**A] Des agents, des opérations**

1] Les opérations réelles, monétaires et financières

Approche par les agents 🡪 La comptabilité nationale retient un certain nombre d’agents qui ont des comportements économiques spécifiques :

~ Les entreprises (= société et quasi-société) Ces entreprises ont pour fonction économique de produire. Elles vont être à la source de la richesse du territoire économique.

~ Les ménages (= les entrepreneurs individuels) Ils ont une petite production. Leur fonction économique principale est la consommation.

~ Les institutions financières qui ont pour objet de financer les activités.

~ Entreprises d’assurance.

~ Les administrations publiques produisent des services non marchands.

Ces agents vont faire des opérations qui peuvent être réelles, monétaires ou financières.

*Les opérations réelles* : Elles sont les actes économiques qui permettent la satisfaction des besoins. Ce sont les opérations de production, de consommation, d’investissement. Ces opérations ont des liens avec les biens et les services. Toutes ces opérations pourraient être indiquées par des quantités, par des volumes, et non pas par des valeurs. [ Exemple : la production Peugeot c’est tant de voitures produites. ] Ce n’est pas la valeur de l’année qui importe, c’est la quantité. [Valeur = quantité\*prix ] Pour le bien être des agents, l’évolution de valeur doit recouv

rir l’évolution en quantité plus qu’une hausse des prix.

*Les opération financières* : Elles sont les opérations reposant sur un contrat entre deux agents, ce contrat permettant d’utiliser les fonds disponibles d’un agent pour la dépense d’un autre agent. Une opération financière mettra en jeu un créancier (celui qui prête des fonds, ou qui achète un titre) et un débiteur (celui qui emprunte, ou qui vend un titre)

*Les opérations monétaires* : Une opération monétaire constitue toujours la contrepartie d’une opération réelle ou financière.

🡪 J’emprunte de l’argent (opération financière), la banque met de l’argent sur mon compte (opération monétaire)

*L’épargne : un concept à préciser*

Ce concept est ambigu. Tout agent perçoit un revenu : Les entreprises vendent leur production, les ménages perçoivent un salaire, l’administration perçoit également un revenu (= impôt). Ce revenu est pour une part affecté à la consommation. La notion d’épargne correspond depuis l’analyse faite par Keynes à la partie non consommer du revenu.

L’épargne va ensuite être utilisée de deux façons : Epargne – Investissement = Capacité de financement

La capacité de financement pourra ensuite être conservée par l’agent ou prêtée, et donc faire l’objet d’une opération financière.

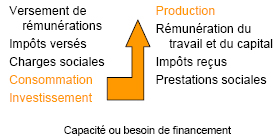
NB : Pour les ménages qui ont des dépenses d’investissement élevé, ceci va se traduire non pas par une capacité de financement, mais par un besoin de financement. Les entreprises en particulier investissent beaucoup et ont souvent un besoin de financement. Par contre, les ménages, en tant que groupe, ont toujours une capacité de financement. Ce sont des agents qui investissent moins que leur épargne.

*Des visions diverses de la réalisation de l’équilibre*

Le courant classique, qui se poursuit à la période contemporaine, par le de monétarisme. Les classiques considèrent que ce qui est important dans l’économie ce sont les opérations réelles. Pour eux, les agents raisonnent en terme réel. Exemple : Le salaire qui est perçu par un travailleur est toujours considérer comme une somme de consommation possible. On fait un arbitrage en terme réel. // Lorsqu’on prête des fonds, on va toujours regarder la consommation que l’on pourrait faire aujourd’hui et la consommation que l’on pourrait faire, du fait du prêt, dans les années à venir.

Au contraire, dans la pensée Keynésienne, on raisonne en terme monétaire. On va beaucoup plus regarder la valeur monétaire et agir en fonction du niveau de ce revenu monétaire. Les agents consomment une part, toujours stable, de leur revenu monétaire. Exemple : 70% de leur revenu sera consommé.

2] L’équilibre budgétaire



Production (= VA) : Elle va permettre d’assurer les ressources des entreprises, et de l’administration publique.

La rémunération du travail et du capital constitue la ressource essentielle des ménages, mais aussi la rémunération des placements faits par les ménages.

Impôts reçus : ressources des administrations publiques

Prestations sociales : ressources des ménages

Ce sont les entreprises et les administrations qui versent des rémunérations.

Les ménages et les entreprises versent des impôts.

Les employeurs versent des charges sociales.

La consommation et l’investissement sont un emploi des ressources.

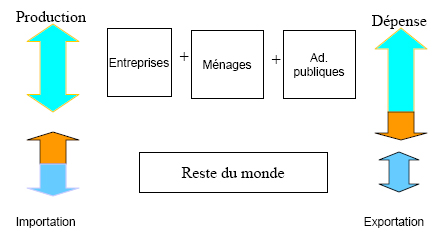
Les administrations publiques ont depuis quelques années de très forts besoins de financement.

Consommations + investissement + production = opérations réelles

Les opérations de répartition disparaissent au niveau global, puisque ce qui est versé par les uns est perçu par les autres.

L’équilibre économique est l’équilibre entre les biens et services mis à disposition ( = production) et la façon dont est utilisée cette production ( = consommation et investissement)

3] Le besoin de financement de la nation



Haut du schéma => équilibre en économie fermée. 🡪 Production = dépense

Dans la dépense ont ajoute à la production et à l’investissement les stocks (= les invendus).

Le reste du monde se manifeste dans l’équilibre avec les exportations et les importations. Quand on a égalité entre importations et exportations, il n’y a aucune incidence de l’ouverture sur l’équilibre interne. Si l’équilibre des échanges extérieurs est assuré (importation = exportation), l’équilibre interne est également assuré. Il n’y a pas de besoin de capacité de financement de la nation.

Le problème se pose lorsque les agents se mettent à dépenser plus que la production interne. Les agents ont une dépense qui excède leur propre production. Pour que les agents puissent avoir une dépense qui excède la production, il faut importer d’avantage. Un excès de dépense interne par rapport à la production interne provoque un déséquilibre extérieur puisque les exportations seront supérieures aux importations. Mais puisqu’ils dépensent plus que ce qu’ils ont produit, cela signifie qu’ils ne respectent pas leur budget. Donc le budget de tous ces agents se traduit par un besoin de financement. Ce besoin de financement signifie que la Nation devra emprunter à l’extérieur.

**B] Analyse du système financier**

Le système financier est indispensable à toute économie, parce qu’il n’y a aucune raison qu’un agent particulier respecte strictement sa contrainte budgétaire. Au niveau des pays, on a fréquemment des situations de déséquilibre extérieur. Le système financier met en relation les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement. A l’intérieur d’une économie, par exemple, il permettra aux ménages de financer les entreprises et l’administration publique. Il permettra aussi au niveau international que les pays, qui ont un excédent économique au niveau des balances de transactions courantes, financent les pays qui au contraire ont un déficit extérieur.

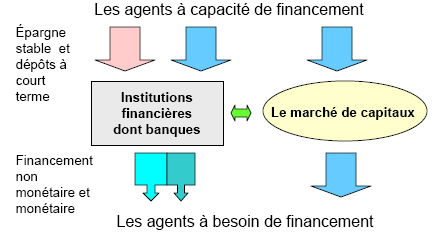
Le système financier est indispensable pour résoudre les problèmes. Il permet le maintient de la croissance économique et le développement des échanges.

Le développement des échanges peut se développer car le système financier est capable de sécuriser les opérations de paiement (c’est le rôle des banque et de la banque centrale).

Le système financier permet la croissance économique car cela favorise les investissements. Il permet les emprunts et les achats de titre.

Pour analyser un système financier, on se sert de concepts.

1] Finance directe et finance indirecte



La relation entre les agents à capacité de financement et à besoin de financement sont importantes. Ces agents doivent se rencontrer et disposer d’outils pour faire des contrats.

Les agents à capacité de financement proposent des épargnes stables (fonds placés) et effectuent des dépôts à courts termes (=> part du revenu de l’agent qu’il conserve pour les dépenses proches, pour avoir des réserves de liquidité).

Les agents à besoin de financement ont besoin de liquidité. Il y a deux types d’instituions qui fournissent l’interface entre agent à besoin de financement et agent à capacité de financement :

~ Les marchés de capitaux : C’est un financement directe. On appelle cela ainsi, car le marché met en relation les agents non financiers qui ont des fonds à placer et les agents non financiers qui veulent emprunter. L’agent à besoin de financement vend un titre contre de la liquidité ( schéma 🡪 flèche bleue = monnaie).

~ Le financement indirecte est assurer par un certain nombre d’institutions financières dont les banques. Ce sont en fait les institutions qui jouent le rôle d’intermédiaire entre les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement. Les agents à capacité de financement n’ont pas forcément envie d’aller sur le marché de capital ( => manque de confiance, somme trop petit ou désir de garder leur liquidité).

Les agents à capacité de financement disposent des fonds et lorsque les institutions de financement les re-prêtent, on parle de forme de financement non monétaire ( => re-prêt de fonds stables) ou de financement monétaire (=> crédit)

3] Notion d’intermédiation

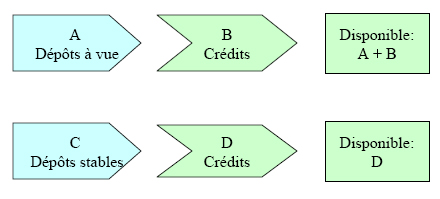
On parle d’économie interne dès lors que ce sont les institutions financières qui sont prédominantes dans le financement. On parlera d’économie de marché de capital quand ce sont les marchés qui assurent l’essentiel du financement.

Les économies de marché de capital sont représentés par les USA, le Canada, ou encore la Grande Bretagne. Les économies plus intermédiée sont des économies comme celle de la France ou du Japon.

La relation entre les institutions financières et le marché rend la notion complexe. Autrefois, c’était beaucoup plus simple, puisqu’il n’y avait presque pas de lien entre les deux.

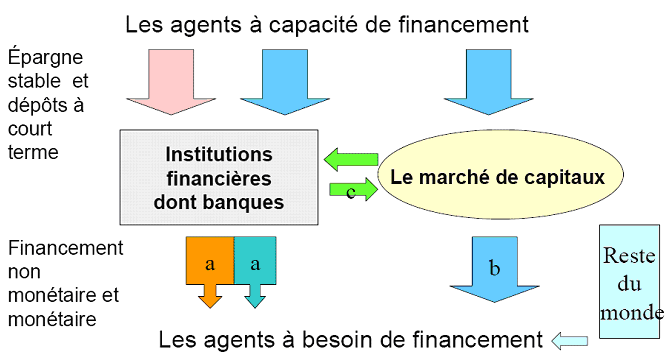
Actuellement, on considère le financement intermédié comme étant tout le financement qui vient directement ou indirectement des institutions financières.

3] Financement monétaire et non monétaire



Financement des institutions financières : Quand les fonds sont déposés dans les institutions financières sous forme de dépôt à vue, la banque peut faire des crédits avec ces fonds. Mais les fonds déposés sont disponibles pour les dépenses de l’agent ayant fait le dépôt. On parle alors de financement monétaire ( => financement effectué parallèlement par des dépôts à vue.)

Dépôt stable de l’agent : La banque octroi des prêts grâce à ces fonds, mais on ne peut pas les utiliser. Ces fonds sont uniquement disponibles pour octroyer des crédits, c’est donc un financement non monétaire, puisqu’on ne crée pas de monnaie.



*Le taux d’intermédiation directe au sens étroit et au sens large*

Le taux d’intermédiation au sens étroit est ce qui vient des institutions financières quand on se positionne au niveau de l’agent à besoin de financement 🡪 (aa’)/total des financements

Le taux d’intermédiation au sens large prend en compte l’activité des institutions financières sur le marché de capitaux. Les institutions financières achètent aussi des titres sur le marché (b). Le taux d’intermédiation au sens large prend donc en compte toutes les activités des institutions financières 🡪 (aa’ + b)/total des financements

*Financement monétaire ou non monétaire*

Le financement est monétaire lorsque les crédits correspondant à ce financement ne bloquent pas les dépôts d’un agent. Tout financement monétaire repose sur les mécanismes de création de monnaie.

Le financement est non monétaire lorsque l’agent à capacité de financement effectue un dépôt, et que ce dépôt est bloqué.

**C] Le rôle des institutions financières**

1] Des institutions diverses

Ces institutions diverses remplissent un triple rôle. Elles vont permettre les opérations de banque, le financement sous forme de crédit, et un accès plus facile au marché des capitaux.

*La Banque de France et le Trésor*

La Banque de France est la banque centrale reliée au Système Européen des Banques Centrale, avec des missions qui sont habituelles dans tous les systèmes financiers du monde : ~ La stabilité monétaire 🡪 La confiance dans la valeur de la monnaie qui passe par la maîtrise de l’inflation et donc la politique monétaire.

~ La stabilité financière 🡪 Il s’agit de sécurisé le système de paiement et l’ensemble du système financier.

~ La Banque de France intervient dans des missions de services publics et d’intérêt général qui lui sont confiés par l’Etat (Exemple : le surendettement des ménages // suivi de l’économie).

Le Trésor est le banquier et le caissier de l’Etat. Il s’occupe des recettes et des dépenses. Il finance le déficit lorsqu’il y en a un (par des missions d’emprunt), et il assure également les découverts.

*Caisse des Dépôts et Consignation*

La caisse des dépôts et consignation collecte des fonds en provenance d’institutions de prévoyance, de retraite, d’organisme d’allocation familiale, sécurité sociale, et des caisses d’épargne. Elle utilise ces fonds pour financer un certains nombre d’opérations fondamentales pour l’économies (exemple : le logement social). Elle permet aussi d’avoir un rôle entre des litiges entre deux agents. (exemple : )

*Etablissements de crédit effectuant des opérations de banque*

~ Banques (y compris la banque postale)

~ Banques mutualistes et coopératives (y compris les caisses d’épargne)

~ Caisses de crédit municipal

Les opérations de banque c’est la gestion des moyens de paiement, la collecte des dépôts, et le crédit. On peut noter l’importance de certain de ces organismes au plan mondial. Le système bancaire français est performant au niveau international. En effet, on trouve sept groupes bancaires français parmi les 100 premières institutions mondiales : Le crédit agricole se situe au 7e rang mondiale, puis BNP Paris bas au 15e rang mondiale, et la société générale 30e rang mondiale. Ces banques ne font pas toutes la même chose. On peut distinguer plusieurs groupes qui ont des comportements à peu près similaires. Il y a trois grandes banques qui se ressemblent de par leurs activités :

~ BNP Paris bas, la Crédit Lyonnais et la Société Générale 🡪 Elles ont toutes les trois une activité internationale et une activité diversifiée.

~ Crédit agricole, Banque populaire, Crédit industriel et commercial 🡪 Banques à vocation générale, plutôt orienté vers une clientèle d’entreprises.

~ Les banques régionales / locales sont environ une 40aine.

~ Banques à vocation de spécialiste ( exemple : spécialisation dans les prêts immobiliers, dans les opérations sur le marché)

Ce qui distingue les banques des banques mutualistes et coopératives est leur statut juridique. De ce fait, elles ont un mode de gestion particulier. Ces établissements de crédit ont la particularité de percevoir des dépôts à vue.

*Les sociétés financières*

Elles font les opérations qui sont prévues dans leur statut. En général, il s’agit de crédit aux particuliers et aux entreprises sur des dépôts qui ne sont pas des dépôts à vue. Elles font un financement non monétaire.

*Les institutions financières spécialisées*

Ce sont des institutions qui ont une mission d’intérêt public. Elles ne peuvent faire que les opérations correspondant à leur mission. Elles ont été créées pour financer une clientèle très particulière.

*Les Organismes de Placement Collectif en Valeur Mobilière*

Le principe est celui d’un organisme écran. C’est à dire qu’on a un organisme qui se présente comme un ensemble de part, et les clients vont acheter une part (une SICAV ou un FCP). Ils fournissent des liquidités à l’OPCVM en échange d’une part de l’OPCVM. Avec ces liquidités l’OPCVM va acheter des titres sur le marché.

Avantage : il est très facile pour la clientèle de récupérer les fonds (🡪 revente de la part de l’OPCVM). C’est ce qu’on appelle un service de liquidité.

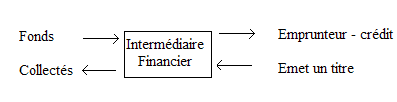
L’OPCVM qui groupe des fonds en fait une grosse somme lui permettant ainsi d’investir sur le marché des sommes très importantes. Il peut donc obtenir du marché un rendement important et relativement stable.

*Les sociétés d’assurances*

Les assurances décès et assurances vie se sont beaucoup développées en France. En effet, les ménages français détiennent 30% de leur patrimoine financier sous forme de placement en assurance. Les fonds collectés par les assurances se retrouvent sur le marché de capitaux. Elles acquièrent des titres sur le marché. …. essentiel pour l’économie 47 min. Les sociétés d’assurances souscrivent énormément d’obligations.

Toutes ces institutions collectent des fonds et les replacent. On voit apparaître à travers ces institutions les deux fondamentaux d’intermédiaire financier.

L’intermédiaire financier est un organisme qui collecte des fonds en échange d’une possession de titre. L’intermédiaire financier va re-prêter ou placer en échange d’un titre.



