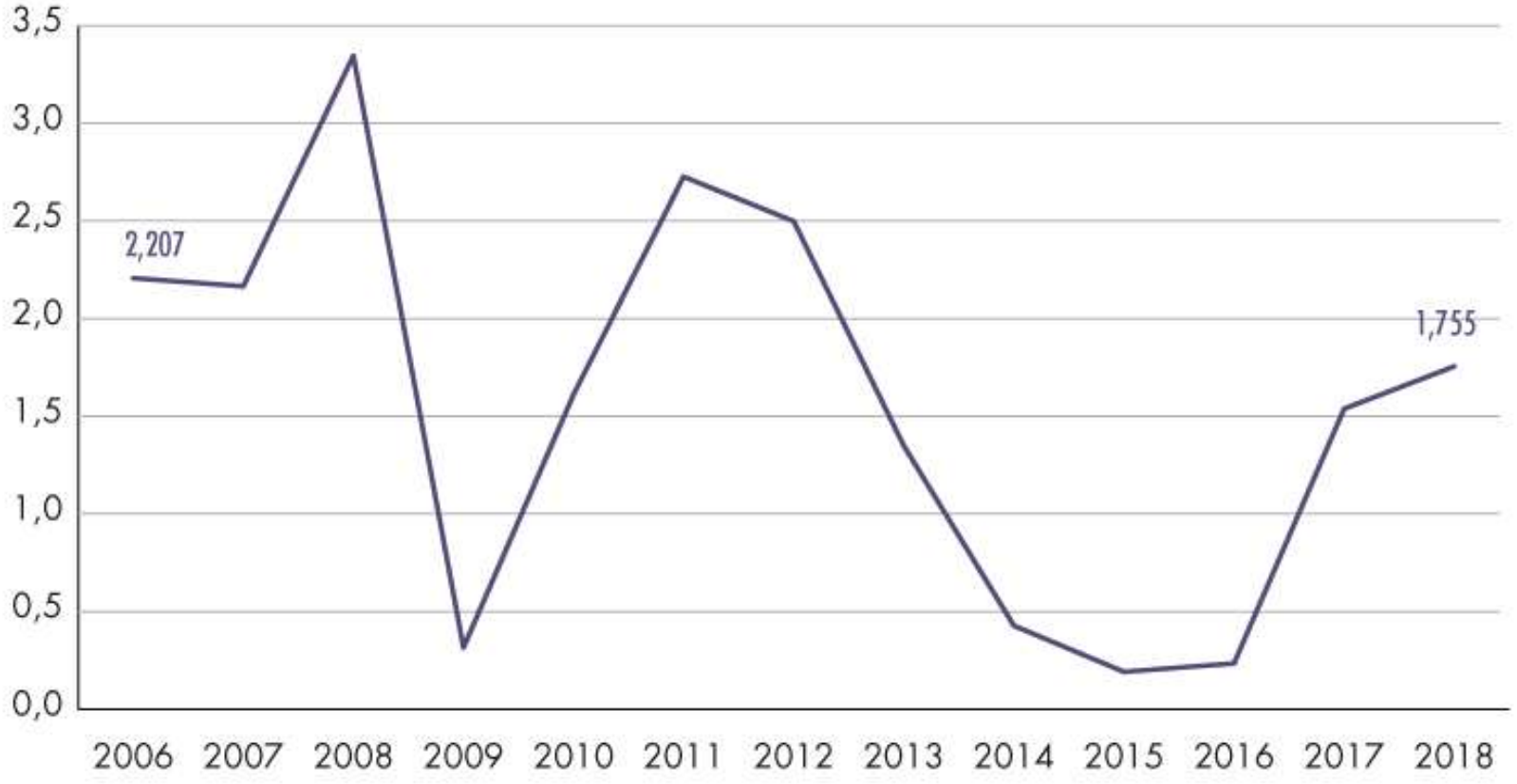
Synthèse



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

ÉVOLUTION DE L'INFLATION EN ZONE EURO

DE 2006 À 2018

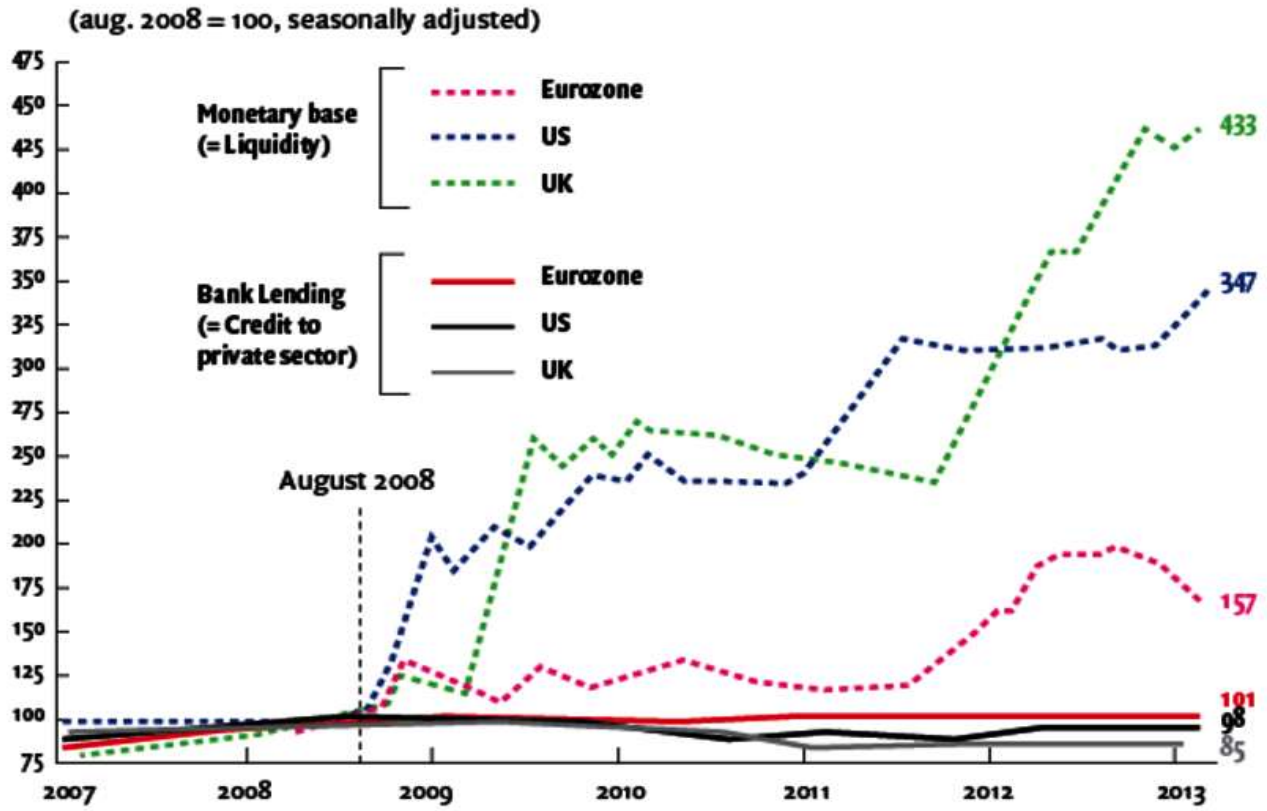


Source : lafinancepourtous.com d'après WEO

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 un nouvel outil a été évoqué par les économistes : La **monnaie hélicoptère**

Concept défini pour la 1ère 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

2 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 voire à l'État** 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 et à l'État => 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** 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 économiques 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

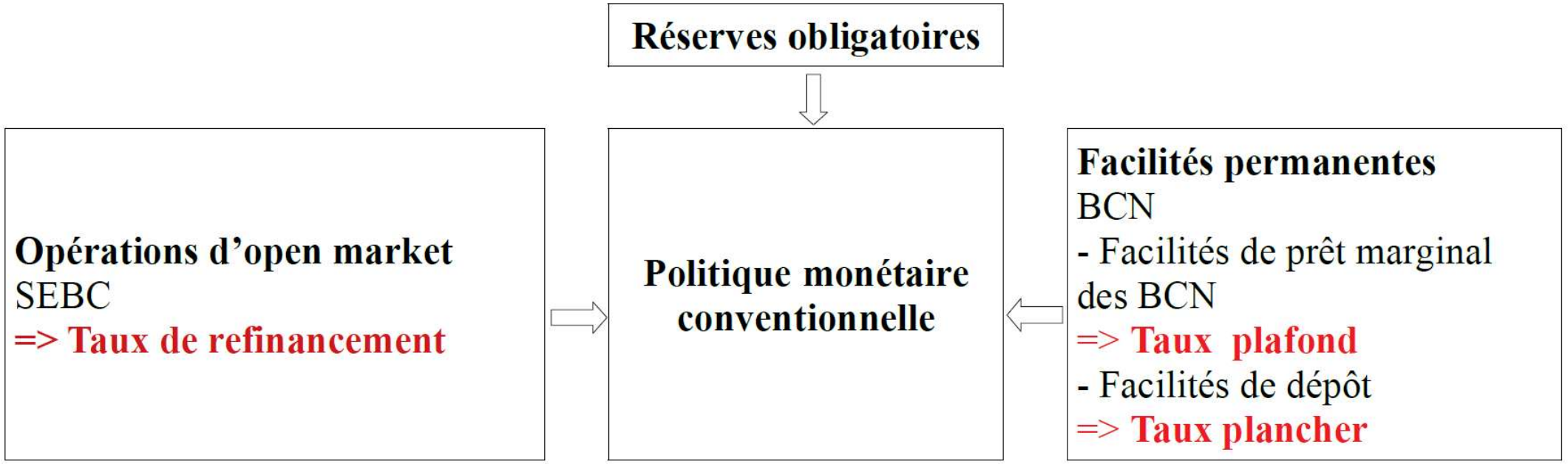
- Elle centraliserait la création monétaire

- La mobilisation de cet outil modifierait la nature de la monnaie

La politique monétaire était-elle adaptée pour lutter contre l'inflation (juillet 2022-juin 2024) ?

Une politique monétaire conventionnelle restrictive

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



Ce qui a été fait en zone euro

	Septembre 2019	Juillet 2022	Septembre 2023	Juin 2024	Décembre 2025	Juin 2026	Septembre 2026
Taux de refinancement	0 %	0,5 %	4,5 %	4,25 %	2,15 %	2,40 %	2,65 %
Facilité de prêt marginal	0,25 %	0,75 %	4,75 %	4,5 %	2,4 %	2,65 %	2,9 %
Facilité de dépôt	- 0,25 %	0 %	4 %	3,75 %	2 %	2,25 %	2,5 %

Enjeu est de lutter contre la déflation (pandémie COVID 19)	Enjeu redevient de lutter contre l'inflation	Fin de la hausse des taux directeurs	Début de la baisse des taux directeurs	Poursuite baisse puis stabilisation des taux directeurs	Enjeu redevient de lutter contre l'inflation

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

Oui … mais

Année	Taux d'inflation	Taux de croissance du PIB
2022	Plus de 10 %	+3,4 %
2023	Environ 5 %	+0,6 %
2024	Environ 2,5 %	+0,8 %
2025	Stabilisation autour de 2 %	+1,5 %
Janv.-Oct. 2026	Environ 4 %	+1,3 %

… Et l'impact négatif de la politique monétaire sur la croissance est aussi problématique compte tenu des causes de l'inflation qui sont aussi (et surtout) à chercher du côté de l'offre. 2 causes :

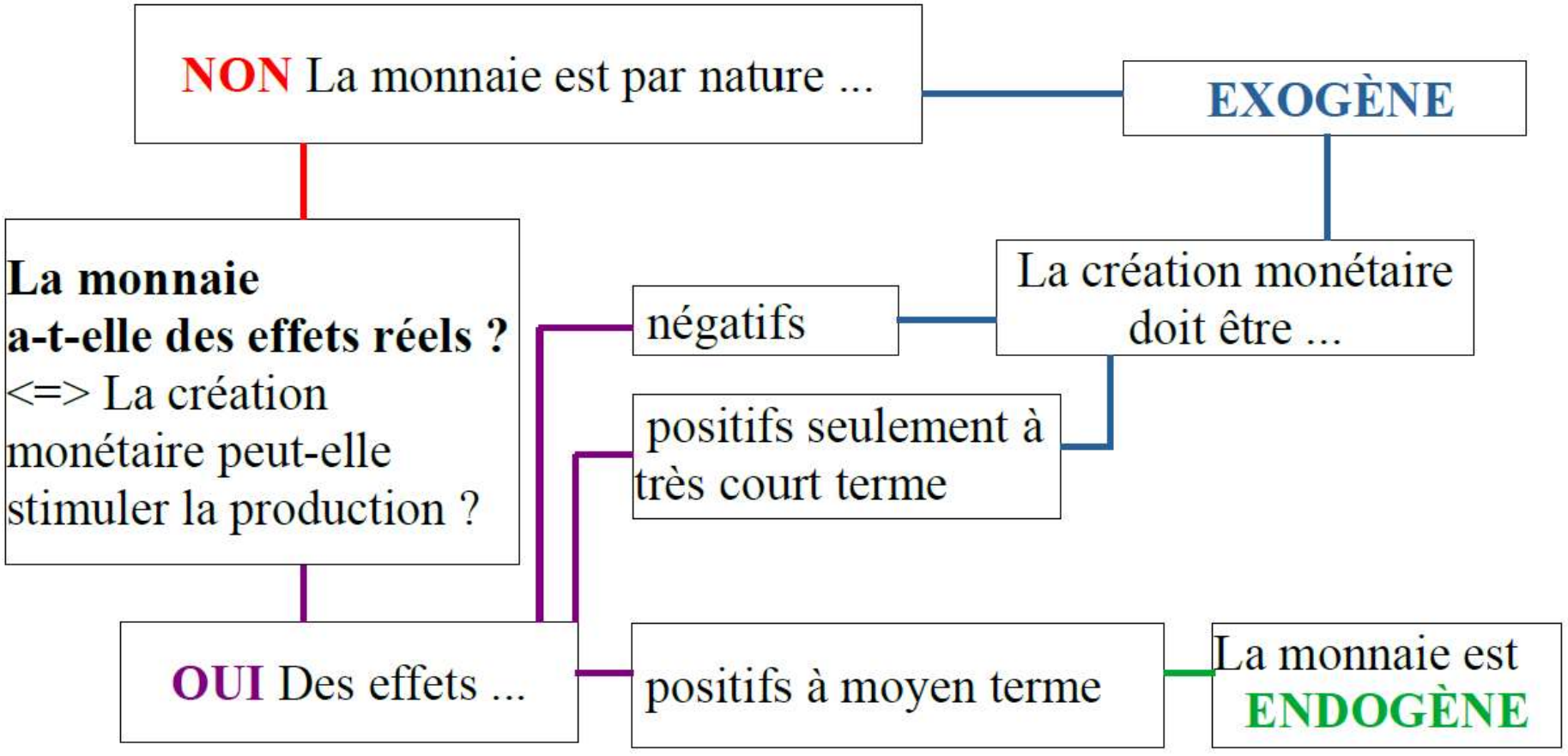
Conjoncturelles : guerre en Ukraine

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

III. Les controverses théoriques sur la monnaie Polycopié 6

Opposition 1
au sein théories monétaires
Monnaie est passive
Monnaie est active

Opposition 2
au sein théories monétaires
Création monétaire doit être exogène
Création monétaire doit être endogène



Approche exogène de la monnaie repose sur **2 analyses différentes**

1. Auteurs de la *Currency school*, Fisher, Pigou et Friedman

Hypothèse de départ : monnaie n'est désirée que parce qu'elle est intermédiaire des échanges => D de monnaie ne dépend que du revenu des ANF <=> **Approche dichotomique de la monnaie**

Mais pour certains de ces auteurs l'augmentation de MM peut stimuler la production à court terme (**dichotomie faible**) car :

- ANF veulent se débarrasser de la monnaie qu'ils ont en plus de ce qu'ils désirent compte tenu de leur revenu réel (A. Pigou)
- Ou parce qu'elle donne temporairement aux agents économiques l'illusion qu'ils sont plus riches (F. Friedman)

2. Chez R. Cantillon et F. Hayek, approche exogène de la monnaie justifiée par fait que créer de la monnaie modifie les prix relatifs ce qui perturbe le fonctionnement de l'économie

<=> **Rejet de l'approche dichotomique de la monnaie**

Approche endogène de la monnaie repose aussi **sur 2 analyses différentes**

1. Pour la *Banking school* et pour K. Wicksell, la création monétaire permet d'anticiper sur une production de richesses futures

« par un usage rationnel de la monnaie [il fait référence ici à la monnaie papier], il est possible de promouvoir activement l'accroissement du capital réel et de la production en général » (K. Wicksell, *Lectures on Political Economy*, 1934)

2. Pour Keynes, conception endogène de la monnaie car monnaie peut être désirée pour elle-même ce qui fait que le taux d'intérêt n'est pas le prix de l'investissement mais le prix du renoncement à la liquidité

=> Une baisse du taux d'î peut se traduire par une augmentation de l'I qui augmentera à la fois la production et la demande globale

À bien comprendre

On peut considérer que la **création monétaire est exogène** et concevoir

- **soit** que la monnaie est passive (**approche dichotomique**) <=> La création monétaire doit rester par essence exogène

- **soit** que la monnaie est active (**approche non dichotomique**) <=> La création monétaire doit être exogène

Mais quand on considère que la **monnaie est endogène** alors nécessairement elle est **active** (**approche non dichotomique**)

1. Les analyses dichotomiques

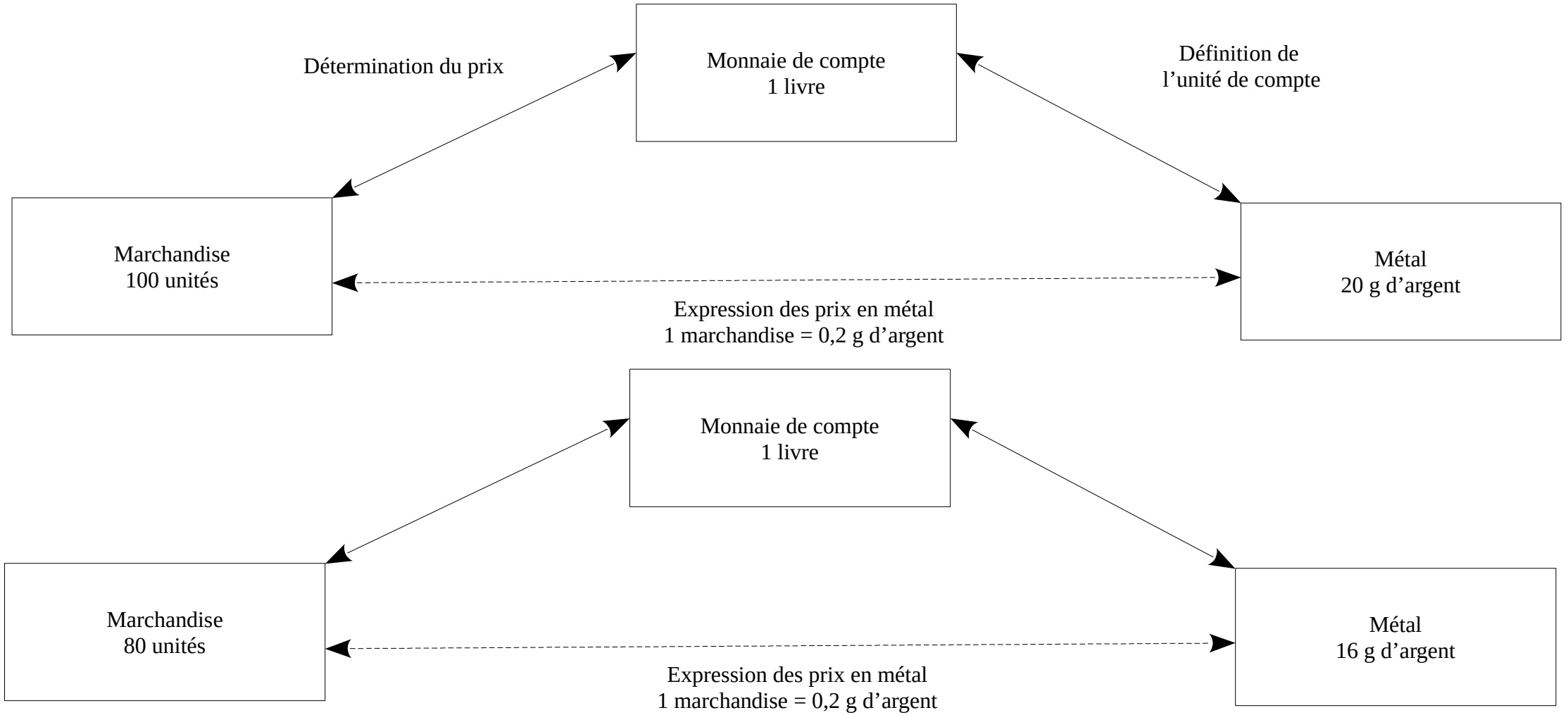
Le débat entre Jean Bodin et le seigneur de Malestroit au 16ème siècle