Les épargnants répugnent bien souvent à immobiliser de l’épargne pour une période longue. Ils veulent pouvoir récupérer leur argent. L’épargnant recherche donc des placements plus courts que ne le souhaiterait les emprunteurs. L’intermédiaire va récolter de l’épargne courte et va re-prêter pour une durée plus longue. Sans intermédiaire financier les épargnant refuseraient les propositions des emprunteurs. 🡺 C’est ce qu’on appelle la transformation.

2] La loi bancaire de 1984 et le code monétaire et financier

Ce qui faisait la trame du système financer avant 1984 était le principe de la spécialisation. Il y avait des barrières étanches entre les établissements, chaque type d’établissement devant effectuer des opérations particulières. On avait des banques de dépôt qui recevaient les dépôts à vue, et qui prêtaient à court terme. Puis, il y avait les banques d’affaire qui étaient spécialisées dans le financement des entreprises à long terme en prenant des participation dans ces entreprises (🡪 elles travaillaient sur ressources stables). Enfin, on trouvait les banques de crédit à moyen et long terme. (🡪 Elles travaillaient également sur ressources stables).

Cette spécialisation s’est atténuée dans les années 1960 sous la pression des besoins des entreprises. En 1960, l’économie française s’est ouverte et les entreprises ont eu besoin d’un financement important pour se développer, investir, pour préparer leur expansion à l’extérieure. Il y avait à ce moment là une contradiction puisque les entreprises avaient besoin de crédit à moyen / long terme et devaient pouvoir revendre leurs titres. Mais les ménages avaient une préférence pour les banques à dépôts qui ne pouvaient accorder que des crédits à court terme. Les banques d’affaires et de crédit à long terme étaient bloquées puisqu’elles n’avaient pas assez de placement. Dans les années 1980, il a donc fallu modifier ce système. La loi bancaire de 1984 a créée la notion d’établissement de crédit, qui regroupe les banques, les sociétés financières et les institutions financières. Ces établissements de crédit doivent être accrédités, et après agrément, les établissements peuvent effectuer toutes les opérations de banques s’ils le souhaitent ou bien, par choix, restreindre leur activité (ce qui est le cas des établissements qui s’inscrivent comme sociétés financières ou institutions financières). La loi bancaire de 1984 a été modifiée parce qu’il a fallu adopter certaines directives européennes.

Le code monétaire et financier entré en vigueur en 2001 a repris les dispositions de la loi bancaire et la dénomination d’établissement de crédit permettant une distinction entre banque, société financière et les institutions financières. Tout établissement qui reçoit l’agrément d’établissement de crédit pourra faire les opérations de banque, mais seules les banques peuvent recevoir des dépôts à vue. La banque va gérer les fonds. Elle met à disposition de clientèle des moyens de paiement, et, en particulier, seuls les établissements de crédits peuvent émettre de la monnaie électronique.

**/!\** Monnaie ≠ Support de paiement 🡪 La monnaie c’est le titre de créance qui est incorporé dans un support. Exemple : monnaie électronique = somme dont on peut disposé à l’aide d’une carte.

Opération connexe 🡪 ce sont des opérations de conseil en matière de crédit

Opération de prise de participation dans les entreprises

La conséquence de cette évolution est l’accentuation de la concurrence entre banques, entre banques et autres établissements de crédit, et entre les établissements de crédit et le marché de capitaux. Cela a pour conséquence une diminution sensible du coût du crédit et une marchandéisation du coût du crédit. Les banques adaptent leur taux d’intérêt en fonction des conditions qu’on pourrait au même moment sur le marché de capitaux.

3] L’évolution du financement intermédié

Dans les années 1970, l’économie française était qualifiée d’économie d’endettement. La majeure partie des financements étaient obtenus au près des intermédiaires financiers sous forme de crédit. Les besoins sont couverts par le crédit, mais ce crédit n’est pas simplement de la transformation de l’épargne. C’est l’utilisation de l’épargne (financement non monétaire) mais c’est aussi de la création de moyen de paiement (financement monétaire). Ce système va peu à peu se transformer pendant les années 1980. Les entreprises vont de plus en plus s’adresser au marché de capitaux, et les ménages vont de plus en plus effectuer des placements en titres par l’intermédiaire des OPCVM ou des organismes d’assurances vie. Le taux d’intermédiation de l’économie a fortement diminué. On a actuellement au sens large un taux d’intermédiation de l’ordre de 59% et au sens stricte un taux d’intermédiation de l’ordre de 40% ; Ce qui est beaucoup moins qu’en Allemagne où le taux d’intermédiation au sens stricte est de l’ordre de 70% , et qu’aux USA où le taux d’intermédiation est de 45% et même chose pour l’Angleterre.

On est passé d’une économie très fortement intermédieé, à une économie qui laisse une part importante au marché.

On parle d’économie de marcher quand l’essentielle transite par les marchés de capitaux (🡪 USA, RU). C’est un système de financement qui respecte l’équilibre économique. C’est un financement qui ne peut fonctionner que si l’épargne des uns est suffisamment importante pour financer l’épargne des autres. Ce financement est non-inflationiste (à droite sur le schéma)

On parle d’économie de crédit lorsque le rôle des institutions financières est premier dans le *mode de financement* global. Elle collecte de l’épargne stable et re-prête de l’épargne stable. Ici aussi cela respecte l’équilibre financier.

Dans une économie d’endettement on a une économie de crédit mais en plus les institutions financières rajoutent des moyens de paiement sous forme de création de monnaie pour satisfaire les besoins d’investissement. Ce déséquilibre se résout soit par de l’importation soit par de l’inflation. Il y a un risque d’inflation, puisque ce qui est disponible est la somme des dépôts à vue en plus de la somme prêtée par les banques.

Les banques créent de la monnaie mais avec une exigence. Cette exigence se traduit par une dépendance de ces banques commerciales vis-à-vis de la banque centrale. Dès lors qu’une banque crée de la monnaie, elle devrait se procurer de la monnaie provenant de la banque centrale.

La banque centrale va avoir un pouvoir sur l’ensemble du financement de l’économie qu’elle n’a pas dans une économie de marché.

Dans les années 1980, cette économie d’endettement évolue et tend à devenir une économie de marcher de capitaux. Mais cela ne signifie pas que la France a basculé totalement vers ce type d’économie, il n’y a jamais de financement exclusif par le marché de capitaux. Les institutions financières restent indispensables parce que les crédits bancaires sont un substitue face au financement par les marchés. En effet, les marchés de capitaux peuvent disparaître. Les institutions financières utilisent les supports qui leur permettent de drainer l’épargne des agents à capacité de financement, en leur proposant des placements relativement sûr qui leur correspondent le mieux possible. Les institutions financières vont maintenir les confiances des épargnants. Face à une hausse de l’incertitude économique, plus aucun agent à capacité de financement ne voudra investir sur le marché de capitaux. Mais les institutions financières vont relever les taux d’intérêts avec l’idée que plus la conjoncture est risquée plus l’investissement doit être rentable.

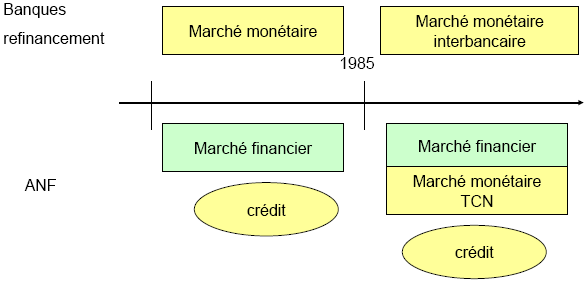
Cette économie d’endettement se transforme dans les années 1980, mais l’endettement reste important en France. Ceci étant, avec l’ouverture sur les marchés de capitaux, les institutions financières développent leur propre intervention sur les marchés de capitaux. Après 1980, pour la poursuite de leur activité, les banques vont développer des activités supplémentaires sur le marché de capitaux. C’est-à-dire qu’en plus de l’épargne collectée directement des agents à capacité de financement, elles vont émettre des titres sur le marché pour drainer de l’épargne supplémentaire. Elles vont également être offreur de capitaux sur le marché des capitaux, elles vont effectuer des prises de participation et des placements sur le marché de capitaux. On a un système transversal entre finance directe et indirecte.

**D] Le marché de capitaux**

Il ne faut pas perdre de vue que les financements ne passent pas forcément par le système financier. Il y a toute une part du financement qui échappe aux statistiques parce que c’est du financement interne. Les entreprises et les ménages s’autofinancent largement.

Le marché de capitaux est unifié en France depuis les années 1980. Le vieux schéma entre le marché monétaire et le marché des titres à long terme reste dans les esprits

*1] Marché monétaire et le marché des titres à long terme*



Le marché monétaire et le marché des titres à long terme repose sur une distinction historique entre financement de courte durée et financement de longue durée.

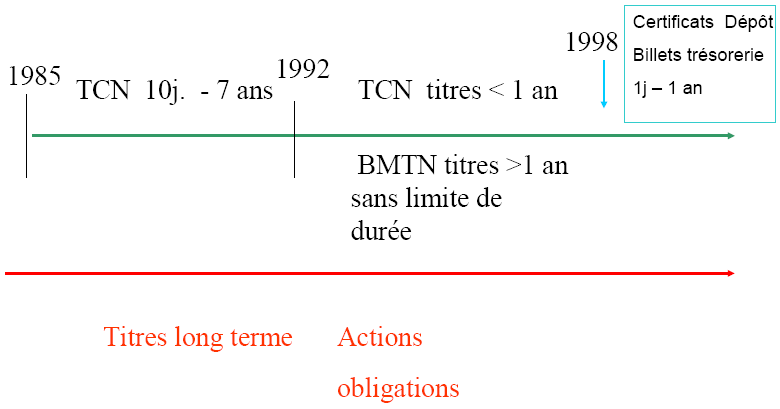
Avant 1985, les ANF avait deux moyens de répondre à leur besoin de financement :

~ Pour le financement à long terme 🡪 Le marché des titres à long termes sur lequel les entreprises peuvent émettre des actions ou des obligations. L’action est un titre représentatif d’un droit de propriété dont la durée correspond à la durée de vie de l’entreprise. L’obligation est un titre de créance, elle est représentative d’un prêt ; à l’époque la durée minimal d’une obligation était de 7 ans. C’est un titre parfaitement spécifier par un contrat.

~ Les besoins de financement à court ou moyen terme étaient assurés par le crédit des institutions financières. De plus avant 1985, les épargnants n’allaient que très peu sur le marché financier. Donc même pour les besoins à long terme, les entreprises n’avaient pas suffisamment de moyens de financement (🡪 endettement au près des institutions financières avec par exemple deux fois 5 ans).

Le marché monétaire (court terme) existait depuis la fin des années 1960, mais il n’existait que pour les institutions financières et servait principalement à un refinancement des banques. C’était donc le lieu de relation privilégiée entre les banques et la banque centrale.

En 1985, le marché monétaire des seules institutions financières est devenu un compartiment du marché monétaire (🡪 compartiment inter-bancaire). Le marché monétaire a été ouvert à tous les agents en proposant pour le financement des titres de créances négociables. On se retrouve après 1985 avec un marché financier qui propose toujours des titres long, et un marché monétaire qui propose des titres de créances négociables. Ces derniers sont des titres qui, comme les obligations, sont représentatifs d’un prêt remboursable et dont la rémunération est fixée par contrat libre. Au départ, c’est un marché à court terme qui concurrence le financement à court terme des banques ; et qui a été modifié en 1992 et en 1998.



La durée moyenne d’une obligation a été abaissée à 5 ans. Le marché des titres long a donc une durée qui s’est raccourcie. Dès 1985, on peut trouver sur les marchés un financement de n’importe quelle durée. En 1992, on a transformé la situation en faisant des TCN spécifiquement inférieure à un an sur le marché et on a créé des Bons à Moyen Terme Négociable qui vont de 1 ans à l’infini. En 1998, le marché des TCN a été rationalisé en laissant subsister deux supports : les certificats de dépôt principalement pour les institutions financières et les billets de trésorerie pour les entreprises. L’intérêt de ce développement est la concurrence et l’arbitrage. La concurrence est évidente à l’intérieur de ces supports de financement. L’arbitrage signifie qu’on va choisir le mode de financement le moins cher et le plus adapté aux besoins des entreprises. Si une entreprise a besoin d’un financement pour deux ans, elle a le choix d’émettre des TCN pour 1 an puis d’en émettre à nouveau l’année prochaine, ou émettre un BMTN 🡪 l’entreprise prendra ce qui est le moins cher pour elle. Ce qui met en concurrence le marché des titres longs et celui des titres courts. Il va donc y avoir des phénomène de report de l’épargne des marchés des titres longs vers celui des titres courts et vise versa.

*Apparition de risque nouveau*

Pour que le marché fonctionne, il faut qu’il soit efficace, mais aussi qu’il assure la liquidité de l’épargne. Si on veut drainer de l’épargne vers les marchés de capitaux et notamment vers les marchés des titres à longs termes, il faut que les épargnants ne soient pas bloqués pour une durée trop longue. Il y a un désire pour les épargnant de récupérer leur épargne à court terme. Il faut que l’épargnant puisse revendre son titre. Il faut donc que le marché assure la liquidité des titres. Le marché doit alors organiser la revente des titres. Dès lors, on va distinguer deux notions pour les marchés de capitaux : la notion de marché primaire, permettant le financement et la notion de marché secondaire, permettant d’assurer l’évaluation et la revente des titres. Quand on dit que les marchés financent les ANF, il s’agit du marché primaire. Cela signifie que les ANF qui agissent sur le marché pour trouver un financement, émettent des titres. Le marché primaire c’est le marché où l’ANF, ou l’Etat, les collectivitsé locales, les entreprises, vont proposer des titres contre des liquidités. Cela permet donc un financement nouveau du système économique. Ce financement nouveau se fait pour les sociétés avec appel public à l’épargne ou bien sans appel public à l’épargne.

L’appel public à l’épargne signifie que la société émet un avis financier en annoncent l’intention de l’entreprise qui veut émettre tant de titres à telles conditions. Cela concerne très peu d’entreprises (actuellement à peu près 700 sur 3 millions entreprises qui sont cotées).

Le marché primaire est très important pour le développement de l’économie.

Sur le marché secondaire on trouve : Le premier marché, le second marché, le marché libre, le marché obligataire et le marché des TCN. Ce sont des marchés secondaires de reventes.

Les trois premiers sont dits « marchés réglementés », c’est ce qui correspond à la bourse des valeurs. Ce sont des marchés extrêmement surveillés. L’inscription résulte d’exigence en terme de structure du capital de l’entreprise. Le premier marché est la bourse de valeur traditionnel ; le second a été créé en 1983 pour permettre l’acclimatation des entreprises à la bourse de valeur (🡪 moins exigent en terme d’ouverture du capital) ; le nouveau marché a été ouvert en 1996 et est réservé aux entreprises innovantes à très forte croissance ; et le marché libre concerne toutes les entreprises qui veulent revendre leur titres mais qui ne sont pas inscrites (🡪 on va avoir des opération ponctuelles, contrairement aux autres marchées où ce sont des opérations continuelles)

Le marché obligataire est un marché de revente des obligations.

Le marché des TCN étant un marché de titre très court, il y a très peu de revente. La liquidité n’a donc pas la même nécessité que sur les autres marchés.

Tous ces marchés évaluent la valeur d’un titre. Cette évaluation se fait en fonction de l’offre et de la demande. C’est une façon pour le détenteur de voir son épargne se valoriser ou se déprécier en fonction des résultats économiques. On aura alors des comportements visant à acheter au plus bas et vendre au plus haut. Ces comportements sur le marché financier vont se traduirent par des fluctuations importantes des cours. Les mouvements dus aux comportements des agents vont amplifier les mouvements dus aux fondamentaux de l’économie. On a sur ces marchés des variations dues à des causes réelles, et des variations qui s’ajoutent dues à des causes financières (🡪 le comportement des agents cherchant à maximiser leurs gains). Evidemment ceci crée des risques pour l’économie. Ces risques sont amplifiés par l’interdépendance qui s’est produit à partir, des années 1980, entre les institutions financières et le marché. Dès l’instant où les institutions sont présentes sur le marché financier, en cas de crise, celle-ci touche aussi le marché des biens réels ??

On assiste actuellement à une phénomène appeler Globalisation. C’est l’intégration croissance de tous les marchés internationaux du fait également de l’ouverture de ces marchés aux investisseurs et aux emprunteurs étrangers. Non seulement le marché est ouvert sur les institutions financières, mais aussi à tous les marchés internationaux de capitaux et donc l’instabilité sur un marché de la planète peut se transmettre à l’ensemble des marchés.

Caractéristiques des marchés en France :

~ Part importante des titres de créance dans le financement global. Le marché financier français est majoritairement obligataire.

Le marché de TCN a explosé dans la deuxième moitié des années 1980. Tout de suite ce marché a connu un grand succès puisqu’il a été multiplié par quatre entre 1980 et 1990.

Il y a aussi une évolution très sensible du marché obligataire pour différentes raisons. La réglementation concernant les obligations a été assouplie. La durée minimale d’intérêt obligataire a été abaissée à 3 ans, et les procédures de titres obligataires ont été simplifiées.