Enjeu du débat : expliquer l'origine de la hausse du niveau général des prix en France après une période de stabilité

2 explications qui s'opposent

- Celle de Malestroit (analyse non dichotomique)

L'illusion du renchérissement mis en évidence par Malestroit



. **Celle de Jean Bodin** (**analyse dichotomique** envisagée comme explication)

Raisonnement qui constitue une 1ère formulation de la TQM

Raisonnement proposé

1. En Espagne : Afflux d'argent => Augmentation de la masse monétaire => Augmentation de la demande => Inflation => Augmentation des salaires

2. En France : Augmentation de la demande espagnole => Augmentation de ses importations en produits français <=> Augmentation de la demande => Inflation

3. Augmentation des salaires en Espagne => Déplacement d'une partie des travailleurs français en Espagne => Rapatriement de salaires en France => Augmentation de la demande en France => Inflation

Ce n'est que l'ébauche d'un raisonnement dichotomiste car

- Il a vocation à expliquer un phénomène historiquement daté

- J. Bodin envisage la possibilité que l'inflation puisse être causées à d'autres moments par des causes non monétaires

Le débat entre la *Banking* et la *Currency school*

Origine du débat : Controverse bullioniste en Angleterre

Enjeu : entre 1797 et 1821, billets émis par la Banque d'Angleterre bénéficient régulièrement d'un cours forcé

À partir de 1808 période d'inflation inédite en Angleterre => le gouvernement cherche des explications, 2 vont s'opposer :

- Celle des **bullionistes**

« Bullion report » : inflation due à une trop forte émission de billets et il faut retourner à la convertibilité or de la Livre. Analyse partagée par **D. Ricardo**

- Celle des **anti bullionistes**

Inflation due à des causes réelles et non monétaires : la guerre. Dans ce contexte, l'augmentation de la MM n'a fait que suivre les besoins de l'économie réelle : c'est parce que les prix ont augmenté que la masse monétaire a dû augmenter (approche endogène)

Ce débat va se poursuivre avec l'opposition entre

- La ***Currency school***
- La ***Banking school***

Dans cette opposition, c'est la *Currency school* qui aura gain de cause dans le cadre du ***Peel's Act* de 1844** : les billets émis par la Banque d'Angleterre qui ont cours légal sur le territoire redeviennent convertible en or à 100 %. **Seule exception : les *Bill's of Pardon***

L’analyse de Irving Fisher

Hypothèses

- Vitesse de circulation de la monnaie stable
- Monnaie n’a pas d’effet réel

Conséquence

Selon une équation comptable toujours vraie, le seul impact d’une augmentation de la MM est une augmentation dans la même proportion du niveau général des prix

M*V = P*T quand la monnaie ne circule que sous forme de pièces (M)

Et M*V + M’*V’ = P*T en régime d’étalon or (billets 100 % convertibles) avec M est la quantité de pièces et M’ la quantité de billets

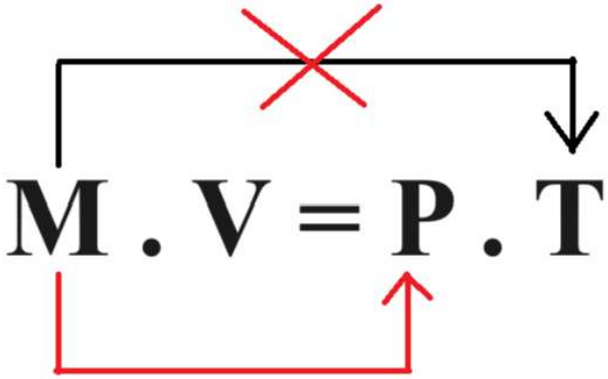
Remarques complémentaires au polycopié

Remarque 1

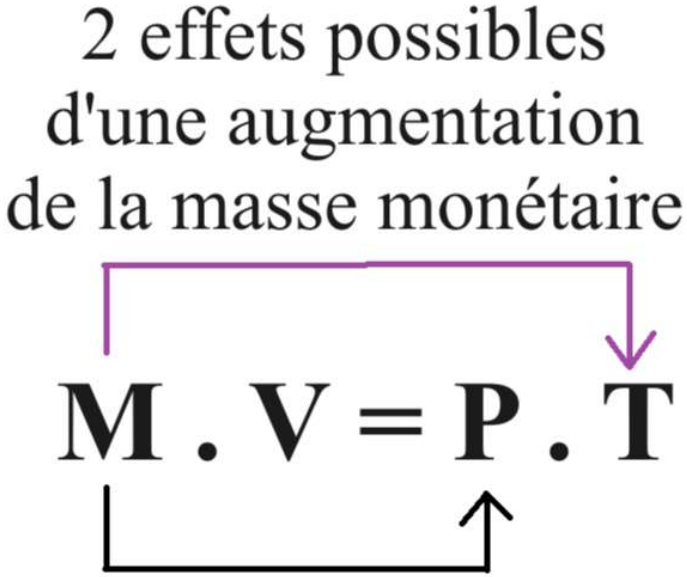
La **TQM** est une interprétation de l'équation M*V = P*T qui repose sur 2 hypothèses

Après Fisher, les économistes vont proposer d'autres hypothèses pour interpréter cette équation. En fonction de ces hypothèses :

Certains économistes resteront dans une approche dichotomique, ce sera le cas de **Marshall**, **Pigou** et **Friedman** (dichotomie faible)



D’autres économistes rejetteront l’approche dichotomique, ce sera le cas de **Hayek** et de **Keynes**



Mais au-delà de ce point commun entre ces 2 économistes, **Hayek** considère que la création monétaire doit être exogène parce qu’elle a des effets néfastes sur l’économie réelle alors que **Keynes** considère que la création monétaire peut accompagner une relance de l’activité économique

Remarque 2

Études empiriques : analyse de Fisher est toujours vraie à LT mais elle peut ne pas l'être à CT

Exemple* : entre 2008 et 2020 V a diminué et cette baisse s'est accélérée en 2020. Cette baisse s'explique par une augmentation de l'épargne qui a 2 origines

1. L'augmentation de l'incertitude
2. L'augmentation du prix des actifs financiers et l'augmentation de la liquidité sur les marchés financiers ont incité les agents économiques à augmenter leurs achats d'actifs financiers

Conséquence de ces 2 éléments : l'augmentation de la monnaie créée par les BC ne s'est pas traduite par une augmentation de P dans les mêmes proportions

* Source : *Bulletin de la Banque de France* novembre-décembre 2020 « Le lien entre inflation et monnaie depuis 2008 »

Les analyses dichotomiques (suite) : les approches nuancées de la dichotomie (dichotomie faible)

Point de départ : L'équation de Cambridge formulée par Alfred Marshall : une reformulation de la TQM

M*V = P*T devient M = k*P*Y

Dans cette équation

- M n'est plus la MM mais la D de monnaie des ANF (demande d'encaisses)
- P désigne toujours le niveau général des prix
- Y est le revenu réel soit le pouvoir d'achat du revenu des ANF
- k est une constante stable : les ANF désirent avoir de la monnaie pour acheter grâce à leur revenu une quantité donnée de produits

L'interprétation de Pigou*

*« The Classical Stationnary State », 1943, article où il s'oppose à Keynes

Il explique différemment le lien de causalité établi par Fisher entre l'augmentation de M et celle de P

Selon l'équation de Cambridge :

Augmentation M sans augmentation de Y => ANF ont plus de monnaie que ce qu'ils souhaitent détenir => Ils augmentent leurs dépenses => Augmentation de P

Ce mécanisme va se poursuivre jusqu'à ce que les agents se retrouvent avec le niveau d'encaisses réelles (M/P) initial et qui correspond à une fraction constante de leur revenu réel (k*Y)

Cette réinterprétation de l'équation de Fisher explique pourquoi l'émission de papier-monnaie peut avoir un impact à CT sur le niveau de l'activité (**dichotomie faible** qui s'inscrit dans le cadre de l'étalon-or)

À retenir

Les 2 versions de la TQM aboutissent au même résultat avec une différence de raisonnement

- Chez **Fisher** ce résultat repose sur la **stabilité**, pour des **raisons techniques**, de la **vitesse de circulation de la monnaie** et la **monnaie** est **neutre à court et à moyen terme**

- Chez **Marshall** et **Pigou** ce résultat repose sur la **stabilité**, pour des **raisons psychologiques**, **des encaisses monétaires désirées** par les agents économiques et la monnaie n'est pas neutre à court terme mais elle l'est à moyen terme

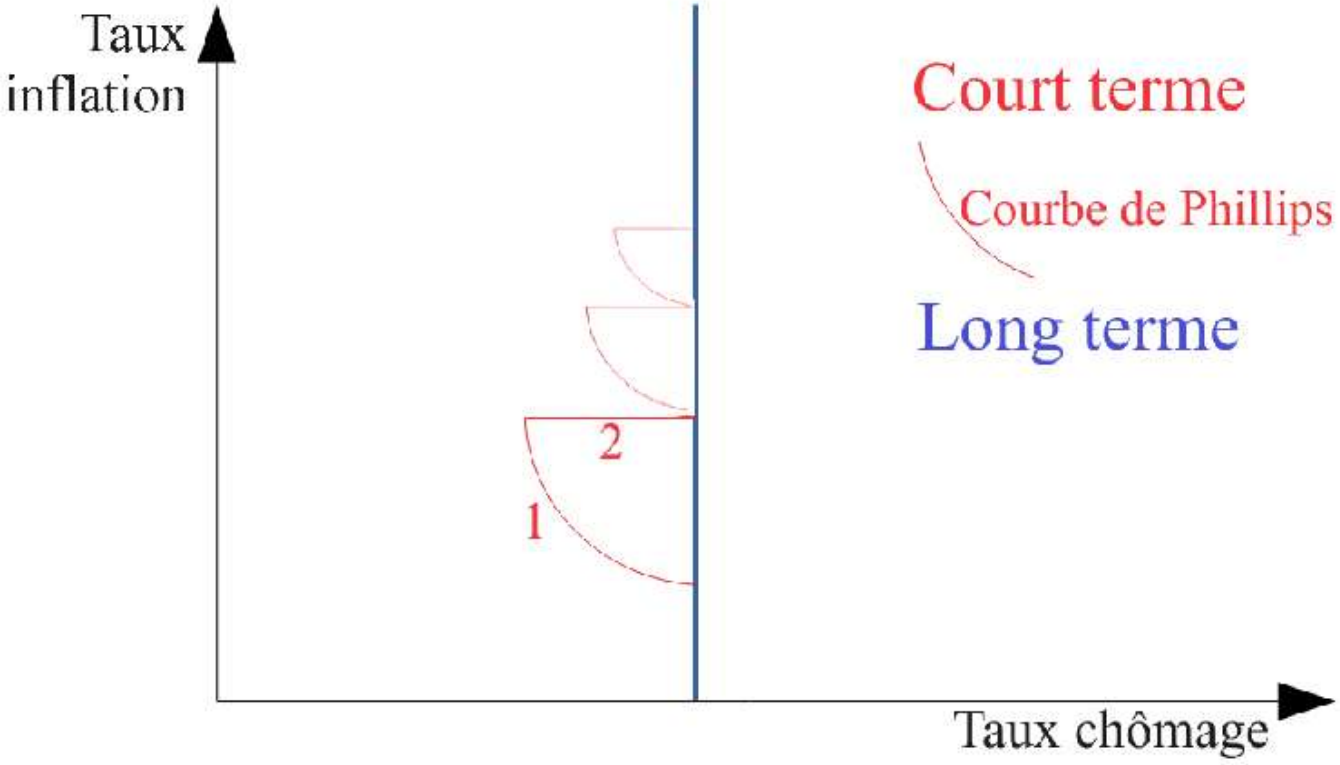
L'analyse de Milton Friedman*

**Inflation et système monétaire,* 1968*

Hypothèse : L'illusion monétaire des agents économiques

<=> Ils anticipent mieux l'évolution de leurs salaires que celle du niveau général des prix

Illustration graphique de l'analyse de Friedman



Enjeu de l'analyse : expliquer pourquoi **à long terme il existe un niveau de chômage en dessous duquel on ne peut pas descendre** sauf temporairement et au prix d'une inflation plus élevée

C'est le NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) qui dépend des rigidités sur le marché du travail (chômage structurel)

Le retour à moyen terme à ce niveau de chômage structurel après une tentative de le réduire grâce à une **politique monétaire expansionniste** vient du fait que les agents économiques font des **anticipations adaptatives**

L’analyse de Robert Lucas

Hypothèse

ANF font des anticipations rationnelles <=> Ils connaissent parfaitement le fonctionnement de l’économie et savent qu’une politique monétaire expansionniste génère une augmentation de leur salaire nominal identique à celle de l’inflation

Différence avec l’analyse de Friedman

Les ANF n’ont aucune raison de modifier leur consommation : toute augmentation de la masse monétaire non justifiée par une augmentation de la production se traduira directement par une augmentation du niveau général des prix

Cette analyse constitue un retour, sous d’autres hypothèses, à la **dichotomie forte** défendue par Fisher

2. Les analyses non dichotomiques

Des approches qui reposent sur l'hypothèse d'**effets réels de la monnaie** : une **augmentation de MM modifie la structure productive**

Mais au sein de ces approches, **2 courants opposés**

Analyses intégrationnistes (Wicksell et Keynes) selon lesquelles la monnaie est endogène : O de monnaie (création monétaire) doit répondre à une D de monnaie des ANF et peut anticiper sur la production de richesses supplémentaires dans le futur

Analyses exogènes (Cantillon, Hayek) selon lesquelles la création monétaire ne peut pas stimuler l'activité économique de manière durable et est à l'origine de crises car elle perturbe l'activité économique

Les analyses intégrationnistes

L'analyse de Knut Wicksell Point de départ : existence de 2 taux d'î dans une économie monétaire :

Un taux naturel ou réel qui correspond à la rentabilité de l'I et qui égalise S et I sur le marché des fonds prêtables. Il permet aux ANF d'arbitrer entre

- Consommer davantage

↑ C => ↓ O fonds prêtables (↓ S) => ↑ taux d'intérêt réel => ↓ D de fonds prêtables (↓ I) => Réduction de la croissance de la production (récession)

- Ou Épargner davantage

↑ S (↑ O de fonds prêtables) => ↓ taux d'intérêt réel => ↑ D de fonds prêtables (I) => Augmentation de la croissance de la production (expansion)

Un taux d'intérêt bancaire qui dépend du taux de réescompte (quand Wicksell développe son analyse)

La création monétaire doit être endogène

Sans création monétaire des banques (économie non monétaire), le montant de l'I est limité par l'S désirée par les ANF

Mais dans une économie monétaire : **quand le taux d'intérêt des banques est inférieur au taux d'intérêt naturel, cela provoque une expansion** car O et D de produits vont augmenter conjointement :

- Du côté de l'O, les entreprises sont incitées à I car ce que leur rapporte l'I (taux d'intérêt naturel) est supérieur à ce qu'il leur coûte (taux d'intérêt bancaire). Cette augmentation de l'I va permettre ensuite de produire davantage

- Du côté de la D, l'augmentation vient de celle de la D de biens d'équipement et de celle des travailleurs (D de biens de consommation). En effet les salaires des travailleurs progressent car la production de biens d'équipement supplémentaires nécessite d'utiliser davantage de facteurs de production ce qui fait augmenter leurs prix

Cette expansion cessera quand le taux bancaire augmentera et reviendra au niveau du taux d'intérêt naturel

L'analyse de Wicksell permet aussi de montrer le **risque qu'il y aurait à ce que le taux d'intérêt bancaire devienne supérieur au taux d'intérêt naturel** :

Taux intérêt bancaire > Taux intérêt naturel

<=> Ce que coûte l'I > Ce que rapporte l'I

=> Baisse de l'I => Baisse de l'O de produits (car baisse de l'I) et de la D de produits (car baisse de l'I et baisse des salaires)

Wicksell défend donc bien l'idée que **la monnaie est endogène : le taux d'intérêt bancaire doit s'ajuster au taux d'intérêt naturel** c'est-à-dire aux perspectives de taux de profit dans l'économie réelle

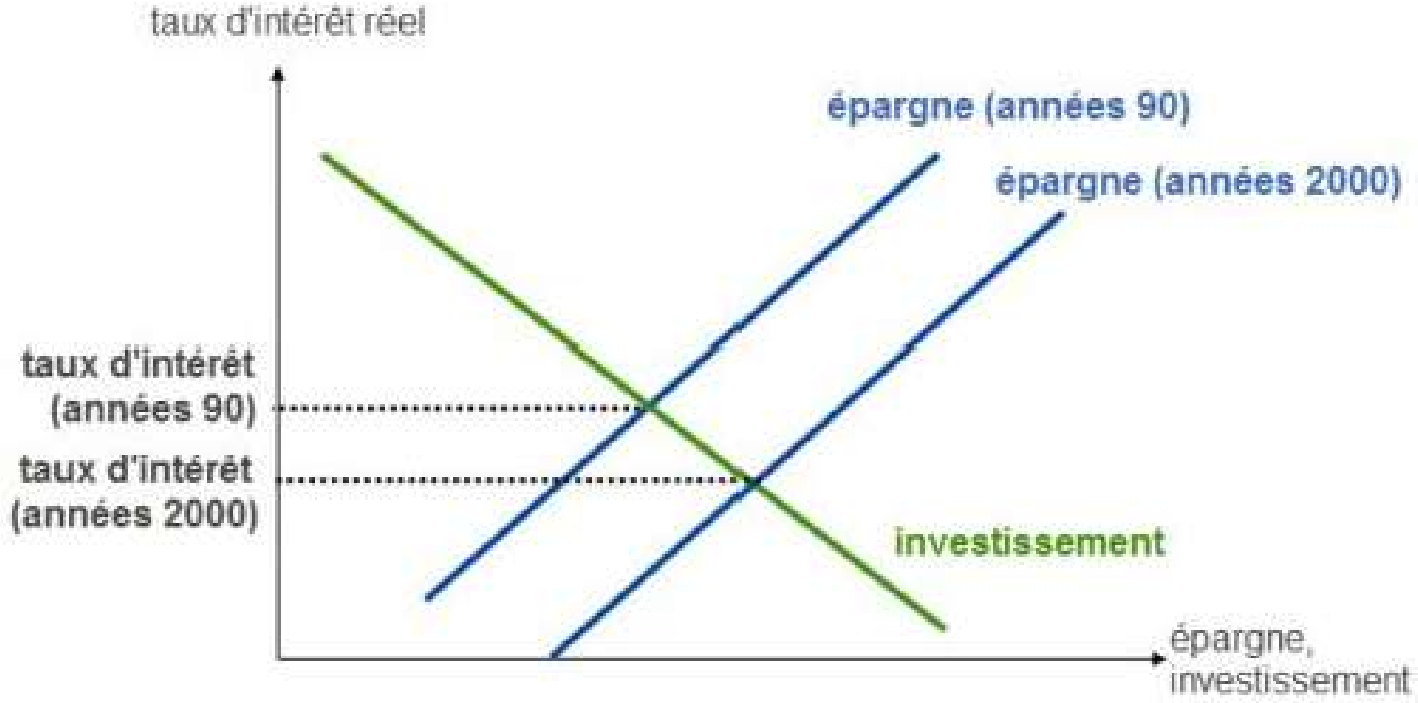
L’analyse de John Maynard Keynes

Hypothèse centrale : le taux d’intérêt est le prix du marché de la monnaie (et non celui du marché des capitaux)

L’arbitrage entre consommation et épargne

Pour les classiques et néoclassiques, il dépend du taux d’intérêt : S et I s’ajustent grâce à une variation du taux d’intérêt

Exemple :



Synthèse des mécanismes en jeu

↑ S à taux d'intérêt inchangé => O (S) > D (I) sur marché des capitaux => Baisse du taux d'intérêt

=> Baisse S et augmentation I jusqu'à ce que S = I

Pour Keynes, ce raisonnement néoclassique est erroné

L'arbitrage entre C et S, et donc **le niveau de S, dépend du revenu** : plus le revenu est élevé, plus la propension à consommer est faible et donc plus le taux d'épargne est élevé (« loi psychologique fondamentale »)

Puis **une fois le niveau de l'épargne déterminé, les ANF arbitrent entre** :

Détenir cette S sous forme liquide

Ou la placer en achetant des titres **sur le marché des capitaux**

Et **cet arbitrage dépend du taux d'intérêt** parce que le cours des titres sur les marchés financiers est négativement corrélé avec le taux d'intérêt

=> 2 éléments du raisonnement keynésien à savoir expliquer

1. Pourquoi quand le taux d'intérêt diminue le cours des titres sur les marchés financiers augmente-t-il ?
2. Pourquoi quand le taux d'intérêt varie, la demande de monnaie varie ?