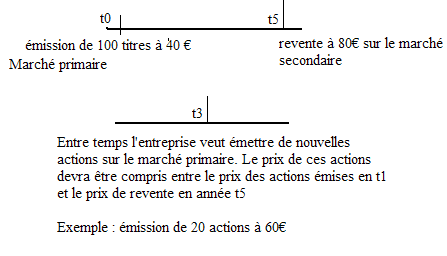
La place de l’Etat. L’état est un emprunteur important ces dernières années. La dette de l’Etat est importante. Cette dette prend la forme de l’émission de deux grandes catégories de titres. D’une part l’Etat se finance en émettant des Obligation Assimilable du Trésor. Ce sont des titres longs. D’autre part l’Etat se finance par les bons du trésor négociable qui sont des titres courts. Il y a deux catégories de bon du trésor : les Bon du Trésor à Taux Fixe sont des titres courts qui financent la trésorerie de l’Etat, et les Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel (BTA), qui sont émis pour deux ans.

Du point de vue des entreprises, l’émission des titres de créance a été facilité part la création de titres hybrides. Ils permettent d’éviter pour les entreprises le remboursement des titres obligataires. Le gros inconvénient des obligations pour les entreprises est de devoir rembourser sa dette en trouvant des fonds. Il va y avoir des obligations convertibles (remboursables en actions).

~ Le rôle accru des agents non résident. Parmi les non résidents c’est la zone euro et les USA qui sont les détenteurs des entreprises françaises les plus importantes. Des non résidents vont émettre des titres en France et souscrire des titres d’entreprises installées sur le territoire. Cette ouverture du marché des capitaux date des années 1990, ce qui se traduit par un phénomène de globalisation. C’est-à-dire des liens entre les marchés financiers de toutes les Nations du monde.

Au final, le marché de capitaux occupe cependant une place comparativement réduite dans les financements et les placements des ménages. Le système financer français n’a pas complètement basculer vers un système financier du type anglo-saxon. Il reste très largement un système mixte où la place du crédit est encore importante. Cela se traduit par des évolutions assez contrastées au fil des années. La place du marché de capitaux augmente ou se réduit d’années en années dans l’ensemble des financements selon les conditions qui prévalent au niveau des taux d’intérêts (= coût du crédit) et selon les cours de Bourse. Il y a des années où les cours sont favorables aux financements des entreprises et d’autres années où ce n’est pas le cas.

Il faut rappeler que l’émission d’action par une entreprise se fait à un prix qui est fixé de la manière suivante :



Si le cours de la Bourse s’effondre, le prix des actions émises en t3 sera peu élevé, ce qui n’est pas avantageux pour les entreprises. Ces dernières préfèreront alors recourir au crédit.

Dans les placements des ménages, les institutions financières restent très importantes puisque les ménages ne vont pas directement sur le marché de capitaux.

Néanmoins, le marché de capitaux a vraiment un rôle spécifique important dans l’économie ; en particulier dans ce rôle d’évaluation de la performance des entreprises (rôle du marché secondaire). Cela permet de drainer les ressources financière vers les secteurs les plus performants, ce qui permettra à ces secteurs de se développer davantage.

~ Une place comparativement réduite dans les financement des entreprises et les placements des ménages. La majorité du patrimoine des ménages sont des actifs non financiers, ce sont des actifs réels (🡪 patrimoine immobilier) Quand ils détiennent des titres c’est par le biais des OPCVM.

***Thème 2 : La monnaie***

**A] Nature et fonction de la monnaie**

*1] La monnaie : une créance et une dette*

C’est la nature de la monnaie qui nous questionne. Ce concept de monnaie dépasse les instruments utilisés. La nature de la monnaie, fondamentalement, est de permettre l’extinction de la dette née dans l’échange. Cela nous permet de différencier la monnaie des supports utilisés. Dans un certain cas, le support utilisé dans les paiement est aussi de la monnaie (c’est le cas des billets et des pièces). Mais ce n’est pas toujours le cas. Si on règle un achat avec un chèque, l’extinction de la dette ne se produira que lorsque le transfère de compte à compte aura été réalisé. La monnaie est le dépôt à vue qu’on utilise par l’intermédiaire du chéquier. Historiquement, plus la monnaie s’est dématérialisée, plus il y a eu distinction entre le support et la notion de monnaie. Dans la monnaie électronique (carte monéo) on retrouve l’amalgame entre la monnaie et le support puisque la carte est chargée en monnaie et elle se vide de sa monnaie lorsqu’on l’utilise.

Toute monnaie constitue une créance sur un organisme financier. Ce dernier ayant émis cette monnaie. Dès l’instant où il y a dématérialisation de la monnaie (ce qui est également le cas pour la monnaie fiduciaire) c’est-à-dire que la valeur réelle du support n’a rien à voir avec la valeur nominale, la monnaie apparaît alors comme une créance sur l’organisme qui l’a créé. La monnaie fiduciaire est une créance sur la banque centrale et les dépôts à vue sont une créance sur la banque commerciale. La nature de la monnaie est modifiée lorsqu’on change la nature de la créance. Exemple : si on retire des billets au distributeur automatique. Avant on avait une créance sur une banque, et quand on sort les billets du distributeur automatique, on a une créance sur la banque de France. Il faut distinguer la monnaie banque centrale (= les billets) et la monnaie privé (= les dépôts à vu).

La notion de monnaie repose sur la confiance, et cette notion reste plus que jamais essentielle dans notre système économique. La confiance fonde l’idée même de monnaie. Pourquoi accepte-on de détenir des bouts de papier ? Parce qu’on est persuader que personne les refusera en paiement. La confiance vient de cette assurance de pouvoir utiliser la monnaie pour assurer les échanges partout dans une communauté de paiement. Cette confiance repose sur le cours légale 🡺 tous billets est imprimé avec une certaine valeur 🡪 obligation de considéré tel bout de papier pour une valeur de 10€ et tel autre bout de papier pour 50 € ) et le cours forcé 🡪 le commerçant va accepter ce mode de paiement. Pour les monnaies bancaires, on accepte d’ouvrir des dépôts à vue parce qu’on est persuader de pouvoir utiliser notre avoir à tout moment. On retrouve la confiance de la monnaie fiduciaire dans la monnaie scripturale à condition que le système bancaire soit organisé de façon fiable et qu’il existe une institution au dessus de ce système bancaire qui garantisse sa stabilité. C’est la Banque Centrale qui est garante de l’ensemble du système parce qu’elle constitue le préteur en dernier ressort. Le risque d’une banque privée c’est de ne pas pouvoir rembourser ses clients, s’ils désirent tous en même temps retirer leur dépôt en billets. Si comme c’est le cas dans nos systèmes financiers, les banques peuvent alors se retourner vers la Banque Centrale pour obtenir cette monnaie banque centrale, le risque de faillite disparaît. Mais la Banque Centrale va éviter que les banques soient dans des situations critiques.

*2] Les fonctions traditionnelles de la monnaie*

A quoi sert la monnaie ? Pourquoi existe-t-elle ?

Les fonctions sont reconnues par tous, et sont au nombre de trois :

~ La monnaie est un instrument de mesure de la valeur. On va évaluer la valeur des différents biens et services en monnaie et c’est ce qui nous permet d’avoir un système de prix nominaux. La monnaie permet une évaluation cohérente de la valeur des biens et permet de les comparer entre eux. Ceci est extrêmement important pour le développement des échanges puisque cela facilite les arbitrages ; Cela permet de passer d’une économie de troc à une économie monétaire. La monnaie est un bien particulier qui sert de référence à tous les autres.

~ La monnaie est un instrument d’échange, puisqu’au delà de la simple mesure de valeur des biens, la monnaie sert d’intermédiaire. L’évolution des échanges est donc fondamentalement liée à la monnaie. Ceci implique un gain considérable en terme de temps, d’information, ce qui favorise la croissance de l’économie. Pour pouvoir remplir cette fonction, il faut que la monnaie soit évidemment divisible et facilement transférable. Dans un système financier, ce qui est important est la gestion de moyen de paiement. En passant à des transfères électroniques, il faut un organisme qui soit capable d’assurer la vérification et la sécurisation des transfères (🡪 rôle important de la Banque Centrale).

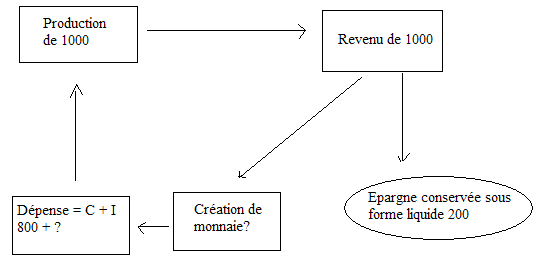
~ La monnaie est un instrument de conservation de la valeur. C’est une fonction très importante puisque cela permet à un agent de se situer dans le temps. On peut percevoir un revenu à un moment donné et le dépenser à un autre moment (on peut épargner puis consommer ou investir plus tard). La monnaie a la caractéristique d’offrir une stabilité totale de la valeur nominale.

La notion de monnaie repose donc sur ces trois fonctions. On dira qu’il y a monnaie lorsque ces trois fonctions sont remplies. Ceci étant, il y a d’autres instruments financiers qui rempliront certaines de ces fonctions. Ces fonctions seront essentielles pour délimiter entre différents actifs ce qui est de la monnaie et ce qui n’en n’est pas.

Pourquoi détenir cette monnaie ? Pourquoi a-t-on besoin de conserver de la valeur et pas des actifs financiers qui produisent de la valeur?

Les agents veulent la détenir parce que la monnaie rend des services, et protège contre le coût de l’illiquidité (contre le fait de ne pas avoir d’instrument à utiliser dans les paiements). Si on ne possède pas de monnaie pour faire un achat on est obligé de revendre un avoir et de l’utiliser ensuite dans les paiements.

*3] La monnaie dans le processus de croissance*



🡪 La monnaie constitue une fuite hors du circuit économique. Cette fuite peut entrainer des crises économiques importantes. Dans la dépense, on a la consommation et l’investissement. Il n’y a aucun lien systématique entre la monnaie détenue par les agents et la création de monnaie. C’est pas parce qu’on détient 200 de monnaie qu’il y aurait 200 de création de monnaie. S’il y a plus de création de monnaie supérieure à 200 (400 par exemple) les agents dépenseront 800 + 400 =1200, donc la production sera insuffisante 🡪 risque d’inflation.

La création de monnaie est indispensable. Ici on a le circuit sur une année, mais il faut voir la création monétaire dans une perspective dynamique. Si la croissance est soutenue, on produira plus. Pour ce faire, il faudra anticiper sur la croissance future ce qui permettra l’investissement qui est à la base de cette croissance.

**B] Les actifs monétaires**

Ce point est une réponse au problème de l’économie : comment dans les placements des agents faire la différence entre ce qui est de la monnaie et ce qui est de l’épargne placée. On ne peut pas séparer de façon clair dans tous les avoirs des agents ce qui est de la monnaie et ce qui n’en n’est pas. Les agents peuvent détenir des billets ou des pièces, des dépôts à vue (plus de 2 ans) ou peuvent placer des dépôts à terme, des dépôts avec préavis (plus de 3 mois) avoir des titres de créance, ou encore des OPCVM…

*1] La liquidité des actifs*

*fiche 2*

Un actif est un élément du patrimoine. On distingue les actifs financiers des autres actifs, notamment des actifs immobiliers. On peut considérer les actifs selon leur degré de liquidité. Cette liquidité dépend de la conservation de la valeur. La liquidité d’un actif c’est sa capacité à être utilisé dans les paiements.

Les billets et les pièces ont une liquidité directe. Les dépôts à terme et avec préavis sont des liquidités partielles. Ils seront facilement convertibles en moyen de paiement. Les pensions, OPCVM et titres de créances sont moins liquides, car ils sont plus difficiles à transformer en moyen de paiement (il va falloir les revendre avant de les utiliser comme moyen de paiement). En ce qui concerne les actions, leur liquidité est problématique (puisqu’on n’est pas sûr de réussir à trouver un acheteur). Cette liquidité est liée à la conservation de la valeur. Parmi ces actifs, certains conservent parfaitement la valeur et d’autres ont une valeur qui fluctue selon leur prix de revente. Les billets et les pièces, les dépôts au près des institutions financières conservent la valeur. Par contre les titres ne conservent pas la valeur.

Toutes ces remarques permettent d’envisager une partition dans les actifs des agents entre la monnaie, les actifs monétaire et les actifs non monétaire.

*2] La masse monétaire*

C’est une notion utilisée par les banques centrales, qui cherchent à mesurer la capacité de dépense des agents à un moment donné. Pour savoir ce que les agents peuvent dépenser on va regarder dans tous leurs placements qu’est-ce qui correspond à un comportement d’attente de dépense. On va s’interroger sur les motivations des agents à détenir tel ou tel actif, et définir à partir de là des agrégats de monnaie.

Les différents agrégats monétaires :

~ Le bloc M1 est la monnaie proprement dite. Il est parfaitement liquide et conserve parfaitement la valeur. *On admet que ce bloc correspond à une attente de dépense.*

~ Le bloc M2 est constitué de la monnaie et des actifs qui ont potentiellement un lien fort avec la dépense. C’est-à-dire que les agents risquent de vider les dépôts à terme et les dépôts à vue pour faire des dépenses.

~ Le bloc M3 est la masse monétaire 🡪 M1+M2 + titre à court terme détenu par les agents. On peut penser qu’il y a la une source potentielle de dépense. Mais il est évident que sur ces trois actifs (pensions, titres d’OPCV et titres de créance), il y en a une très grande partie qui sont détenus dans le but d’être placés. C’est l’agrégat qui sert de base pour la préparation de la politique monétaire. Il est sensé représenté une potentialité de dépense pour les agents.

Cette notion de masse monétaire regroupe des actifs qui répondent à deux types de préoccupations : conserver des liquidités dans le but de les dépenser dans un avenir proche, ou détenir des actifs pour se prémunir contre les risques d’actifs sujet à des variations de la valeur en capital (exemple : titre en valeur mobilière). On a une préférence pour la liquidité, parce qu’on a plus confiance en les titres du marché. Les agents craignent une baisse de la valeur des titres, ils vont donc essayer de revendre ces titres avant que la valeur ne baisse. Chaque fois qu’il y a une crise financière, il y a une fuite devant les titres et tout le monde essaie de mettre son épargne à l’abri en détenant de la liquidité.

Ceci implique une grande incertitude quant à l’utilisation de cette masse monétaire. Cette dernière n’a pas de lien strict avec la dépense. Simplement, elle représente une potentialité de dépense. Ce n’est pas en mesurant la masse monétaire que l’on peut déterminer les dépenses futures des agents, et donc l’équilibre macro-économique. Cependant, comme il y a, avec cette notion de masse monétaire, cette idée de pouvoir de dépense les autorités monétaires vont surveiller de très près cette détention d’actifs pour éviter que ne se produise un déséquilibre majeur entre la dépense et la production. Ce qui serait le cas si les agents qui ont des potentialités importantes de dépense cherchaient à acheter des biens, alors que la production est limitée. C’est donc pour éviter l’inflation qui résulterait de ce déséquilibre macro-économique que l’on surveille la masse monétaire.

Par ailleurs, on peut ajouter un autre élément qui fait que la masse monétaire n’est pas automatiquement liée à la dépense. Cet autre élément c’est la vitesse de circulation de la monnaie. Si on prend la monnaie au sens stricte, M1 représente un stock de moyen de paiement dans un espace économique. Ce stock ne sera pas utilisé qu’une seule fois, il va circuler entre les agents. La monnaie n’est pas détruite par l’usage. Plus ces actifs monétaires circulent, plus la dépense globale est importante. La dépense peut augmenter même si la quantité de monnaie disponible n’augmente pas, lorsqu’on se place à l’intérieur d’une période de temps.

On va essayer de limiter la dépense des agents de façon détournée. Tout accroissement de la masse monétaire augmente les dépenses potentielles des agents ; on va donc essayer de limiter cette masse monétaire.

**C] La création de monnaie**

La monnaie crée est pour l’essentiel par les banques. Il y a des limites à la création monétaire qui seront nécessairement présenté par la notion de liquidité du système monétaire

*1] Le comportement d’une banque*

Une banque collecte des ressources stables. Elle offre à sa clientèle un certains nombres de supports qui sont des supports de placement durable, ce qui lui permet de disposer de ressource d’épargne longue. Elle peut aussi émettre des titres sur le marché. La banque va essayer de collecter de l’épargne stable sur le marché en émettant des titres pour son propre financement. La banque dispose aussi de dépôt à court terme composé de tous les dépôts à vue de sa clientèle.

Elle va donc prêter à partir des ressources stables (=intermédiation) il n’y a pas de création monétaire. Mais lorsqu’elle octroie des crédits au delà des ressources stables qu’elle possède, alors il y a création de monnaie. Cette création de monnaie s’accompagne d’une augmentation des dépôts à vue.

Fiche 3 Bilan Banque 1 T1

La banque a créée 80 €. Une banque seule peut créer tant de monnaie qu’elle veut. Une banque unique n’a aucune contrainte dans la création de monnaie.

Lorsque la création de monnaie est assortie de paiement dans un autre réseau, elle nécessite de la monnaie BC. Ce n’est pas la monnaie présente au compte de monsieur X qui est transféré d’une banque à une autre, mais c’est de la monnaie Banque Centrale.