Le cours des titres est négativement corrélé au taux d'intérêt

Effet balançoire explique la corrélation négative entre l'évolution du cours des obligations et celle du taux d'intérêt

Exemple

- Une obligation vendue aujourd'hui 100 euros à un taux fixe de 5 % par an et avec une échéance de 10 ans
- Un an plus tard le taux d'intérêt augmente et passe à 8 %, les nouvelles obligations émises auront donc un rendement de 8 %

À quel prix l'obligation émise à un taux de 5 % il y a un an va-t-elle pouvoir être revendue sur le marché financier secondaire ?

À l'inverse si le taux d'intérêt avait baissé et était passé à 4 %, à quel prix l'obligation émise à un taux de 5 % il y a un an va-t-elle pouvoir être revendue sur le marché financier secondaire ?

=> Le cours des obligations sur le marché secondaire augmente quand le taux d'intérêt diminue et inversement

L'effet de levier explique la corrélation négative entre l'évolution du cours des actions et le taux d'intérêt

Faible taux d'intérêt à RE constante (avec i << RE) => Fort effet de levier => Forte RF => Forte demande pour les actions sur le marché financier => Cours des actions élevé sur le marché secondaire

Fort taux d'intérêt à RE constante (avec i < RE) => Faible effet de levier => Faible RF => Faible demande pour les actions sur le marché financier => Cours des actions bas sur le marché secondaire

Explication complémentaire

Quand le taux d'intérêt augmente, les entreprises cotées en bourse qui doivent s'endetter devront verser un montant d'intérêts plus élevé à leurs banques

=> Réduction de leurs profits

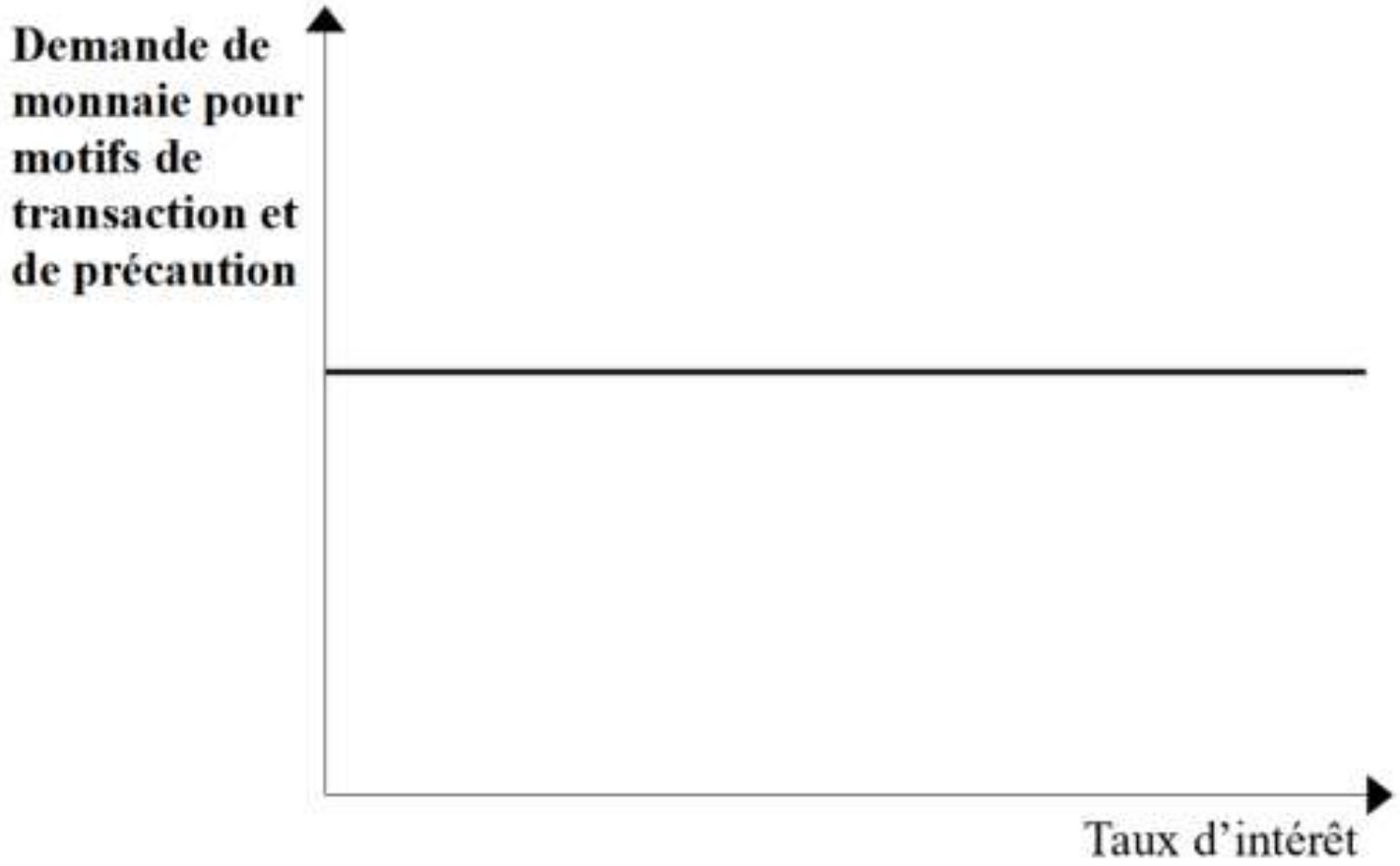
=> Baisse des dividendes qu'elles verseront aux actionnaires