Fiche 4

Si on regarde la situation de la Banque A et de la Banque B a présent :

La banque B se retrouve dans la situation où elle a reçu de la monnaie banque centrale. La banque B peut faire la même chose que la banque A, elle peut donc faire un crédit à son tour. Elle fait une créance à Z de 50. A son tour, Z peut faire des paiements et sortir du réseau de la banque B. Rien n’empêche que la somme revienne dans la banque A, et donc la monnaie BC va revenir dans la banque A. Ce qui est transféré, c’est toujours de la monnaie banque centrale. La monnaie privée n’est en fait qu’une monnaie scriptural qui reste dans le réseau de la banque qui l’a créé ; alors que la monnaie BC est transférée de réseau en réseau.

Une banque unique n’a pas de limite de création monétaire. Mais dès l’instant où il y a des réseau de banques concurrentes, elles sont obligées de détenir de la monnaie BC (🡪 limite).

Ce système peut être un système libéral, mais la BC contrôle leurs actions indirectement.

Dans la réalité, il y aura des transfère permanent entre banque et banque. Il va falloir poser le problème de la liquidité à deux niveaux :

~ La liquidité d’une banque privée

~ la liquidité du système bancaire dans son ensemble.

*2] Les limites de la création monétaire*

Les limites de la création monétaire tiennent dans l’obligation pour les banques de détenir de la monnaie BC

1er Cas : chaque fois qu’un client de la banque débite sont compte et que les sommes correspondantes sortent du réseau, il faut de la monnaie banque centrale.

2e Cas : Le client de la banque retire des billets, il s’agit de monnaie BC.

3e Cas : Un client demande des devise. La banque va aller sur le marché des changes acheter des devises, qui ne peuvent être achetée qu’avec de la monnaie BC.

*La liquidité* d’une banque est sa capacité de faire face aux fuites hors de sont réseau à l’aide d’avoir en monnaie BC. Dans le 1er cas, la banque peut limité les fuites en étendant son réseau. Plus la banque a une part de marché importante, plus les risque d’avoir des fuite son faible ( 🡪 plus elle a des clients moins, elle aura a faire face à des fuites hors de son réseau)

*3] La liquidité du système bancaire*

Au niveau du système bancaire, tous les transfères de banque privé A à la banque privée B, etc. tous les transfères se compensent. Les fuites qui restent sont : le retrait de monnaie des clients, et le problème lié aux devises. Le système bancaire devra détenir de la monnaie banque centrale ; et également pour une troisième raison dans le cas d’une fuite qui aurait lieu en dehors du système bancaire (vers le Trésor public 🡪 paiement des impôts).

Le système bancaire crée de la monnaie. Cette monnaie est détruite ensuite lors des remboursements de crédits. La monnaie est crée par le crédit, elle est donc détruite lorsqu’il est remboursé. Mais comme à un instant T, le volume des crédits accordés est toujours supérieur au volume des remboursement, il y a une création nette de monnaie. Il y a en permanence une création nette de monnaie. Le système bancaire dans son ensemble doit donc détenir de la monnaie BC. Les banques devront donc s’adresser à la Banque Centrale pour obtenir de la monnaie BC grâce au système de refinancement.

***Thème 3 : Le lien entre banques et banque centrale***

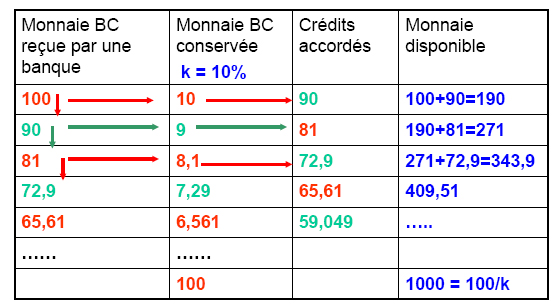
**A] Le refinancement des banques**

*1] Le besoin de monnaie banque centrale*

Ce besoin de monnaie banque centrale dépend de l’importance des fuites qui se produisent hors du réseau bancaire. Il est donc important pour une banque d’essayer de chiffrer la quantité de monnaie de banque centrale qui lui faut chaque fois qu’elle crée de la monnaie. La proportion est relativement faible, puisqu’elle est de l’ordre de 10-15% [chaque fois qu’on crée 100€ on a besoin de 10-15% de monnaie BC.]

Le mécanisme qui représente …  :

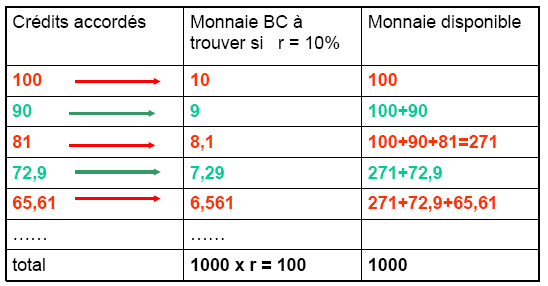
**Le multiplicateur de crédit** est une représentation théorique des limites de la création monétaire. Cela justifie le contrôle de la création par la Banque centrale.



Au départ, une banque détient 100 de monnaie banque centrale. Elle sait que lorsqu’il y a 100 en dépôt à vue dans son bilan, 10 vont partir sous forme de fuite. Elle doit donc conserver 10 de monnaie BC. A ce moment là, elle peut prêter le reste. A ce moment là, la monnaie disponible est de 100 (monnaie de départ) + 90 (crédit accordé). Les crédits seront utilisés et correspondent à cette partition de la monnaie BC de départ. Si la 2e banque reçoit 90 de monnaie BC, elle en gardera 9 pour faire face à ses fuites, et le reste elle le prête (81 de crédit). Le 3e réseau reçoit 81 en monnaie BC, la banque garde 8,1 de monnaie BC, et elle prête 72,9, d’où une nouvelle vague de création monétaire. Etc.

Au final, pour une quantité de monnaie BC de 100 et avec un coefficient de prudence de 10% on aura créé 1000 sous forme de crédit.

**Le concept ex post**



Le multiplicateur de crédit ne correspond pas à la réalité des faits. En fait une banque fonctionne comme une entreprise. Elle cherche à produire des services. La banque va donc chercher à prêter avant même de disposer de monnaie BC. Elle commence par faire du crédit, mais elle est tenue par cette contrainte de monnaie BC. Lorsqu’elle accorde 100 de crédit, elle doit se refinancer de 10 monnaie BC (pour faire face aux fuites). On garde le parallélisme entre crédit accorder et monnaie BC nécessaire, mais le crédit est antérieur à la détention de monnaie BC.

Si la Banque Centrale refuse de refinancer les banques, on est dans un système forcé de multiplicateur de crédit (Tableau 1). La Banque centrale contrôle en début de période la monnaie qui sera crée. Mais cette méthode est très rigide pour une économie 🡪 on ne connaît pas le taux de croissance, ni les dépenses qui seront effectuées, donc on ne sait pas quelle quantité de monnaie il faudra créer.

Pour ne pas bloquer le système économique, la Banque Centrale accepte de refinancer les banques commerciales à posteriori (tableau 2). Ce refinancement devient obligatoire pour la Banque Centrale. Si elle refusait de refinancer à posteriori, les banques commerciales seraient en faillite. La Banque Centrale intervient toujours pour refinancer les banques commerciales.

Ce pose alors le problème du contrôle de la création monétaire. Comment la contrôler sachant qu’on intervient, alors que la création monétaire est déjà effectuée ?

*2] Les ressources disponibles*

La banque doit se refinancer. Pour cela, elle va chercher de la monnaie BC.

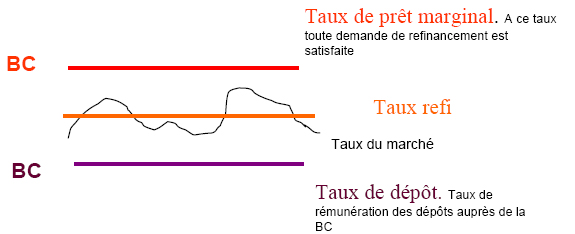
Cette monnaie BC pourra être obtenue gratuitement grâce à la clientèle qui apporte de la monnaie BC. [ 🡺 concurrence entre les banques pour attirer la clientèle qui amène de la monnaie BC 🡪 commerce où il existe des paiement en monnaie BC.]

La banque peut aussi faire appelle au marché interbancaire. C’est un compartiment particulier du marché monétaire. Sur ce marché, on peut trouver à un instant T des banques qui ont un excès de monnaie BC, et des banques qui ont un besoin de monnaie BC. Dès lors on peut admettre qu’une banque se tourne vers le marché interbancaire pour obtenir de la monnaie BC au près d’autres organismes qui auraient des excès de liquidités. Mais le système bancaire, globalement a une création nette de monnaie donc un besoin global de monnaie BC. Donc à un instant T, il n’y a jamais assez de monnaie BC disponible, même sur le marché monétaire.

La Banque Centrale doit donc nécessairement intervenir.

*3] Les interventions de la Banque Centrale sur le marché monétaire.*

L’intervention de la Banque Centrale va se faire par un certains nombres de dispositions ; Ces interventions sont le cœur de la création monétaire. Elles sont relativement complexes, parce que la Banque Centrale doit, d’une part, refinancer toutes les banques ; mais en plus la Banque Centrale veut essayer de limiter la création monétaire des banques. Elle veut envoyer un signal aux banques en leur disant « Attention je vais refinancer mais ça va vous coûtez cher ». Elle va jouer de cette notion coût d’accès à la monnaie BC pour inciter les banques à limiter la création monétaire. Les banques qui créent de la monnaie savent qu’elles devront s’adresser à la Banque Centrale qui leur fera payer le refinancement. Si le coût du refinancement devient élevé, elles arrêteront d’accorder des crédits.



***Le taux de dépôt*** : c’est le taux de rémunération des dépôts à 24h au près de la Banque Centrale. Toute banque qui a un excès de monnaie BC pourra se faire rémunérer à ce taux là. C’est un taux important puisque la banque qui a un excès de liquidité ne prêtera jamais en dessous de ce taux là. Cela permet de fixer un planché au taux de refinancement.

***Le taux de prêt marginal*** : C’est le taux à 24h auquel la Banque Centrale Européenne par l’intermédiaire de la Banque de France prête la monnaie BC sans limitation de liquidité. La Banque Centrale refinance toutes banques à ce taux là. C’est un taux plafond.

***Taux des prêts à 24 heures*** : Entre les deux taux, on a le taux au jour le jour. C’est le taux entre banques, les unes demandant des liquidités, les autres accordant des liquidités. Ce taux ne monte pas parce que la Banque Centrale intervient par une procédure d’appel d’offre pour fournir sa monnaie au ***taux de refinancement***. La Banque Centrale intervient toutes les semaines par le biais des concours à taux variable. Elle intervient ensuite tous les mois par les opérations de refinancement à plus long terme, de façon à fournir au marché suffisamment de liquidité pour maintenir le taux dans la couleur fixée par le taux de prêt marginal et le taux de dépôt.

C’est l’ensemble des taux du marché interbancaire qui va fluctuer au gré de la Banque Centrale. Elle refinance tout le monde mais au coût qu’elle a décidé. Quand il y a des risques d’hausse des prix, elle relève tous ces taux directeurs, pour éviter qu’il y ait trop de création monétaire.

Techniquement le taux de refinancement était un taux fixe, jusqu’en 2000. La Banque Centrale annonçait un taux puis elle fournissait les banques au prorata des demandes. Actuellement ce sont des appels d’offres hebdomadaires à taux variables. Le taux annoncé est un taux de soumission minimale. La Banque Centrale annonce un jour J que demain elle procèdera à un apport de liquidité et qu’elle acceptera le refinancement des banques à un taux minimum qui est actuellement de 3,25%. A ce moment là, les banques soumissionnent. Chacune envoie à la Banque de France une indication concernant le montant de liquidité dont elle a besoin, et le prix qu’elle est disposée à payer. [Celle qui a un besoin pressant de liquidité proposera un taux plus élevé que 3,25%]. Le lendemain, la Banque Centrale servira les banques en commençant par le taux le plus élevé. A ce moment là, elle aura satisfait les liquidités du marché.

Cette procédure d’appel d’offre est accompagnée d’opérations mensuelles de façons à affiner les prévisions du système bancaire. Cela permet donc à la Banque Centrale de piloter l’ensemble de système bancaire et de contrôler le coût de refinancement qui incitera les banques à une certaine prudence dans la création monétaire.

Appel d’offre à taux variable 🡪 La Banque Centrale indique le taux minimal aux banques pour soumissionner. Toutes les banques vont indiquer à la banque centrale les liquidités dont elles ont besoin, et le taux auquel elle accepte le prêt. La banque centrale fournie la liquidité en commençant par les banques qui proposent le taux le plus élevé.

L’offre la plus basse est forcément supérieure au taux accepter par la Banque Centrale. A ce taux minimum, la Banque Centrale fourni les banques au prorata de leur demande. Elle ne fournie pas toute la liquidité demandée. Elle limite l’octroie de sa monnaie, et des banques restent donc insatisfaites. Lorsque les banques sont insatisfaites, si elles ont vraiment besoin de liquidité, elles doivent s’adresser à la Banque Centrale en proposant le taux le plus élevé. Ces injections se font de façons régulières. Les banques savent qu’entre deux appels d’offre, le marché doit se débrouiller avec la quantité de liquidité disponible. La Banque Centrale influence le volume de liquidité possible de plus ponctuellement par des appels d’offre mensuelle qui permettent de se refinancer à plus long terme ; elle intervient aussi par des appels d’offre ponctuels lorsqu’elle pense que le marché à besoin de liquidité et qu’il est opportun de lui fournir des liquidités.

La Banque centrale joue donc un rôle essentiel, puisque ces appels d’offres vont pouvoir fournir des liquidités à toutes les banques. La Banque centrale ne laisse jamais une banque faire faillite. Mais plus le besoin est fort, plus on va se rapprocher du taux plafond. Ces procédures sont connues à l’avance par les banques. Elles ont une vision de l’avenir qui leur permet de prévoir le coût probable de ces liquidités. C’est pourquoi on peut dire que cette technique est une technique du moyen terme, puisqu’il s’agit d’inciter les banques à une grande prudence dans la distribution du crédit. 🡪 conditionnement du calcul de rentabilité des banques : La banque prête à ses clients seulement si son coût d’accès à la monnaie banque centrale est supérieur au coût payer par ses clients.

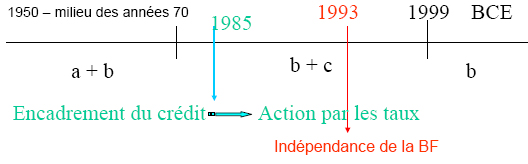
**B] La politique monétaire**

Les objectifs des banques centrales ont profondément changer au cours de la période de l’après guerre à la période actuelle. La politique monétaire menée actuellement n’à rien avoir avec la politique monétaire des années 1960-70 et même avec celle de 1990

*1] Un objectif unique*

L’objectif unique est celui qui est annoncé dans la description des missions de la banque centrale européenne : maintenir la valeur de la monnaie.

1. La croissance
2. La lutte contre l’inflation
3. Le maintien de la valeur du taux de change



Au milieu des années 1970 les deux objectifs poursuivis par la politique monétaire sont la croissance et la lutte contre l’inflation. Ces objectifs sont poursuivis ensemble et présentent une logique dans la mesure où l’inflation résulte principalement d’un déséquilibre sur les marchés entre offre et demande, toute période de croissance est une période qui favorise la hausse des prix ; Parce que la croissance favorise l’augmentation de la demande, des pressions sur le marché. Dans cette hypothèse, il y a une logique à poursuivre :

Dans les périodes de faible croissance, il y a peu de tension sur les prix, et on peut donc desserrer la politique monétaire, donc accroître la liquidité et créer de la monnaie.

Dans les périodes où la croissance s’accélère, apparaissent des tensions sur les prix, et ici on modérera l’octroi des crédits. Ainsi, on évite une trop forte inflation.

Cette politique de l’après guerre a été surnommée « politique du stop and go ».

La période suivante est plus complexe. Elle démarre au milieu des années 1970 au moment des chocs pétroliers. Ces années sont des années d’inflation par les coûts, qui pèsent sur les entreprises qui relèvent leur prix pour se protéger contre les hausses de coût. On a donc une période où une croissance ralenti se conjugue avec l’inflation. 🡪 Période de stagflation.

Les objectifs de la période précédente ne sont plus tenable puisqu’on a une crise et une inflation et non pas de la croissance et une inflation. Puisque la croissance est ralentie, il faudrait une politique monétaire expansive, mais on est aussi dans une période de forte inflation donc il faudrait aussi une politique monétaire restrictive. Ces objectifs ne sont pas compatibles !! Peu à peu la politique monétaire évolue. L’idée que la politique monétaire doit se recentrer sur la valeur de la monnaie apparaît en 1976. La mise en œuvre de cette politique monétaire nouvelle se fait à partir des années 1980. Dans tous les pays de l’OCDE, la politique monétaire devient restrictive, et la France suit ce modèle à partir de 1982. La politique monétaire devient l’instrument privilégié qui a pour objectif de veiller à la valeur de la monnaie. Qui dit valeur de la monnaie dit valeur interne (🡪 lutte contre l’inflation) et valeur externe (🡪 taux de change). Pour que la France puisse acheter à l’extérieur les produits dont elle a besoin, il lui faut une monnaie forte.