=> Baisse de la demande d'actions

=> Baisse de leurs cours sur les marchés financiers

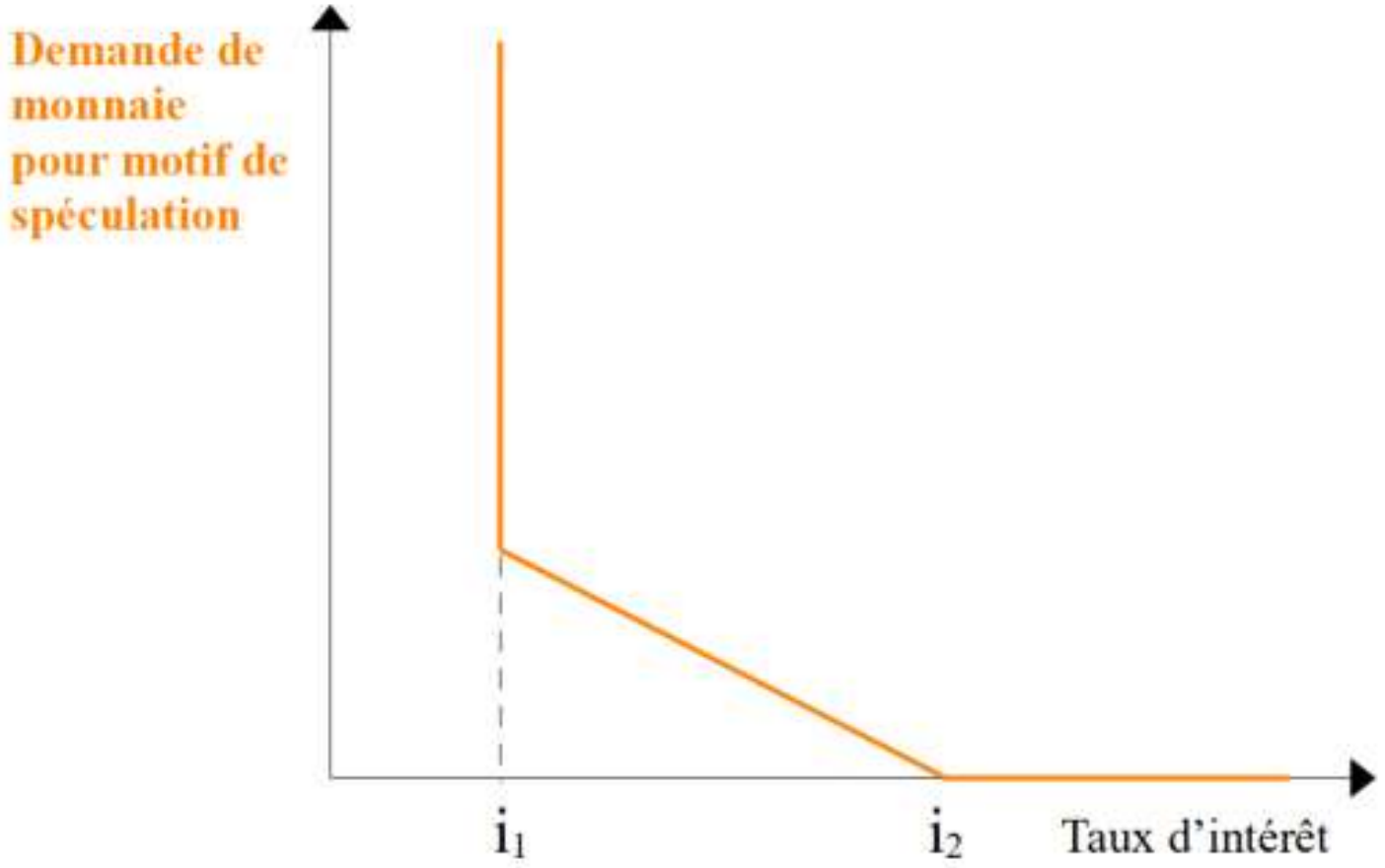
Pour Keynes la D de monnaie a 3 motifs

2 motifs qui dépendent du revenu : motif de **transaction** et de **précaution**

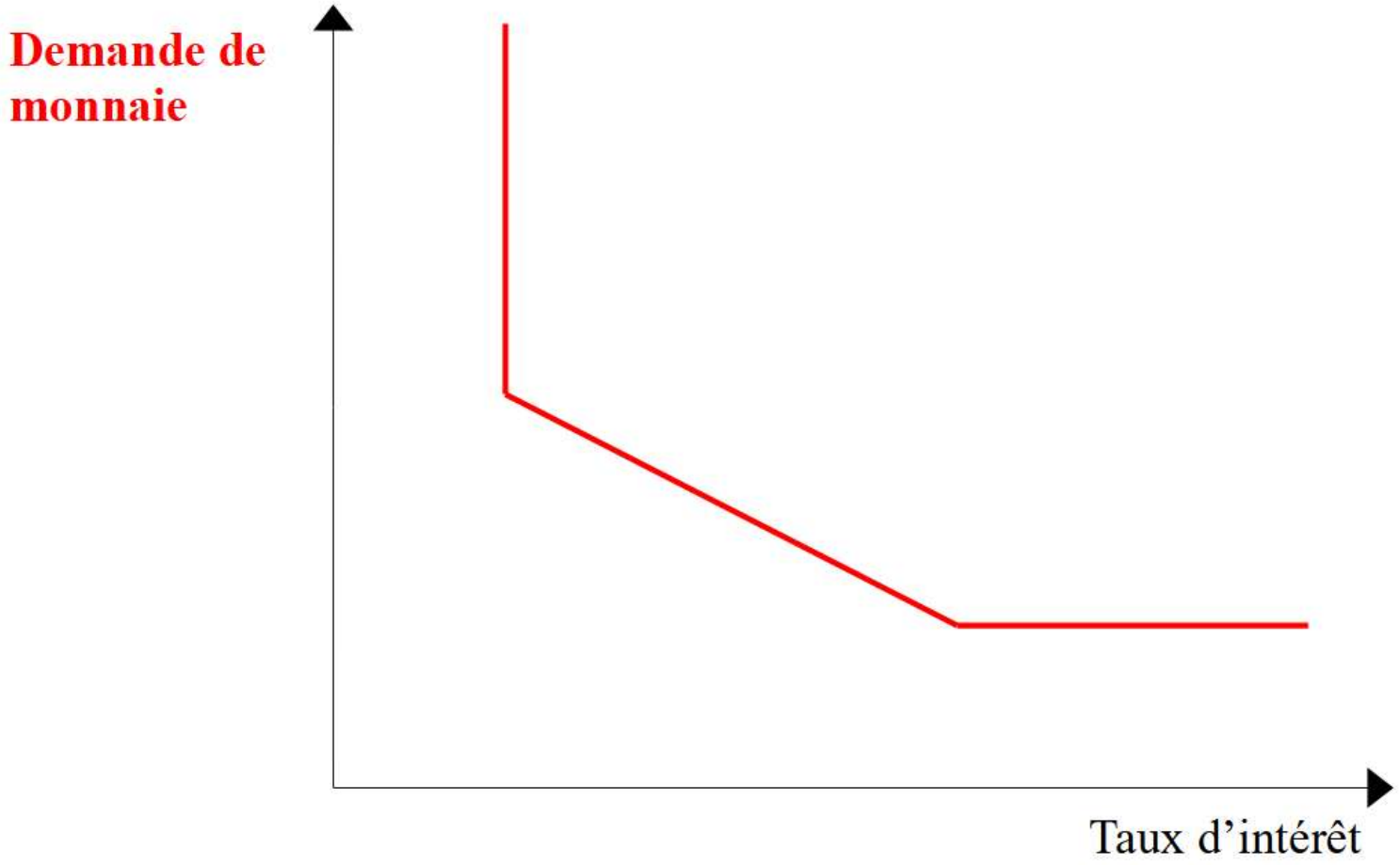


Un motif qui dépend du taux d'intérêt : le motif de **spéculation**

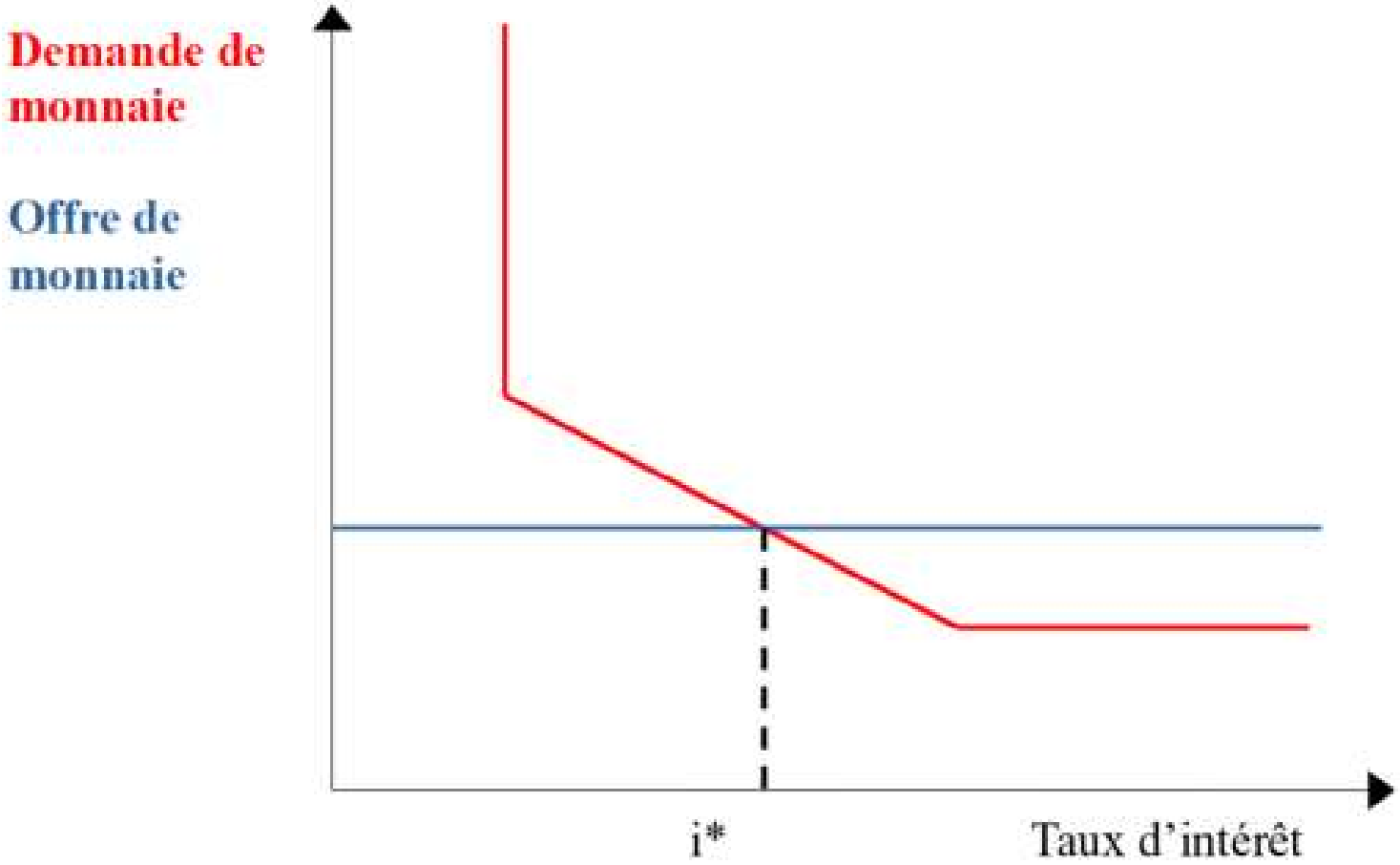
Cette demande de monnaie vient du fait que les agents à capacité de financement désirent garder une partie de leur épargne sous forme liquide pour profiter de futures opportunités de placement sur les marchés financiers



Ces 3 motifs additionnés permettent de représenter la **demande de monnaie** qui **est une fonction décroissante du taux d'intérêt**



La confrontation entre offre et demande de monnaie fixe le taux d'intérêt



Keynes fait ensuite le lien entre la sphère monétaire et la sphère réelle en expliquant l'impact du taux d'intérêt sur l'investissement autrement que le faisaient les néoclassiques

Le taux d'intérêt détermine le niveau de l'I

Pour Keynes, la variation de l'I est le principal moteur de la variation de la D globale et donc de la production