Le maintient de la valeur de la monnaie se concrétise par le maintien de taux de change, par l’encrage du franc à la monnaie forte européenne du moment (le mark). Chaque fois que le taux de change faibli par rapport au mark, on va prendre des mesures de resserrement de la politique monétaire.

Ces deux objectifs sont grandement facilités par le nouveau statut de la banque de France à partir du 4 août 1993 🡪 indépendance de la Banque de France par rapport au pouvoir gouvernemental. A partir de cette date, la Banque de France décide seule de la politique monétaire, tandis qu’antérieurement, elle décidait de la politique monétaire avec le Gouvernement. L’indépendance de la Banque de France lui évite d’être soumise à des pressions de la part du Gouvernement. Cela lui permet de tenir une politique monétaire restrictive lorsque c’est nécessaire, même lorsque le Gouvernement, pour des raisons plus ou moins importantes, veut relancer l’économie. 🡪 La dépendance permet d’éviter les pressions lors des périodes électorales.

En 1999, nous sommes dans le contexte de l’euro, avec l’apparition du système européen de banque centrale. Ce dernier implique un partage de compétence entre la Banque Centrale Européenne et les banques centrales nationales. C'est-à-dire que la politique centrale monétaire est définie par la Banque Centrale Européenne, et les banques centrales nationales ont pour mission la mise en œuvre de la politique monétaire ainsi que la surveillance de la liquidité des banques dont elles ont le contrôle. La Banque Centrale Européenne s’est donnée comme mission unique la stabilité des prix dans une perspective à moyen terme. Le principe est que la progression sur un an de l’indice des prix à la consommation doit être proche de 2%.

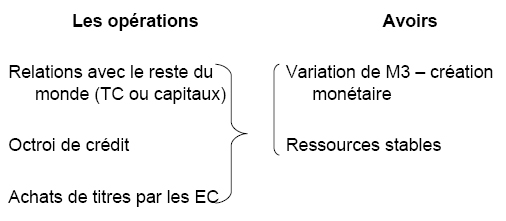
La Banque Centrale Européenne a abandonné complètement l’idée d’agir sur le taux de change. Cela se traduit par des fluctuations importantes et parfois préjudiciable à l’économie du cours de l’euro par rapport aux autres monnaies (notamment le dollar).

Quand on était dans un contexte strictement français, il fallait raisonner dans une économie très ouverte sur l’extérieur. 🡪 taux d’ouverture de 23% Quand on passe au niveau de la zone euro, le taux d’ouverture diminue beaucoup puisqu’il est de l’ordre de 10-12% selon les années. La majorité des échanges se faisant à l’intérieur de la zone euro, donc la banque centrale a considéré que les problèmes de la valeur externe de la monnaie avaient moins d’importance. Ce qui était important c’était de préserver le pouvoir d’achat en limitant l’inflation. S’il y a moins d’inflation, le coût de production des entreprises de la zone euro sera moins élevé, ce qui leur permettra d’exporter plus facilement.

Le recentrage des objectifs est reproché par certaines personnes. On se prive d’une arme de lutte économique qu’est la variation du taux de change. On reproche également à la Banque Centrale de se désintéresser de l’objectif de croissance. En effet, en ayant cette politique très stricte de stabilisation des prix, la Banque Centrale Européenne se prive là aussi d’une arme pour relancer la croissance. Elle empêche dans une certaine mesure la distribution du crédit.

Comment maintenir la valeur de la monnaie ?

Il faut se doter d’indicateurs qui permettent de savoir quand réagir face à une évolution qui serait inflationniste. L’objectif de la Banque Centrale Européenne passe par le suivit de M3 (évolution de la masse monétaire). Bien entendu, il faut que la masse monétaire progresse d’une année sur l’autre. Parce que si elle ne progresse pas, on ne peut pas financer la progression des échanges, ni la croissance économique. La Banque Centrale Européenne fixe dès lors une progression à la masse monétaire en fonction du taux de croissance économique possible pour la zone et en fonction du taux de croissance des prix désirés. Dans la zone euro, les prix doivent être maintenu à 2% et le taux de croissance doit être environ égale a 2,5%. La Banque Centrale Européenne surveille la masse monétaire de très près, et intervient dès que la croissance de la masse monétaire dépasse 4,5% par an. La masse monétaire constitue ainsi un objectif intermédiaire pour la politique menée.



Qu’est-ce qui fait que la masse monétaire augmente ? Quelles sont les opérations qui sont à l’origine du pouvoir d’achat des agents ? On sait très bien qu’une partie des opérations des banques est dû à la création monétaire, et une partie des opérations des banques est dû à de l’intermédiation à partir de ressources stables.

Ce qui est à l’origine de ces avoirs sont d’abord les relations avec le reste du monde. Les devises permettent de créer de la monnaie. Lorsqu’un exportateur dépose des devises à son compte dans une banque, la banque change les devises en euros.

Chaque fois que la banque octroi un crédit, il y a création de monnaie.

Il y a aussi des achats de titres par des établissements de crédit, lorsque les établissements de crédit achètent des titres sur les marchés de capitaux.

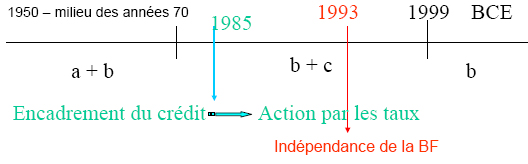
Toutes ces opérations augmentent M3 ou bien elles sont faites à partir de ressources stables.

Même lorsqu’on limite complètement M3, Est-ce que pour autant cela arrêterait toutes les opérations bancaires ? Non, car les banques peuvent faire du crédit sur de l’épargne ; Cela n’arrêterait pas complètement le processus de dépense. De ce fait, la Banque Centrale surveille, en plus de la masse monétaire, un certain nombres d’indicateurs qui reflète la dépense possible des agents, et notamment l’endettement intérieur total (🡪 ensemble des crédits et des créances). Si les agents demandent des crédits, il y a une dépense qui va suivre.

La Banque Centrale va aussi surveiller tout un ensemble d’indicateurs généraux tel que le taux de chômage (moins il y a de chômage plus les salaires sont élevés), le taux de change (une monnaie faible c’est une fragilisation des entreprises), l’évolution des prix à la production des entreprises, et ce qui se passe dans les autres zones du monde (l’économie américaine, économie asiatique etc.) La Banque centrale a donc une vision très large de l’économie avec pour seule idée de savoir s’il va y avoir prochainement un risque d’inflation.

*2] Contrôle des crédits ou contrôle des taux*

La Banque Centrale a décidé d’intervenir, mais est-il judicieux d’intervenir sur les taux ou sur les crédits ?



Historiquement, il y a eu d’importante modification de la politique monétaire :

L’encadrement du crédit représente la limitation directe du volume de crédits distribués par rapport à une base de référence. En cas de dépassement des limites, les banques étaient assorties de pénalités. Dans les faits le système d’encadrement a disparu en 1985 et dans les textes en 1987.

…. en fixant le comportement des banques, en fixant leur part de marché (cela reproduisait la situation des banques), et le développement de procédure parallèle de financement, et notamment des prêts interentreprises. Le prêt interentreprises fragilise le système productif puisque si une entreprise fait faillite, elle ne pourra pas rembourser son prêt. L’absorption des petites entreprises par les plus grandes était aussi un fait préoccupant dans les années 1980. Une petite entreprise est jugée moins solvable par les banques, celles-ci avaient plus tendance à faire crédit à de grandes entreprises. Le seul avantage de ce système, c’est de permettre des taux d’intérêt modérés. Ce système disparaît en 1985, avec l’ouverture du marché monétaire à tous. En 1985, les entreprises peuvent se refinancer sur le marché monétaire, et on décide de libéraliser l’ensemble du système ; d’où ce passage à ce système d’intervention 🡪 La Banque Centrale intervient indirectement par le biais du coût du refinancement des banques.

Le problème est d’être sure que les banques ont l’obligation de se refinancer sur le marché monétaire ; puisque la Banque Centrale intervient sur le marché monétaire, il faut être sur que les banques aillent sur le marché monétaire. La Banque Centrale veut contraindre les banques à aller sur le marché monétaire, et en tout cas élargir les fuites qui se produisent lors de l’octroi de crédits. Pour cela, après 1985, les Banques Centrales ont conservé une procédure ancienne (qui date depuis le début des années 1960) qui est l’obligation de constituer des réserves obligatoires au près de la Banque Centrale. L’idée est que chaque fois que les banques créent de la monnaie, il faut qu’elles immobilisent une partie de leurs avoirs auprès de la Banque Centrale. On va geler une partie des ressources des banques. Ces réserves obligatoires doivent être constituées à partir de dépôts à vue et des dépôts à court terme dans les banques.

*3] L’impact sur la distribution de crédit*

Quelle est l’incidence de la politique monétaire sur la distribution du crédit et sur l’ensemble des variables financières qui agissent sur la dépense des agents ?

Fiche 6

La politique monétaire agit par les taux directeurs. Le cœur de la politique monétaire est donc la variation des taux directeurs. Ces derniers ont une incidence sur les banques et sur les autres taux d’intérêts, y compris les taux d’intérêts sur les marchés financiers. C’est pourquoi on a plusieurs voix d’action.

La variation des taux directeurs agit sur le coût de refinancement des banques. Mais les banques ont aussi d’autres sources de monnaie banque centrale (via les dépôts, les marchés de capitaux 🡪 émission de titres). Le refinancement sur le marché monétaire est l’un des accès à la monnaie banque centrale, mais ce n’est pas le seul. Le lien entre les taux directeurs et le coût de refinancement est un lien qui peut être plus ou moins fort selon le besoin des banques en monnaie banque centrale. En période de forte distribution du crédit, la politique monétaire va élever le coût du refinancement (🡪 politique monétaire restrictive).

Le problème est de savoir de quelle façon les banques répercutent cette hausse du coût de refinancement dans les crédits qu’elles distribuent. Il y a deux effets possibles :

~ Relèvement des taux pratiqués par les banques. Lorsque les banques subissent une hausse des coûts d’accès à la monnaie banque centrale, elles ont la possibilité d’élever le taux des crédits distribués. 🡪 Relèvement du taux de base bancaire = le taux qui est pratiqué aux meilleurs clients (🡪 ceux qui représentent le moins de risque) 🡺 Ce relèvement par les taux s’appelle canal monétaire, et l’effet final dépend évidemment de la réaction des agents emprunteurs face à ce relèvement des taux d’intérêt.

L’effet de la politique monétaire est beaucoup plus incertain que lors de la période d’encadrement des crédits où on bloquait les crédits distribués. Ici, les agents peuvent diminuer leur demande du crédit, ou continuer à en demander.

Quand on étudie ce canal monétaire, il faut se poser la question suivante : Le relèvement des taux d’intérêt a-t-il une simple incidence sur le taux des crédits, ou aussi sur le volume des crédits distribués ? Oui, car la politique monétaire modifie le comportement des banques 🡪 C’est ***le canal du crédit***.

Les banques ne se contentent pas de relever le coût des crédits distribués. Dans certain cas, les banques vont refuser de distribuer du crédit (🡪 rationnement du crédit). Elles adoptent cette attitude pour éviter de prendre des risques trop élevés dans la distribution du crédit.

La banque devrait pouvoir différencier son taux d’intérêt en faisant payer peu cher pour le projet le moins risqué, et le projet le plus risqué sera financer à un taux beaucoup plus élevé. La banque doit donc évaluer les risques d’un projet.

Que se passe-t-il lorsque la politique monétaire est restrictive (🡪 relèvement général des taux) ? A ce moment là, il est possible que les bons emprunteurs (🡪 entreprises peu risquées) disparaissent. Cela dissuadera les bons emprunteurs d’emprunter. La banque aura majoritairement des projets risqués, ou très risqués à financer. De plus, dans l’octroi d’un crédit, la banque est soumise à des phénomènes d’asymétrie d’informations. C'est-à-dire que la banque connaît moins bien le projet que l’emprunteur. Elle est également soumise à des phénomènes d’aléa moral. C'est-à-dire que l’emprunteur ne fait pas ce qu’il a dit lors de l’emprunt.

La banque est, à ce moment la, tentée de rationner le crédit ; elle n’accordera pas de crédits même à un taux élevé.

Un effet diffus sur l’ensemble du système financier. Les taux directeurs élèvent, lorsque la politique monétaire est restrictive, le taux des prêts au jour le jour. Mais, puisqu’on élève le taux à très court terme, il y a un arbitrage et un certain nombre d’opérations de crédit et d’emprunts se reporteront sur des emprunt à 1mois / 3 mois/ 6 mois etc. Les taux directeurs vont donc toucher l’ensemble des taux. Même les taux des titres beaucoup plus long, les titres que l’on trouve sur le marché financier. On va donc toucher les taux de titre à 5 ans 10 ans etc. Il existe une loi économique qui est qu’en général la structure des taux est croissante. Plus on emprunte et plus on prête à long terme, et plus les taux sont élevés. Une élévation des taux directeurs entraîne une élévation des taux du marché qui entraîne une élévation de l’ensemble des taux. Les marchés seront donc touchés. Cela va toucher les marchés réels ainsi que le marché des titres à long terme (obligations + actions). Il y aura une variation du prix de ces titres, qui évolue en fonction des taux d’intérêt à long terme.

Une obligation est un titre à revenu fixe. Lorsque les taux montent, le prix des obligations diminue (🡪 corrélation négative). Cela se répercutera sur le marché d’actions. Si on admet ces liens entre les taux et les marchés, la politique monétaire peut donc avoir un effet très large sur l’ensemble des actifs détenus par les agents. Globalement, la hausse des taux provoque un appauvrissement général ; soit parce que ça renchérie l’accès au marché *immobilier*, soit parce que cela entraîne une baisse des prix des titres. Cela appauvris donc ceux qui détiennent des titres.

L’effet sur le marché des changes. Ici, il va y avoir un arbitrage des capitaux au niveau de la rémunération relative obtenu sur les différentes places financières. En principe, un relèvement des taux attire les capitaux internationaux. Si il y a cet appel des capitaux internationaux, sur le marché des changes il se produira une forte demande de la monnaie qui subit la hausse des taux. L’effet d’un resserrement de la politique monétaire est normalement d’élever le cours de la monnaie par rapport aux autres monnaies du monde.

Le taux de change n’était pas un objectif de la politique monétaire pour la Banque Centrale Européenne. Mais le taux de change peut être une conséquence de la politique monétaire. Une politique monétaire restrictive, tout chose égale par ailleurs, élève le cours de la monnaie.

Il n’est pas facile actuellement d’étudier l’effet des politiques monétaires, car ces effets sont larges et diffus.

Il faut imaginer que l’incidence de la politique monétaire n’est pas simplement une incidence mécanique. C'est-à-dire que l’incidence de la politique monétaire dépasse le schéma. Il y a aussi un effet psychologique qui est appelé ***effet de signal***. Lorsque le représentant de la Banque Centrale Européenne, il y a un message économique qui est envoyé à tous les acteurs. Ce message est une information des pouvoirs publics, des entreprises, des ménages, sur le futur. Quand la politique monétaire devient restrictive, le signal envoyé est qu’il y a en germe de gros déséquilibres macroéconomiques. La Banque Centrale entant bien agir pour résorber ces déséquilibres. Elle agit en amont de l’inflation, elle agit avant les risques d’inflation. 🡪 Resserrement de la politique monétaire. Si la Banque Centrale est crédible, cet effet de signal peut agir sur les comportements de dépense et de production, même si le relèvement des taux n’est pas très important. A l’inverse, lorsque la Banque Centrale pense que l’horizon économique est paisible, elle incite les entreprises à augmenter leur production. Cet effet psychologique est important en ce moment, et repose sur la crédibilité de la Banque Centrale. C’est à ce niveau là que l’indépendance des Banques Centrales la rend crédible, car une Banque Centrale qui n’est pas indépendante n’est pas crédible puisqu’elle serait soumise à des pressions, notamment du gouvernement. Son indépendance accroît donc sa crédibilité. Pour accroître cette crédibilité, il faut que la Banque Centrale ait un discours qui soit toujours le même, portant sur des préoccupations de moyen et long terme, et qui soit se traduire par des actions progressives et parfaitement bien expliqués.

***Thème 4 : Monnaie et croissance***

Les liens entre monnaie et croissance résultent en grande partie de la théorie Keynésienne. Ces liens sont toujours à l’œuvre dans les économies contemporaines.

Lorsqu’on étudie la théorie keynésienne, il ne faut jamais perdre de vue les hypothèse qui sont sous-jacentes :

🡪 La vision est une vision macroéconomique. Ce n’est pas le comportement individuel qui intéresse Keynes, mais le comportement des groupes d’agents. Il ne cherche pas à comprendre pourquoi les agents agissent de telle ou telle façon. Ce qu’il cherche à déceler c’est la façon dont apparaissent les phénomènes au niveau de l’ensemble. Par exemple pour la consommation, si on s’intéresse à un individu en particulier, on expliquera la consommation par un arbitrage (entre dépenser ou épargner).

🡪 Quand on étudie l’équilibre économique, on étudie toujours ce qui se passe au niveau de l’offre et ce qui se passe au niveau de la demande. Le niveau de l’offre est caractérisé par les capacités productives et à cet égard, il y a une différence fondamentale entre le court terme et le long terme. A court terme la capacité productive est fixée. Par contre à long terme on peut investir et débloquer l’offre, on peut faire varier la capacité de production. Mais Keynes résonne dans le court terme. Nous nous situerons toujours à court terme, face à une capacité de production limitée, avec cette hypothèse fondamentale : Qu’est-ce qui est important à analyser ? Comment utilise-t-on les capacités productives à court terme ? Jusqu’à quel niveau les utilise-t-on ? Ce qui est donc important à court terme c’est d’étudier la demande. Cette dernière peut être plus ou moins élevée, en fonction globalement de deux types d’agents : les ménages qui consomment, et les entreprises qui investissent. D’un point de vue monétaire, nous pouvons négliger l’Etat en tant qu’ordonnateur de dépense.

🡪 Il faut toujours se rappeler que nous partons d’une hypothèse d’économie de crise. C’est la raison pour laquelle, dans la théorie keynésienne, il n’y a pas d’analyse de l’inflation. Nous allons analyser les phénomènes monétaires sans même émettre l’hypothèse que la monnaie puisse subir une inflation (🡪 dans la théorie keynésienne, le système économique n’est pas en plein emploi).

**A] La théorie monétaire du taux d’intérêt**

Dans l’analyse économique traditionnelle, on parle de théorie réelle du taux d’intérêt.

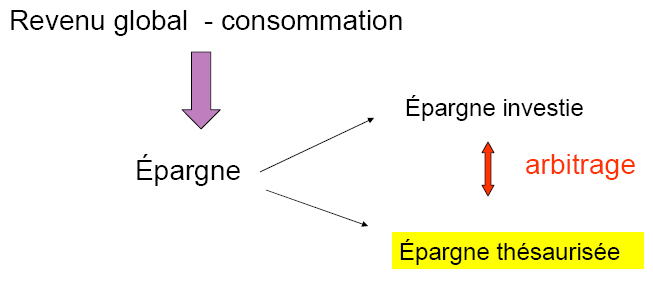
***Un taux d’intérêt réel*** correspond au taux de rendement de l’investissement. Ce n’est pas du tout la même définition du taux d’intérêt utiliser par Keynes. Cela signifie que si on investi dans une activité qui peut nous rapporter 8%, on pourra rémunérer les capitaux à hauteur de 8%. Si on collecte de l’épargne pour effectuer ces investissements, l’épargne sera rémunérée au taux de 8%. 🡪 Utiliser par les économistes du courrant classique et néoclassique.

Dans la théorie monétaire du taux d’intérêt, le ***taux d’intérêt monétaire*** est simplement un prix qui équilibre sur le marché de la monnaie l’offre et la demande.

*1] La préférence pour la liquidité*

Le taux d’intérêt découle de l’offre et de la demande de monnaie. C’est le prix qui équilibre offre et demande de monnaie. L’offre de monnaie ne pose pas de problème, puisque nous pouvons considérer, comme le fait Keynes, que l’offre de monnaie est fixée par la Banque Centrale. Il faut donc étudier la demande de monnaie des agents, et donc leur préférence pour la liquidité.

Le revenu des agents se partage de la façon suivante :



Le revenu global est utilisé soit pour consommer, soit pour épargner. Mais attention, à ce niveau là, il n’y a pas d’arbitrage. Au niveau global, on peut considérer, comme le fait Keynes, que la consommation est liée au revenu distribué, et donc, il n’y a pas de choix des agents. Au niveau d‘un certain niveau de revenu, on a un certain niveau de consommation 🡪 fonction de consommation stable. Cela signifie qu’on peut prévoir la consommation. connaissant le revenu, on sait ce qui sera consommé ; il y a un lien que l’on connaît entre revenu et consommation. Si ce lien existe, cela veut dire que le niveau de consommation, au niveau global, est déterminé. Il n’y a donc pas de réflexion des agents à ce niveau là, et l’épargne en découle.

Cette épargne se sépare, et c’est là qu’il y a un arbitrage. Les agents deviennent des acteurs actifs une fois que l’épargne est déterminée. Les agents décident soit d’investir leur épargne, soit de la thésauriser. L’épargne investie est un placement stable, et l’épargne thésaurisée, c’est de la monnaie. Evidemment, conserver l’épargne sous forme de monnaie, c’est à priori inexplicable. En effet, la monnaie ne rapporte rien, et n’est pas rentabilisée. C’est donc la que se situe le nœud de l’analyse ; il faut expliquer pourquoi les agents conservent de la monnaie.

Pour expliquer cela, Keynes avance trois motifs : le motif de transaction et de précaution, puis le motif de spéculation.

***Motif de transaction***

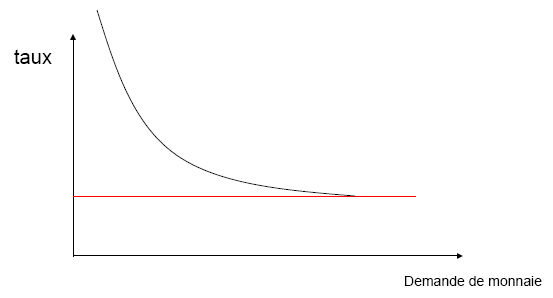
Un certain montant d’encaisse est nécessaire pour assurer le lien entre les flux de recette et les flux de dépense. C’est un motif qui vise à couvrir les besoins immédiats en moyen de paiement. C’est la même chose au niveau de l’entreprise (🡪 motif d’entreprise). Ce motif de transaction fait de la demande de monnaie une fonction du revenu. Toute chose égale par ailleurs, plus le revenu est élevé, plus on aura besoin de monnaie pour les transactions. C’est évident puisque le revenu sera élevé, plus il y aura de transaction faite dans l’économie, plus on aura besoin de monnaie.

***Motifs de précaution***

Ce motif aborde la question de la monnaie comme réserve de valeur. La monnaie permet de se préserver face à des évènements imprévus, telle que des dépenses imprévus. Cette demande de précaution est plus ou moins importante selon les mécanismes de protection dont joui une communauté. Toute chose égale par ailleurs, on peut admettre que cette détention de monnaie est également fonction du revenu. Plus le revenu est élevé, plus les évènements qui peuvent survenir sont conséquents et plus on aura besoin de liquidité.

Plus le revenu global augmente, plus on aura besoin de monnaie pour ces deux motifs.

***Motif de spéculation***



Ce motif est un apport original de Keynes à la théorie de la demande de monnaie. C’est le point qui est contesté par les économistes plus contemporains de l’école monétariste.

Ce motif de détention de monnaie suppose que les agents conservent de la monnaie pour pouvoir acheter des titres lorsque le moment est opportun. C’est là que se situe le véritable arbitrage entre l’épargne thésaurisée et l’épargne placée. La demande de monnaie, dans ce cas là, résulte du niveau des taux d’intérêt, avec une faible demande de monnaie lorsque les taux d’intérêt sont élevés (lorsque les placements sont attractifs), et une forte demande de monnaie lorsque les taux d’intérêt sont bas.

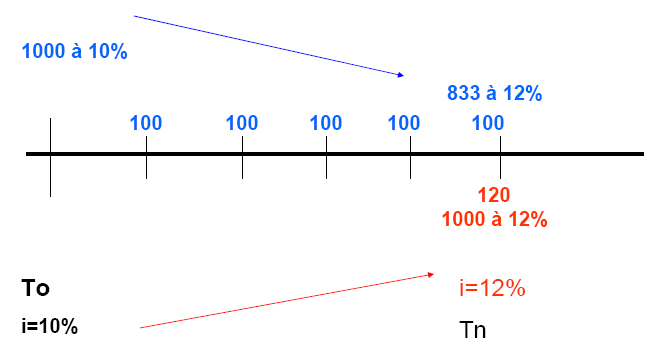
L’originalité de Keynes est de relié cette demande de monnaie aux anticipations des agents sur le niveau futur des taux d’intérêt. Lorsque les taux d’intérêt sont élevés, les agents auront une faible demande de monnaie parce qu’il vont placer leur épargne au maximum, parce qu’ils supposent que les taux d’intérêt baisseront dans le futur. Au contraire, lorsque les taux d’intérêt sont bas, les agents vont conserver leur liquidité, parce qu’ils pensent que les taux d’intérêt vont remonter. Ils veulent garder une possibilité de pouvoir investir dès que les taux remonteront.

Ce qui est important dans ce motif de spéculation est l’anticipation des agents. Ce n’est pas seulement lié aux taux actuels des taux d’intérêt mais aussi sur les anticipations de l’élévation future des taux.

*2] L’instabilité de la demande de monnaie*

On distingue deux catégories de demande de monnaie : celle pour transaction précaution (fonction du revenu) et celle pour spéculation (fonction du taux d’intérêt). L’agent demande de la monnaie soit pour les deux premiers motifs, soit pour le 3e (=> demande globale de monnaie). Cette demande de monnaie est instable surtout du fait de la demande de monnaie pour motif de spéculation. C’est cette dernière catégorie, qui varie de façon imprévisible, qui rendra la demande totale de monnaie instable.

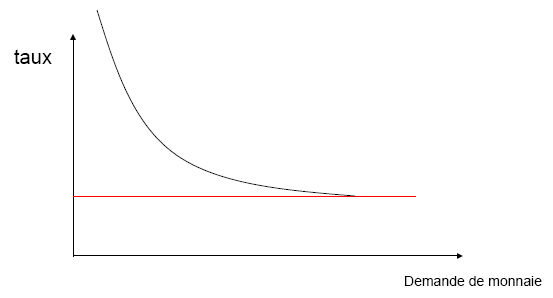
Cette instabilité résulte de la variation du prix des titres à revenu fixe.



Un organisme a émis un titre de 1000 avec un taux de rendement de 10%. Au cours des années, les conditions changent sur les marchés d’actifs, et le taux d’intérêt offert pour les titres à revenus fixes se modifie. Cela signifie que pour un titre dont le prix d’émission est de 1000, les taux de rendements offerts changent au cours de la période. On suppose ici une période de relèvement des taux (flèche rouge). Le taux d’intérêt était de 10% pour ce type de titre au début, et après 5 ans, il y a émission de titres nouveaux à 12% de rendement pour un prix d’émission de 1000. Le problème se pose de cette différence de taux de rendement entre les anciens titres (bleu) et le titre nouveaux (rouge). Ceux qui ont acheté le titre bleu peuvent souhaité ne pas le conserver jusqu’à la fin de sa durée de vie. De ce fait, il va chercher à revendre le titre bleu avant son échéance finale. A ce moment là, les titres anciens se trouvent en concurrence avec les titres nouveaux sur le marché des capitaux. La 5e année, pour un investisseur, il y a le choix entre un souscrire un titre nouveau (titre rouge) c'est-à-dire acheté un titre de 1000 avec 12% de rendement, ou bien un titre ancien qui rapport 10% de rendement. Evidemment, personne n’achètera le titre ancien au prix de 1000, puisqu’il ne rapporte que 100 par an (20 de moins que le titre nouveau). Pour pouvoir revendre le titre ancien, il faudra baisser son prix. Le titre bleu verra donc son prix diminué jusqu’à ce que son taux de rendement soit le même que celui des titres nouveaux. Son prix baisse jusqu’à ce que la rémunération de 100 par an soit égale à 12% du prix (🡪 833).

Les taux d’intérêt ont monté, il y a donc eu une concurrence entre titres nouveaux et titres anciens au niveau des taux de rendement. Il s’agit donc de faire remonter le taux de rendement des titres anciens. Mais comme la rémunération annuelle est fixe, il faudra baisser le prix de vente du titre ancien. Lorsque les taux d’intérêt montent, le prix des titres à revenu fixe diminue. A ce moment là, il y a à l’évidence un arbitrage possible des agents entre épargne placée et épargne thésaurisée. Puisque le prix des titres à revenus fixes vari, si on veut maximiser sa richesse, il faut acheter des titres lorsque les prix sont faibles, et les revendre lorsque le prix est élevé.

Les agents vont en permanence choisir entre l’achat de titre, et la vente du titre pour détenir de la monnaie. On aura évidemment un lien entre les variations du taux d’intérêt et la détention de monnaie. Si le taux d’intérêt est élevé les agents achètent des titres, et donc ils se débarrassent de la monnaie (🡪 demande de monnaie faible pour L2). Au contraire, quand les taux d’intérêt diminuent, on vend les titres et on récupère de la monnaie (🡪 demande de monnaie forte L2). Il y a une demande inverse entre la demande de monnaie pour motif de spéculation et le niveau du taux d’intérêt. On a ici un arbitrage des agents qui est dû essentiellement à l’incertitude du futur. Si nous vivions dans un univers certain, il n’y aurait pas cette demande de monnaie, puisque les agents auraient connaissance à tout moment des taux d’intérêt qui se fixeraient dans les années à venir. Donc il n’y aurait pas cette tentative d’arbitrage dans le futur, puisque tout le monde pourrait choisir de façon rationnelle son placement. Le problème dans un univers incertain, c’est qu’on est jamais sûr de ce qui va se produire. De ce fait, lorsque les agents achètent des titres, ils le font parce qu’ils pensent que le taux d’intérêt va prochainement baisser. Ils pensent que le prix du titre qu’il achète va monter. De même, lorsqu’ils vendent leur titre, c’est parce qu’ils pensent que le taux d’intérêt va augmenter. Ils ont donc intérêt à garder de la monnaie pour pouvoir racheter des titres plus tard à un prix intéressant. Ceci n’explique pas encore le taux d’intérêt. Les anticipations sur le taux d’intérêt guident la demande de monnaie et de spéculation. Mais le taux d’intérêt lui-même est le résultat de l’équilibre sur le marché de la monnaie entre une offre de monnaie (= quantité de monnaie disponible fixée par les autorités monétaires) et la demande de monnaie, qui elle, fluctue en permanence. Dès lors, on a un résultat (qui est le taux d’intérêt) qui est extrêmement instable. ***L’instabilité de la demande de monnaie suscite l’instabilité de la demande de monnaie qui nourri l’instabilité de la demande de monnaie (processus circulaire).*** Ce taux d’intérêt est véritablement le prix qu’il faut offrir aux agents pour qu’ils renoncent à la détention de liquidité. Le taux d’intérêt est déconnecté de la sphère réelle. Le taux d’intérêt est un phénomène psychologique pour <3 Keynes <3. L’instabilité de la monnaie nous informera sur l’instabilité du taux d’intérêt.



Si le taux est élevé, on a très peu de demande de monnaie. A mesure que le taux baisse la demande de monnaie augmente (puisque le prix des titres à revenu fixe augmentent et donc les agents les vendent). Il existe un niveau de taux d’intérêt faible, où les agents pensent avoir atteint une limite. Ils pensent que le prix des titres ne peut pas être plus élevé, de ce fait l’épargne est thésaurisé, on ne place plus 🡪 c’est la trappe à Liquidité ! (🡪 Taux d’intérêts très faibles).

**B] La détermination du produit global**

*1] La demande global moteur de la croissance*

La demande globale est égale à la somme de deux éléments principaux : la consommation et l’investissement.

***La consommation***

Dans la théorie Keynésienne, la consommation est une fonction stable du revenu distribué. Cela ne signifie pas que la consommation est toujours identique, mais simplement qu’elle est connue lorsqu’on connaît le revenu distribué. Il y a un rapport fonctionnel, entre le revenu et la consommation. Ce sont les entrepreneurs qui produisent et ce sont donc eux qui distribuent les revenus. De ce fait, ils déterminent la consommation globale. Ce pouvoir des entrepreneurs est précieux pour eux. En effet, cela leur permet en début de période d’effectuer des prévisions sur la partie consommation de la demande globale. Les entrepreneurs élaborent différentes hypothèses. Ils savent qu’il y a, dans l’économie dans son ensemble, une certaine propension à consommer (environ 0,8). Si on distribue 100 au agent il y aura 80 de consommation (avec 0,8). Les entrepreneurs savent qu’elles seront les conséquences de leurs décisions de production sur la consommation.

***L’investissement***

Ici, on est face à une très grande incertitude. L’investissement est une variable autonome. Il ne dépend d’aucune autre variable macroéconomique. Notamment, ce qui est nouveau dans la théorie économique lorsque <3 Keynes <3 écrit, l’investissement des entreprises n’est pas contraint par l’épargne des ménages. L’investissement est décidé par les entrepreneurs en fonctions des perspectives futures de la demande (donc en fonction des débouchés futurs de leurs produits). Les entrepreneurs qui veulent fixer la production sont obligés de se débrouiller avec cette impossibilité de connaître l’investissement. Ils vont produirent des biens de consommation et des biens d’équipement (pour les entreprises). Ils savent très bien qu’ils ne peuvent pas produire que des biens de consommation, puisque quand on distribue un revenu la consommation n’est qu’une part de ce revenu. Ils produiront ces biens d’équipement pour répondre à une demande d’investissement qui est très difficile à prévoir. De ce fait, ils décideront de produire en fonction de ces prévisions effectuées sur le niveau d’investissement qui s’adressera à eux pour les biens d’équipement.

Le niveau de la production, dans une économie donnée, dépend des anticipations des entrepreneurs ; à partir de deux éléments très différents que sont l’investissement et la consommation.