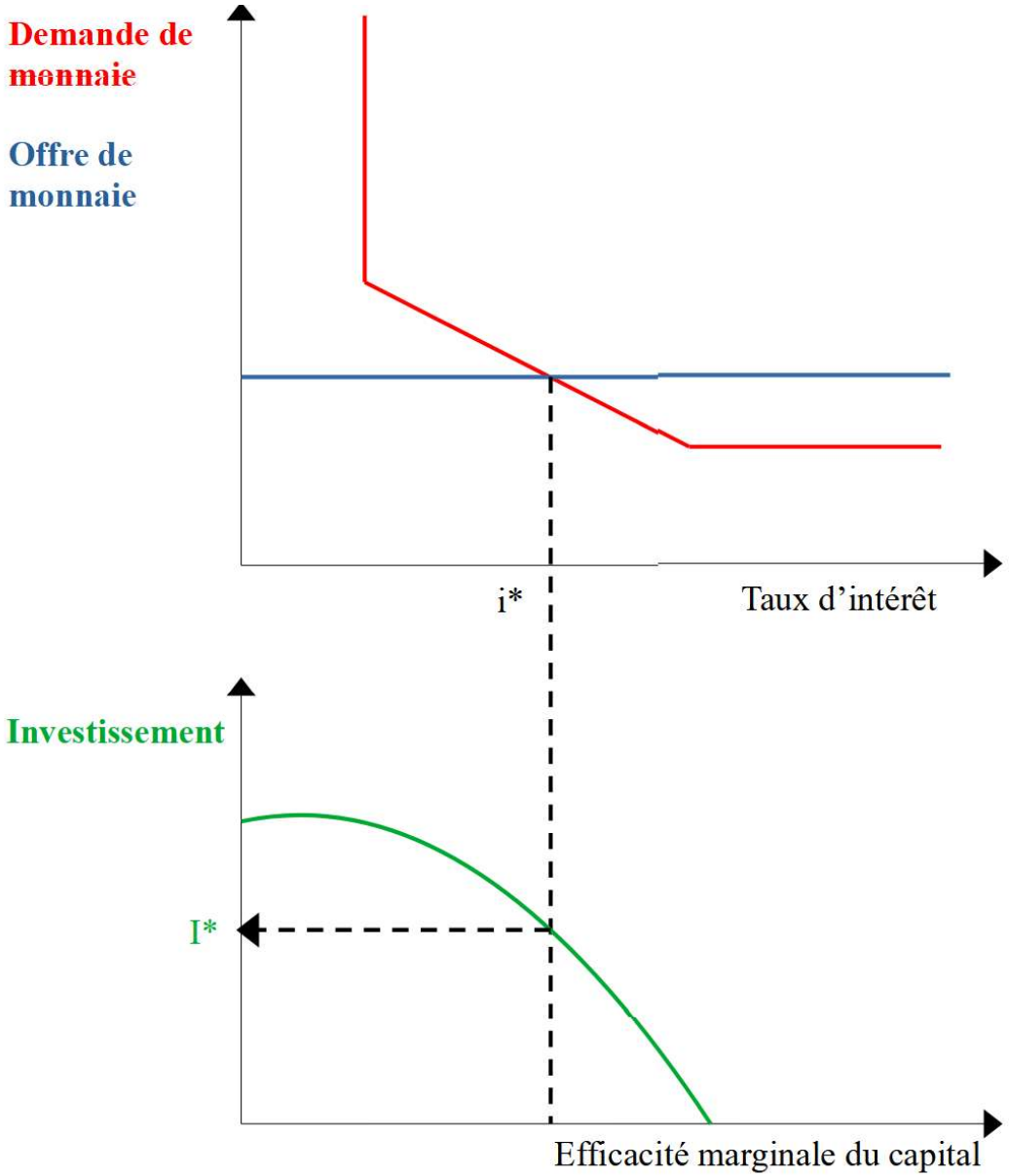
Or les entreprises décident de leur niveau d'I en comparant ce que leur coûte le fait d'I (le montant aujourd'hui de l'I) à ce que cela leur rapporte (c'est-à-dire des recettes supplémentaires dans le futur)

=> C'est la valeur aujourd'hui de ces recettes futures qui détermine l'**efficacité marginale du capital**

L'Emc est le taux d'intérêt qui égalise le coût de l'investissement aujourd'hui à la valeur aujourd'hui des recettes qu'il permettra de faire dans le futur :

$$\text{Emc} = i \text{ tel que } I_t = \sum_{h=t+1}^{t+T} \frac{R_h}{(1+i)^h}$$

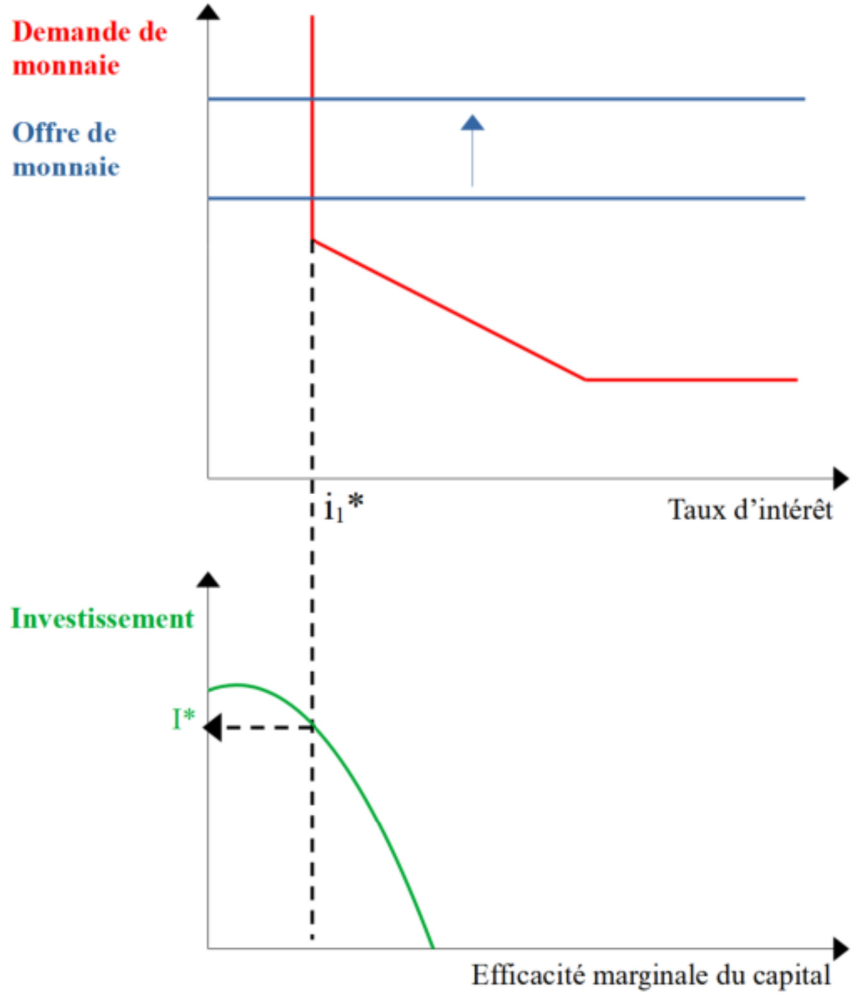
L'Emc est ainsi le taux d'intérêt qui justifie un certain niveau d'I



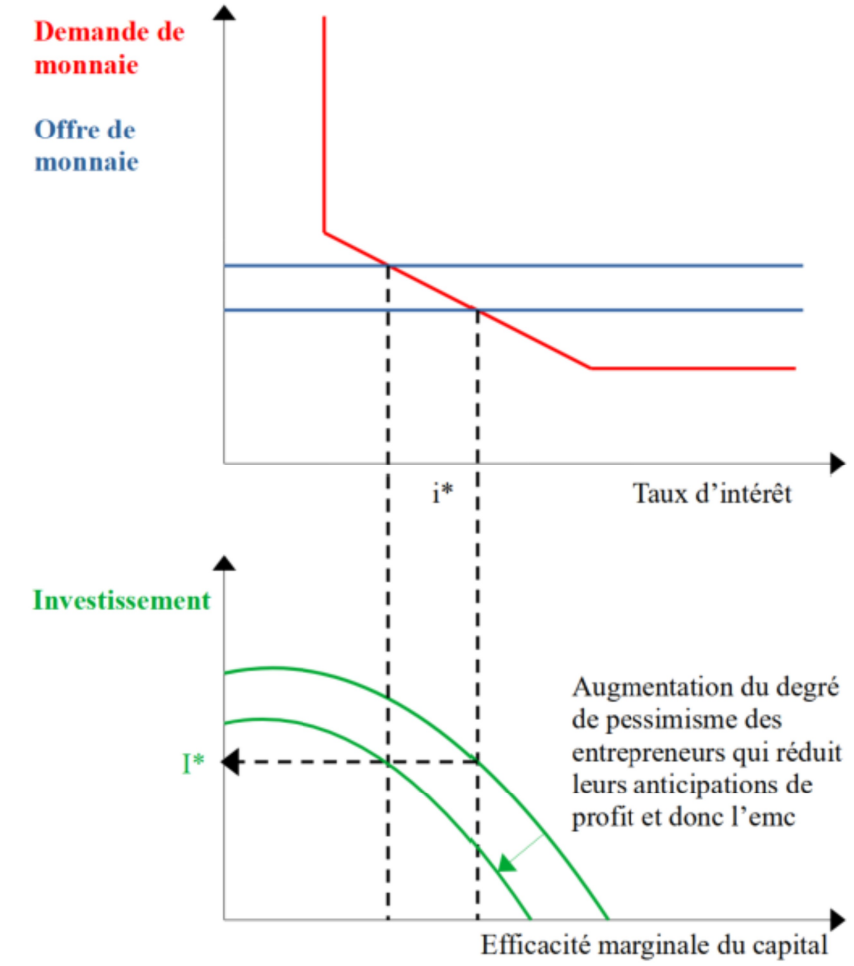
Cette analyse permet de montrer l'efficacité d'une politique monétaire expansionniste dans un contexte de chômage dû à une insuffisance de la demande globale …

… Mais Keynes croyait peu à cette solution pour lutter contre le chômage en cas de crise pour 2 raisons