*2] L’investissement variable déterminante*

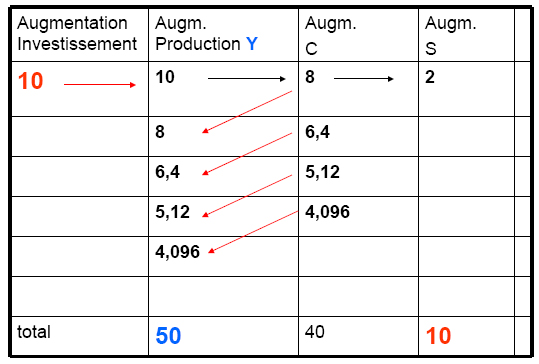
Nous allons nous interroger sur la décision d’investir. D’abord, l’investissement dépend de l’efficacité marginale du capital. Cette dernière est une évaluation du taux de rendement de tous les investissements possibles à un moment donné. C’est un ensemble de résultat qui concerne tous les investissements possibles. Pour investir, nous n’avons pas besoin de l’épargne des ménages, parce que dans la théorie keynésienne, il est possible d’emprunter (🡪 crédit). On n’est donc pas limité par l’épargne. Cependant l’investissement a un coût, qui est le coût d’accès au financement qui est en fait le taux d’intérêt. L’entrepreneur qui veut investir comparera les taux de rendements qu’il peut obtenir des investissements avec le coût de son financement. Bien entendu, comme il est rationnel, il mettra en œuvre que les investissements dont les taux de rendement sont supérieurs aux taux d’intérêt. La décision d’investir résulte de cette comparaison permanente entre l’efficacité marginale du capital et le taux d’intérêt.

Si nous regardons les deux éléments qui fondent le choix des entrepreneurs quant à la décision d’investir ; nous avons d’une part l’efficacité marginale du capital. Cette efficacité marginale du capital est évidemment une prévision. Nous sommes là aussi confronter à l’incertitude du futur, et aussi à la psychologie des entrepreneurs. Nous ne savons pas du tout qu’elle sera l’environnement économique de demain. L’incertitude du futur, et la psychologie des entrepreneurs sont deux éléments qui font de l’efficacité marginale du capital une variable instable.

Le taux d’intérêt est une variable également instable. Pour investir on compare deux éléments complètement instables. De ce fait l’investissement est une variable extrêmement instable. C’est une réalité du monde économique actuelle. L’investissement est la variable économique la plus instable, mais elle est également déterminante. Dès lors, on se trouve dans un système économique qui se caractérise fondamentalement par l’instabilité.

*3] Le paradoxe de l’épargne*

Partant d’une situation de déséquilibre économique, on peut arriver à une situation d’équilibre générale.



Cet équilibre est atteint grâce à un mécanisme particulier qui est le multiplicateur d’investissement. En début de période un investissement est réalisé pour un montant de 10. Si cet investissement était prévu par les entrepreneurs, ceux-ci répondront en produisant les biens d’équipement correspondant. La production augmentera de 10. S’ils produisent 10, ils produisent 10 de revenu. S’ils distribuent 10 de revenu, et que l’on suppose une propension marginale à consommer de 0,8, ils provoquent une consommation supplémentaire de 8. Puisqu’il y a une consommation supplémentaire, la production doit s’adapter à la consommation (contrairement à la 1ere ligne où laconsommation s’adapte à la production). Donc il y a 8 de plus de production qui se traduit par 8 de plus de revenus distribués. Cela donne lieu à une augmentation de 6,4 de la consommation, etc. S’il y a un supplément d’investissement, cela déclenche un supplément de production, donc un supplément de revenu. Ce déclenchement est ensuite relayé par la consommation. Il y a ensuite une succession de vague qui se produit du fait de la consommation des agents. Au final, on atteint un supplément de production de 50, un supplément de consommation de 40, et un supplément d’épargne de 10.

En début de période on a investi sans épargne. Et en fin de période on a crée l’épargne qui permet de financer l’investissement de départ. On arrive donc à un équilibre sur l’ensemble du système économique. Le multiplicateur d’investissement traduit la relation entre une variation de l’investissement et une variation du revenu global.

ΔI 🡪 ΔY = (1/1-c)\*ΔI [avec c = propension marginale à consommer]. La variable déterminante de la croissance est donc l’investissement. Ce dernier dépend de l’efficacité marginale du capital et du taux d’intérêt. Il dépend donc d’une variable monétaire et c’est par ce biais que la monnaie va agir sur la croissance (🡪 variation du taux d’intérêt). Toutes choses égale par ailleurs, un relèvement des taux d’intérêt diminue l’investissement et la croissance.

**C] Croissance et création de monnaie**

Représentation de l’équilibre sur le marché des biens et sur le marché de la monnaie

*1] L’équilibre sur le marché des biens*

Comment peut-on caractériser l’équilibre sur le marché des biens ?

Y = C + I ; Y = C + S

Y = C + I 🡪 définition du produit global sous l’angle de la demande. Les entrepreneurs produisent pour répondre à la demande, et comme ils veulent vendre tout ce qu’ils produisent, ils vont produire exactement ce qui correspondra à la demande de consommation et d’investissement.

Y = C + S 🡪 C’est l’optique du revenu. C’est ce qui se passe une fois la production réalisée. La production se traduit par une distribution du revenu équivalente. Le revenu est affecté par les agents à la consommation et à l’épargne.

En rapprochant ces deux égalités, nous avons la loi de l’équilibre sur le marché des services 🡺 l’investissement est égal à l’épargne. L’équilibre sur le marché des biens et services se caractérise donc par I = S. On sait que cette égalité existe grâce au paradoxe de l’épargne (🡪 multiplicateur d’investissement).

Si on regarde maintenant ce qui est une variable dépendante et ce qui est une variable indépendante. Si on regarde Y = C + I, on sait que la consommation dépend du revenu, donc la consommation est une variable dépendante.

Si on regarde Y = C + S, la consommation est également dépendante. Mais comme on a dit qu’une épargne est un résidu, l’épargne est aussi une variable dépendante.

Donc la seule variable qui n’est pas fixé est l’investissement. Ce dernier est choisi, il est autonome. Tout l’équilibre du marché des biens et services dépend donc du taux d’intérêt puisque c’est lui qui gouverne l’investissement.

Le marché des capitaux est la rencontre entre la demande de capitaux et l’épargne placée.

Le marché de la monnaie suffit pour comprendre l’épargne thésaurisée et l’épargne placée.

Pour Keynes, les deux marchés importants sont :

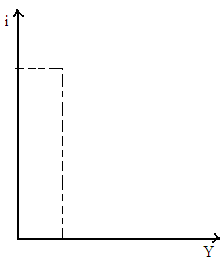
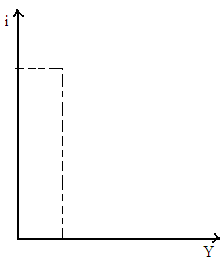
Le marché des biens, qui fixe le niveau de la production globale 🡪 le marché du travail en découle.

Le marché de la monnaie, qui nous renseigne sur l’épargne thésaurisée 🡪 le marché des capitaux en découle.

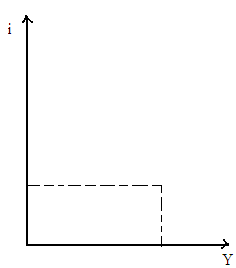
Il faut arriver à un équilibre sur le marché des biens. Sur le marché des biens, il est offert deux catégories de biens : les biens de production (biens d’équipements) et les biens de consommation. Les biens d’équipements sont achetés par les entreprises lorsqu’elles investissent. Les biens de consommation sont achetés par les ménages. Face à cette offre, il y a une demande : celle des ménages (consommation) et celle des entreprises (investissement).

L’offre, production globale, suscite un revenu global. Ce revenu global va être utilisé par les ménages soit pour consommer, soit pour épargner. Ceci nous permet de savoir à quel moment il y aura équilibre. La production globale est toujours égale au revenu global. Pour qu’il y ait équilibre économique, il faut que l’épargne soit égale à l’investissement. Autrement dit, toute la production est vendue, si l’investissement est égal à l’épargne. Mais cet équilibre économique n’est jamais réalisé en début de période. En début de période, il est vraisemblable que les prévisions des entrepreneurs sont différentes que ce que prévoit les autres agents. Mais du coté des ménages, il n’y a pas de décision à prendre. Leur niveau de consommation et leur niveau d’épargne dépendront des entreprises. Les prévisions vont susciter un revenu global, qui suscitera à son tour la consommation et l’épargne. On arrive à l’équilibre économique en cours de période en distribuant un revenu permettant une consommation et une épargne du même niveau que ce qui était prévu au départ.

Ceci peut être représenté à l’aide d’un schéma conçu par John Hicks :



Le niveau du taux d’intérêt, dans une **situation 1**, est très élevé. L’efficacité marginale du capital doit être supérieur à ce taux d’intérêt, mais il y aura peu d’investissement rentable à ce niveau. S’il y a peu d’investissements réalisés, les entrepreneurs vont mettre en œuvre un faible niveau de production. 🡪 Crise



Le niveau du taux d’intérêt, dans une **situation 2**, est bas. L’efficacité marginale du capital doit être supérieur à ce taux d’intérêt, il y aura beaucoup d’investissement rentable à ce niveau. S’il y a beaucoup d’investissements réalisés, les entrepreneurs vont mettre en œuvre un fort niveau de production.

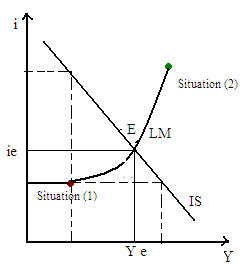
Lorsque le taux d’intérêt baisse, toutes choses égales par ailleurs (🡪 si l’efficacité marginale du capital ne change pas) les investissements augmentent, et donc le produit global augmente. Si les entrepreneurs deviennent très pessimistes, ils vont changer leur évaluation du taux de rentabilité. Même avec une baisse du taux d’intérêt, si l’efficacité marginale du capital baisse aussi, il n’y aura pas d’investissements. Il y a un effet psychologique dans l’économie qui fait que quand les entrepreneurs deviennent pessimistes, ils le sont tous en même temps, et quand ils sont optimistes, ils le sont tous en même temps.

Avec cette relation fondamentale entre le taux d’intérêt et le niveau global, nous n’avons pas épuisé la question. Parce que les différents équilibres qui se produisent sur le marché des biens ont des effets sur le marché de la monnaie. Ce dernier subit également des variations entre la situation 1 et la situation 2

*2] Le marché de la monnaie*

L’équilibre du marché de la monnaie est un équilibre entre l’offre et la demande de monnaie. L’offre de monnaie est supposée stable, puisqu’elle dépend des autorités monétaires. La demande de monnaie se décompose en deux éléments 🡪 la demande de monnaie pour les transactions et le motif de précaution (L1) et la demande de monnaie pour motif de spéculation (L2). Pour le motif de transaction précaution, la variable déterminante était le niveau du revenu global. Plus le revenu est élevé, plus la demande pour motif de transaction précaution est élevée. Face à une offre de monnaie fixée, la demande de monnaie devra s’adapter, puisqu’elle ne peut pas excéder l’offre de monnaie. Lorsque L1 augmente, il faudra que L2 diminue. La première contrainte ce trouve dans le niveau de la production global. On part d’une situation où Y est faible. Si Y est faible, la demande de monnaie pour faire des transaction est faible. Cela signifie qu’il reste beaucoup de monnaie, donc L2 sera élevé. Le taux d’intérêt est faible puisque les agents gardent de la monnaie au lieu de le placer. 🡪

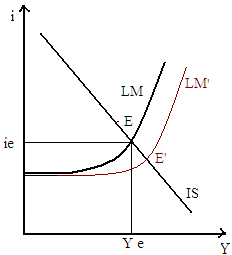
Situation 2 : Le revenu global est fort 🡪 croissance. On a besoin de beaucoup de monnaie pour effectuer des échanges. L1 sera élevé, donc L2 sera faible. Pour inciter les agents à ne plus thésauriser, le taux d’intérêt augmente.



Le point est représentatif de l’équilibre général. Il satisfait l’équilibre sur le marché des biens et l’équilibre sur le marché de la monnaie. On pourra dès lors déterminé pour une économie donnée le taux d’intérêt d’équilibre et le revenu global d’équilibre.

*3] L’effet de la création monétaire*

La création monétaire agit directement sur le marché de la monnaie. Son premier effet est de modifier l’équilibre du marché de la monnaie. Si la création monétaire augmente, cela modifie tous les points de l’équilibre sur le marché de la monnaie. Si le produit augmente, L1 augmente, et L2 doit diminuer, mais la contrainte est moins forte, puisqu’on a créé davantage de monnaie. Nous n’avons pas besoin d’avoir un taux d’intérêt qui se relève aussi fortement que dans la situation précédente. Cette augmentation de la demande de monnaie suscite également une augmentation d’investissement sur le marché des biens. La création monétaire permet une relance économique par diminution du taux d’intérêt disponible par les investissements.



***Synthèse :***

L’offre de monnaie augmente, dans un premier temps, la demande de monnaie n’a pas besoin de changer, donc le taux d’intérêt va baisser. Cela a un effet sur le marché des biens donc l’investissement augmente, et la croissance économique dans son ensemble augmente.

Sur le marché de la monnaie, l’augmentation du revenu global provoquent une augmentation de L1 donc devrait provoquer une diminution L2. Dès lors le taux d’intérêt aurait du être augmenté. Mais grâce à la création monétaire cela ne se produit que faiblement. La création monétaire a un effet indirect sur le marché des biens, puisque cela passe par les taux d’intérêt. Cet effet indirect peut néanmoins être important.

Tous ceci peut être critiqué. Les Keynésiens utilisent la politique monétaire par les taux d’intérêts de façon accessoire. De grandes incertitudes règnent quand on regarde l’enchaînement des mécanismes :

~ Est-ce que la variation des taux directeurs a réellement une incidence sur le taux des crédits accordés aux particuliers ? La création monétaire crée-t-elle une baisse des taux d’intérêt ? Si le système bancaire ne répercute pas la variation des taux directeurs sur le taux d’intérêt, cela sert à rien de faire varier les taux directeurs. La baisse du taux d’intérêt est-elle faisable alors que les ménages peuvent augmenter leur détention de monnaie pour motif de thésaurisation au lieu de profiter de cette augmentation de la masse monétaire (🡪 baisse des taux = crise ? entrer en situation défavorable ? 🡪 psychologique) Il y aura donc une hausse de la demande de monnaie, et aucune baisse sur le taux d’intérêt pour les demandes de crédits.

~ Même en admettant une baisse des taux d’intérêt, les entreprises vont-elles investir davantage ? Si on essaie de faire baisser les taux d’intérêt c’est que l’économie est en crise, et les entrepreneurs sont pessimiste (🡪 aléa psychologique)

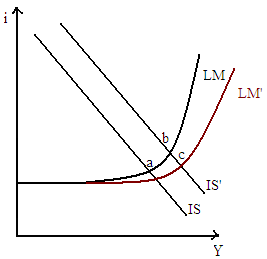
Ici, la création monétaire est donc inefficace, elle n’a aucun effet sur la croissance.

En pratique, il y a de nombreuses incertitudes sur l’efficacité d’une politique monétaire de relance. De ce fait les Keynésiens ont une préférence pour la politique budgétaire. Cette dernière a des effets directs sur le marché des biens et services.

Produit global = Consommation + Investissement + Dépense publique (G)

La dépense publique modifie tous les points d’équilibre à la hausse. Elle ne dépend que de la volonté du gouvernement. La politique budgétaire provoque une croissance, mais elle va se heurter à la contrainte du marché de la monnaie. Le stock de monnaie étant fixé, comme on aura besoin de plus de monnaie pour les transactions, il faudra relevé les taux d’intérêt. Le point d’équilibre se déplace du point a au point b au prix d’un relèvement des taux d’intérêt. Il devient alors intéressant d’augmenter la masse monétaire pour accompagner la politique budgétaire afin d’éviter le relèvement des taux d’intérêt.

La politique monétaire seule est extrêmement incertaine. Si on veut relancer l’économie, il vaut mieux agir par les dépenses publiques. Mais on sait que ce surcroît de dépense provoquera une hausse des taux d’intérêt, donc la politique monétaire peut venir en accompagnement pour desserrer la contrainte sur le marché de la monnaie (🡪 pour éviter le relèvement des taux d’intérêt 🡺 passage du point b au point c)



***Thème 5 : L’inflation, une origine monétaire***

Toutes les écoles de penser s’accordent à reconnaître que la création monétaire à un rôle dans l’inflation.

**A] Le lien masse monétaire – niveau général des prix**

Ce lien, entre les moyens de paiement et les prix nominaux (prix exprimés en unités monétaires), est une constatation ancienne.

*1] Une constatation ancienne*

Ce lien a été noté dès l’antiquité. Mais la réflexion économique s’est saisie de ce problème après la très forte inflation au XVIe siècle en Europe. Les théories économiques du mercantilisme visaient à engranger de l’or dans une Nation à partir d’un excédent commercial (vendre à l’étranger pour avoir une rentrée d’espèce monétaire). Les économistes pensaient que le développement économique était freiné par le manque de monnaie. Ils espéraient avec cet afflux monétaire contribuer à l’expansion.

En réaction contre ces théories, les économistes classiques redonnent toute sa place à la notion de pouvoir d’achat et axe leurs études sur ce qu’on appelle la sphère réelle, c'est-à-dire la production de biens et services en volume. Cet essor de la pensée classique (Adam Smith, Jean Baptiste Say, Stuart Mill) montre qu’il existe dans l’économie des facteurs de production essentiels qui sont le travail et le capital. L’existence de ces deux facteurs conditionne la production et donc met à disposition des agents des biens et services déterminants la richesse des uns et des autres. Tout le raisonnement classique est mené en terme réel.