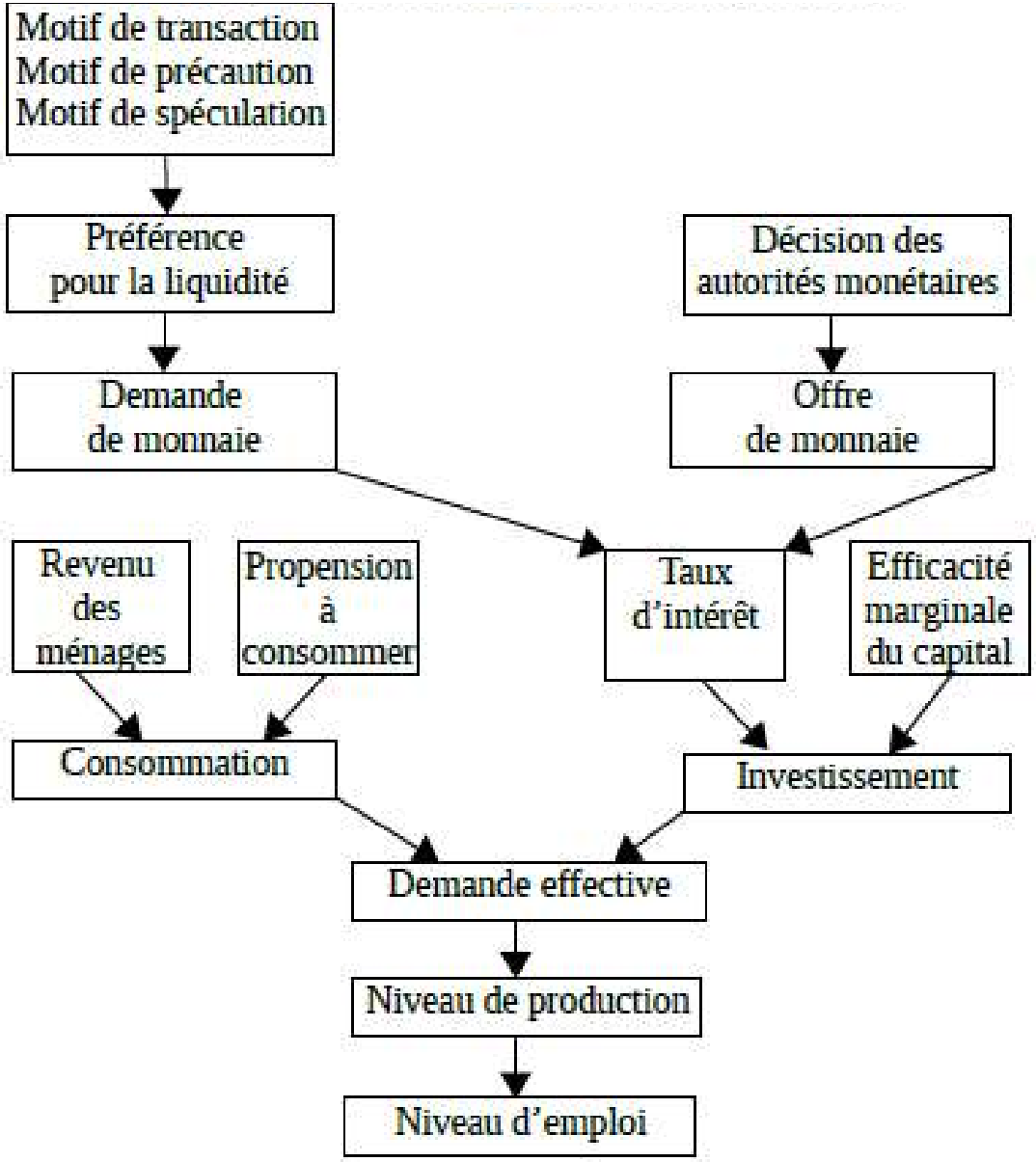
La politique monétaire est sans effet en situation de trappe à liquidité



Une crise se traduit par une augmentation du pessimisme des entrepreneurs



Synthèse de l'analyse keynésienne



Les analyses exogènes

L'analyse de Richard Cantillon

Idée de départ : **La monnaie créée par les banques commerciales ne se diffuse pas uniformément dans l'économie** :

Les crédits vont augmenter la C et l'I de ceux à qui les banques prêtent ce qui fait augmenter les prix de ce qu'ils achètent alors que les prix des autres produits restent constants => Hausse du prix relatif de certains produits, ce qui peut avoir un impact sur la répartition de la production

Son analyse a donné naissance à ce qu'on appelle l'« effet Cantillon » qui est un mécanisme intéressant pour comprendre

1. La crise des subprimes
2. La montée des inégalités aux États-Unis après la crise des subprimes
3. Les 1ers effets de la politique budgétaire de relance de D. Trump soutenue par la politique monétaire de la FED

« Les Banques centrales ressuscitent l'effet Cantillon » BFM Bourse, 7 juin 2020

L’analyse de Friedrich August von Hayek

Économiste libéral qui considère que la libre concurrence sur les marchés permet d’aboutir à un prix d’équilibre qui permet d’égaliser O et D et donc de rendre compatibles entre eux les désirs des offreurs et ceux des demandeurs

=> Le taux d’intérêt est normalement ce qui égalise S et I sur le marché des capitaux

Dans une économie où il n'y a **pas de création monétaire** et où les besoins de financement (I) sont satisfaits par l'S, **les variations du taux d'intérêt permettent de rendre compatibles entre eux**

- **Les désirs des consommateurs** qui arbitrent entre avoir accès à des biens aujourd'hui (C) ou avoir accès à plus de biens demain (S)

- **Les désirs des producteurs** qui arbitrent entre produire des biens de consommation aujourd'hui ou investir (c'est-à-dire produire des biens d'équipement aujourd'hui) pour produire davantage demain

Le problème est que **dans une économie où les BC peuvent créer de la monnaie ce mécanisme d'équilibrage est perturbé ce qui provoque des crises de surproduction :**

↓ **taux réescompte** => ↓ taux d'intérêt => ↑ I et ↑ forcée de S => ↑ des capacités de production

Puis augmentation du taux de réescompte

=> ↓ brutale de I => Crise de surproduction => Déflation et ↑ chômage jusqu'à la disparition des surcapacités de production

Conclusion : La **monnaie** doit être gérée de manière **exogène** ce qui empêchera toute manipulation de la part de la Banque centrale

3. La question de l'efficience des marchés financiers

Eugene Fama, 1970 « Efficient Capital Markets : a Review of Theory and Empirical Works »

2 interprétations différentes de l'EMH (*Efficient Market Hypothesis*) :

1. Un marché serait « efficient » si le prix des titres suit une marche aléatoire, rendant son évolution imprévisible

2. Un marché serait « efficient » si le prix des titres y correspond à leur valeur fondamentale ou intrinsèque, permettant ainsi une affectation optimale des ressources

=> Cette 2nde interprétation du concept d'EMH a donné lieu à des travaux d'économistes pour vérifier sa validité

3.1. Jusque dans les années 1980, la plupart des travaux des économistes valident l'hypothèse d'efficience des marchés financiers

Tests sur les séries temporelles

Enjeu : Tester le caractère aléatoire des variations de cours (*random walk*)

Études d'évènements

Idée de départ : un marché est d'autant plus efficient que le cours des titres y reflète le plus rapidement possible des informations nouvelles

3.2. Mais à partir des années 1980, cette hypothèse est largement remise en cause et des modèles alternatifs sont proposés pour expliquer le fonctionnement des marchés financiers

La remise en cause de l'EMH

Repose sur l'identification d'anomalies dans l'évolution des cours de titres sur les marchés financiers. 4 exemples :

1. L'effet saisonnier et l'effet petite firme
2. L'impact de l'incorporation d'un titre dans les indices
3. Les introductions en Bourse (*Initial Public Offering*)
4. L'excès de volatilité

=> Nécessité de modèles ne reposant pas sur l'EMH pour expliquer les évolutions des cours des titres sur les marchés financiers

Des modèles alternatifs pour expliquer le fonctionnement des marchés financiers

Travaux de la **finance comportementale** : Richard Thaler et Robert Shiller

Hypothèse de départ de ces nouveaux modèles : les **acteurs des marchés financiers sont irrationnels**

- De Bondt et Thaler : Les acteurs financiers qui sur réagissent à l'information passée sont perdants à long terme

- Jedadeesh et Titman : Les acteurs financiers qui sous réagissent à l'information passée sont perdants à court terme

Les modèles de feedback

Ces modèles expliquent la formation de bulles spéculatives sur les marchés financiers à partir de la présence de zélateurs et du biais de *self attribution*.

Les modèles d'obstacles à l'argent intelligent (*smart money*)

- La *smart money* peut déclencher un mécanisme de *feedback positif*
- La *smart money* peut être mise hors jeu par les zélateurs

3.3. Le capitalisme financier est par nature instable

André Orléan

1. Les titres financiers n’ont pas de valeur intrinsèque
2. Il y a une croyance en l’innovation

L'aveuglement au désastre sur les marchés financiers



FAMOUS WRONG GUESSES
IN HISTORY
when all Europe guessed wrong

The date—October 3rd, 1719. The scene—*Hotel de Nevers*, Paris. A wild mob—fighting to be heard. "Fifty shares!" "I'll take two hundred!" "Five hundred!" "A thousand here!" "Ten thousand!"

Shrill cries of women. Hoarse shouts of men. Speculators all—exchanging their gold and jewels or a lifetime's meager savings for magic shares in John Law's Mississippi Company. Shares that were to make them rich overnight.

Then the bubble burst. Down—down went the shares. Facing utter ruin, the frenzied populace tried to "sell". Panic-stricken mobs stormed the *Banque Royale*. No use! The bank's coffers were empty. John Law had fled. The great Mississippi Company and its promise of wealth had become but a wretched memory.

Today you need not guess.

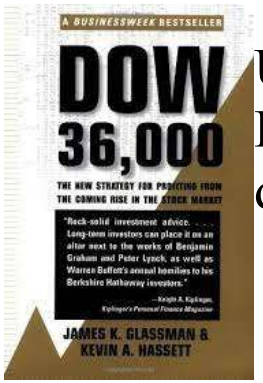
HISTORY sometimes repeats itself—but not invariably. In 1719 there was practically no way of finding out the *facts* about the Mississippi venture. How different the position of the investor in 1929!

Today, it is inexcusable to buy a "bubble"—inexcusable because unnecessary. For now every investor—whether his capital consists of a few thousands or mounts into the millions—has at his disposal facilities for obtaining the *facts*. Facts which—as far as is humanly possible—eliminate the hazards of speculation and substitute in their place sound principles of investment.

STANDARD STATISTICS
200 VARICK ST.

Publicité pour Standard Statistics, publiée dans le *Saturday Evening Post*, 14 septembre 1929.

NB : Standard Statistics a fusionné en 1941 avec Poor's Publishing Company, créant Standard & Poor's, une des trois grandes agences de notation encore aujourd'hui.



Un best-seller de 1999, alors que le Dowjones a terminé l'année juste en dessous de la barre des 12000 points.



Challenges, 3 avril 2008. Ben Bernanke (président de la FED, 2005-2014) en « une », et Patrick Artus, un des économistes les plus renommés en France, directeur de la recherche de la banque Natixis, qui annonce la fin de la crise.