Il va y avoir une séparation étanche entre sphère réelle et sphère monétaire. Dans la sphère réelle, on trouve trois marchés.

-schéma- Sphère Réelle

D’abord on va trouver ***le marché du travail***, qui permet la rencontre entre ceux qui demande du travail et les travailleurs. Ce marché du travail va déterminer le niveau de l’emploi. Ce marché du travail est un marché réel dans la mesure où pour les unités de production l’intérêt de l’embauche vient de la production en bien ou en service qui pourra être obtenu. Ce qui motive le travailleur est de savoir que pour tant d’heure travailler il pourra se procurer tant de biens (🡪 pouvoir d’achat). Le marché du travail s’équilibre par le salaire réel.

Une fois l’emploi fixé, il faut le combiner avec du capital grâce à la fonction de production. A présent, il faut définir la production globale (ce que l’on peut produire dans l’économie à un moment donné). Cette production globale sera en fait l’offre globale dans l’économie. L’idée des classiques est que les détenteurs de capital vont essayer de produire au maximum de leur productivité productive. 🡺 demander à Alice

***Le marché des biens et services*** est un marché forcément équilibré au niveau global. Quand on produit, on distribue toujours un revenu global identique à ce qui a été produit. Dans la sphère réelle, il n’y a pas, pour les classiques, de thésaurisation du revenu global. Ce dernier est entièrement dépensé. La demande globale est donc égale à l’offre globale (offre globale = production). Mais sur le marché des biens et services, il y a deux compartiments. Il y a d’une part des biens de consommation et d’autre part des biens d’équipement. La demande de biens de consommation doit être identique à la production de biens de consommation ; et il faut que la demande de biens d’équipement soit identique à la production de biens d’équipement. Cette exigence s’obtient sur le marché des capitaux.

Sur ***le marché des capitaux*** on aura la part du revenu global non consommé. Une partie du revenu global alimente le marché de biens de consommation et l’autre le marché des capitaux (sous forme d’épargne). Le marché des capitaux a pour fonction de drainer l’épargne vers les investissements. L’épargne doit être égale à l’investissement. (égalité entre l’offre de capitaux et la demande de capitaux). Cette égalisation se fait par le biais du taux d’intérêt réel. Il faut montrer aux agents qu’en épargnant maintenant, ils pourront consommer davantage plus tard. Lorsque les agents épargnent, ils renoncent à la consommation présente pour une consommation future.

Du fait du marché des capitaux, tout le revenu global est dès lors dépensé soit sous forme de consommation soit sous forme d’investissement. La structure de la production va s’adapter en conséquence.

Il n’y a aucune fuite dans le circuit, puisque tout le revenu est dépensé, donc le revenu va absorber toute la production. Le fait qu’il n’y a pas de monnaie évite la thésaurisation. Les agents considèrent l’épargne comme des biens à venir, et non pas des espèces monétaire qu’on met de coté.

On retrouve ici la loi de Say. L’économie est fondamentalement une économie d’offre. Dès qu’il y a production, il y a distribution d’un revenu global équivalent. Ce revenu global est entièrement dépensé sur le marché des biens et services, soit sous forme de consommation, soit sous forme d’investissement. L’offre crée sa propre demande. La condition essentielle tient donc le fait qu’il n’y ait pas de fuite.

Dans la sphère réelle, la notion de prix découle de l’analyse classique des coûts de production menée par Ricardo (début XIXe). Ricardo précise la notion de valeur en reliant la valeur des biens aux coûts de production, eux-mêmes fonction de la quantité de travail nécessaire pour produire le bien. Mais il y a aussi une composante liée à l’échange. Cette composante liée à l’échange est étudiée par Walras dans le schéma de l’équilibre général sur le marché des biens et services. Sur ce marché, on a une demande globale forcément égale à l’offre globale. Encore faut-il qu’à l’intérieur le marché d’un bien X soit en équilibre, celui du bien Y soit en équilibre etc. On va donc avoir une succession de sous marchés (Demande 1 – Offre 1 // Demande 2 – Offre 2 etc.) Ces marchés vont s’équilibrer par l’intermédiaire des prix relatifs. L’offre dépend des coûts de production. ; mais du coté de la demande, il y aura prise en compte des préférences des consommateurs. Du coté du consommateur, on demande un bien en fonction de l’utilité qu’il représente. Si on a besoin d’une chaise et pas d’une table, peu nous importe que la table soit deux fois plus cher (en terme de coût de production) que la chaise. Il y aura des négociations, et au final on va échanger un bien A contre 2 biens B, 1 biens B contre 3 biens C donc on échange 1 bien A contre 6 biens C. Les négociations vont se solder par un système de prix relatifs cohérent. Ici l’économie fonctionne comme une économie de troc.

Dans cette économie là, a-t-on besoin de monnaie ? La monnaie a une fonction d’étalon de valeur. Cela ramène tout les prix relatif à un dénominateur commun. Quand on raisonne avec un étalon de valeur, on peut prendre n’importe quoi (en prenant un bien particulier en référence). 🡪 économie avec un numéraire. Le passage à la monnaie tient à ces services rendus en tant qu’instrument des échanges. La monnaie permet donc de conserver la valeur entre deux échanges, qui peut être divisible, et transporté. Pour cela, il faut que l’instrument monétaire soit crédible, donc acceptée par tous. La présence de la monnaie est donc indissociable de l’existence d’institutions qui garantissent qu’elle sera acceptée dans les échanges.

Mais si on a besoin de monnaie, la présence de la monnaie pose un certain nombre de problème. On va poser le problème des prix nominaux (les prix en valeurs monétaire). La sphère monétaire a pour fonction de déterminer les prix nominaux. L’inflation se manifeste dans l’augmentation des prix nominaux.

Pour étudier la sphère monétaire, le courrant classique utilise la théorie quantitative

*2] La théorie quantitative*

La théorie quantitative a traversé les siècles puisqu’on la retrouve actuellement dans le monétarisme. La théorie quantitative a été formalisée par Irwin Fisher (début du XXe siècle) sous la forme d’équilibre des échanges. Dans une première approche, il pose ce que l’on appelle l’équation quantitative. Cette équation est une égalité qui découle du bon sens. Si on regarde tout ce qui a été échangé dans une zone pendant une période, on peut faire la somme de toutes les valeurs des transactions (pi \* xi). Dans nos économies monétaires, chaque fois qu’on reçoit un bien on donne de la monnaie en échange (🡪 moyen de paiement utilisé (M\*V)). Les moyens de paiement utilisé sont équivalents au stock de monnaie (M) multiplié par la vitesse de circulation de la monnaie (V). Pendant un an, le stock de monnaie est utilisé plusieurs fois.

∑pi\*xi = M\*V

**La vitesse de circulation de la monnaie est un concept très important. En effet, si les agents thésaurisent dans une économie, cela signifie qu’au lieu de transmettre le moyen de paiement, ils le gardent. Cela se traduira par une diminution de la vitesse de circulation de la monnaie. Au contraire, si on a une accélération de la vitesse, cela signifie que les agents dépensent davantage.**

On passe de l’équation quantitative à la théorie quantitative. Ainsi, Fisher représente les échanges en volume par la lettre T (= niveau des transactions) et tous les prix sont remplacés par le niveau général des prix (P). On a alors l’équation : M\*V = P\*T.

La théorie quantitative pose que le stock de monnaie doit avoir une influence sur le niveau général des prix, et non l’inverse. La théorie quantitative fait de l’inflation une conséquence directe et unique de l’accroissement de la masse monétaire. Il existe un lien de causalité entre M et P (si on multiplie M par 2, P sera multiplié par 2). Pour que cela soit possible, il faut remplir deux conditions essentielles :

* Le niveau de la production, le niveau de consommation, et le niveau d’investissement ne doivent pas dépendre de la masse monétaire. Donc T n’est pas déterminé par la monnaie. Cette condition est réalisée dans le schéma du courrant classique. Puisque la production dépend de la force de travail et du capital disponible, ce qui allait déterminer le niveau de la production. Par ailleurs, la consommation et l’investissement sont identiques au niveau de la production. La monnaie n’a donc pas d’importance.
* La vitesse de circulation est stable. C'est-à-dire que la monnaie circule toujours de la même façon dans l’économie. Nous savons que V est stable lorsque les agents ne modifient pas leur comportement de thésaurisation, ou leur comportement de dépense. Si les agents ne thésaurisent pas et n’accélèrent pas leurs dépenses, V restera stable. Si V est stable, cela signifie que les agents ne modifient pas leur comportement vis-à-vis de la monnaie.

Sur le marché de la monnaie, l’accroissement de M entraîne automatiquement l’accroissement proportionnel des prix.

Tout déséquilibre qui apparaît sur le marché de la monnaie se résout dans le marché de la monnaie lui-même. Il y a dichotomie entre la sphère réelle et la sphère monétaire dans la théorie classique.

*3] La monnaie est neutre*

Cette monnaie neutre signifie que la monnaie n’agit pas sur la production. Donc elle n’a pas d’effet non plus sur la consommation et sur l’investissement. Tous les éléments de la sphère réelle ne sont pas modifiés par la monnaie. Cette neutralité de la monnaie signifie fondamentalement que la monnaie n’a pas beaucoup d’importance. Elle sert simplement d’instrument de transaction. Elle n’a d’effet que sur les prix nominaux. Quelles sont les conditions de cette neutralité ?

Dans cette présentation là, la neutralité découle automatiquement de cette séparation entre la sphère monétaire et la sphère réelle. C’est une neutralité obligée dès l’instant où on a dichotomie de la sphère monétaire et la sphère réelle.

* Les agents raisonnent en terme réel. C'est-à-dire qu’ils ne sont pas soumis à l’illusion monétaire. Sur le marché du travail, lorsque le salarié perçoit son salaire, même s’il le perçoit en unité monétaire, il sait que ce salaire correspond à un certain pouvoir d’achat. Dès lors il va toujours considérer le salaire comme un ensemble de biens à consommer. Si on augmente les salaires et les prix, il saura que ça ne changera pas sont pouvoir d’achat.
* Pas de thésaurisation monétaire.
* La structure de la production et de la dépense est indépendante de la création monétaire. On peut très bien envisager que la création monétaire modifie les préférences des agents. Si tout le monde se met a acheté le même bien au même moment, cela va changer la production. La monnaie ne doit pas avoir d’influence sur la structure de la dépense, et donc sur la structure de la production. La structure de la production et de la dépense sont gouvernés par les préférences des agents. Ils affectent leur dépense en fonction de leurs goûts et de leurs préférences.

Cette présentation pose un problème qui sera résolu par les études qui se situent à l’université de Cambridge. 🡺 Equation de Cambridge

**B] L’effet d’encaisses réelles**

C’est le mécanisme économique principal qui permet d’expliquer une inflation d’origine monétaire. L’effet d’encaisse réelle permet de comprendre, dans une économie moderne, où on sait très bien que les agents thésaurisent de la monnaie, l’équation de Cambridge permet de comprendre comment l’équation monétaire agit à la fois sur la production et sur les prix.

*1] L’équation de Cambridge*

L’équation de Cambridge permet de faire apparaître la demande de monnaie de façon permanente. Elle permet de faire apparaître l’encaisse de transaction et l’encaisse de précaution.

Md = k\*P\*Y d’où : **Md/P = k\*Y**

Md = monnaie demandée par les agents

k = coefficient

PY = production global

Md/P 🡪 Le pouvoir d’achat du stock de monnaie détenue

k\*P = fraction du revenu réel

A partir de là, on va avoir l’analyse de ce qui se passe lorsqu’il y a des perturbations monétaires.

*2] Variation de la variation de monnaie ou variation des prix*

Il y a deux sortes de perturbations qui affectent les agents :

Se débarrassent d’une partie de la monnaie en la dépensant :

Ce qui est désiré :

Stock disponible en pouvoir d’achat

donc il y a surcroît de pouvoir d’achat par rapport à ce que désire les agents

Mo

Création de

monnaie

Mo

P

Baisse

des prix

P\*

D

Md

P

**= >**

* La quantité de monnaie augmente (il y a création monétaire).
* Le niveau des prix varie. On envisage une baisse des prix.

Mo/P 🡪 expression de la valeur de la monnaie offerte en pouvoir d’achat (valeur réelle de la monnaie offerte). Dans les deux cas de perturbation, cela entraîne une augmentation du pouvoir d’achat de la monnaie disponible. Les agents comparent ceci avec leur propre demande de monnaie (Md/P) qui elle n’a pas changé. La monnaie offerte est supérieure à la monnaie demandée en terme réelle. Les agents font face à un surcroît d’encaisses réelles par rapport à ce qu’ils souhaitaient. De ce fait, ils s’en débarrassent 🡪 cela se traduit par une augmentation de la demande.

1ère perturbation : la quantité de monnaie augmente, ça veut dire que la monnaie offerte augmente.

2ème perturbation : le niveau des prix varie ;

Dans l’économie, la monnaie offerte sur les prix : Mo ; les deux situations de perturbation correspondent à une augmentation de ce pouvoir d’achat de monnaie disponible, les agents comparent ceci avec leur propre demande de monnaie qui elle n’a pas changé. Les agents sont face à un surcroît d’encaisses réelles par rapport à ce qu’ils souhaitaient et donc, ils s’en débarrassent.

Les agents ne gardent pas en permanence de la monnaie. Mais avec l’équation de Cambridge on a une explication du désir des agents de détenir en permanence de la monnaie.

Md / P = kY

(k = coefficient à déterminer dans une économie donnée, et Y = revenu réel)

L’encaisse réelle correspond au stock de monnaie que les agents souhaitent détenir en permanence mais exprimer sous forme d’un pouvoir d’achat. Ce qui intéresse les agents ce n’est pas d’avoir des liquidités, mais c’est d’avoir en réserve un certain pouvoir d’achat. C’est une expression de demande de monnaie.

L’équation de Cambridge explique comment la monnaie influence l’ensemble de l’économie. Ces études relatives à l’équation de Cambridge ont été menées par Marshall et Arthur Cécile Pigout (🡪 contemporain de Keynes).

Les autorités monétaires créent de la monnaie, donc la monnaie disponible augmente. Si ce sont les prix qui varient, on aura également une modification de la situation pour les agents. Arthur cécile pigout étudie ce qui se passe lorsqu’il y a une baisse de prix.

Dans les deux cas on aura la même conséquence. En effet, la monnaie offerte divisée par les prix augmente (Mo/P 🡪 stock disponible en pouvoir d’achat). Soit que les agents détiennent plus de monnaie, soit que le stock existant est gagné en pouvoir d’achat. L’offre de monnaie est supérieure à la demande de monnaie des agents. Ceux-ci réagissent en se débarrassant cette monnaie non désirée en dépensant. La monnaie devient un élément extrêmement perturbateur sur tous les marchés. Puisque les phénomènes monétaires provoquent des effets dans la sphère réelle (la sphère où on produit, on consomme, on investit).

Alors quand dans la théorie quantitative de Fisher, la monnaie n’agissait que sur les prix, avec l’effet d’encaisse réelle, la monnaie devient un élément qui modifie l’équilibre sur tous les marchés.

*3] Le rôle actif de la monnaie*

L’augmentation de la demande est en général proportionnelle sur tous les marchés. On suppose que la structure de la demande des agents ne change pas. Autrement dit, si les agents ont 10% en plus de liquidité, auront 10% en plus de dépenses d’habillement, 10% en plus de dépense en nourriture etc. Mais cette hypothèse peut ne pas être réalisée. Au contraire on peut imaginer que ce surcroît de liquidité puisse être utilisé uniquement sur un poste.

Si la structure de la demande ne change pas, on aura une augmentation de la demande sur tout le marché de biens et services. Cette augmentation de la demande suscite une augmentation de la production si celle-ci est capable de s’adapter à ce surcroît de demande (si on n’était pas en plein emploi). La monnaie a une influence très importante sur la croissance. Par contre, si on est en plein emploi, l’augmentation de la demande provoquera simplement une hausse de prix.

Les conclusions de ces études sont que la monnaie peut jouer un rôle très important dans la croissance ou dans le phénomène d’inflation. La monnaie reste neutre vis-à-vis de la production (n’a pas d’effet sur la production) si on est déjà en plein emploi et que la structure de la demande ne change pas, et si la structure de la production de ce fait ne change pas non plus. A ce moment là, l’effet se marque simplement sur les prix, et on retrouve donc la théorie quantitative qui expose que la création monétaire influence uniquement les prix.

Toutes ces études envisagent que la monnaie change effectivement quelque chose dans la sphère productive.

La monnaie a dans ce raisonnement là des effets beaucoup plus directs sur l’économie que dans la théorie keynésienne. Dans cette théorie, quand il y avait création monétaire, les effets passaient par le marché de la monnaie, par le taux d’intérêt, par le taux d’investissement. Il y avait des effets indirects et le cheminement était long avant que la création monétaire ait des effets sur la croissance.

Etudes de Don Patinkin en 1956 🡪 il détail le comportement des agents et ce que signifie l’accroissement de la demande. Il explique que les effets de la monnaie sont considérables parce que l’augmentation de la demande c’est l’augmentation de la demande de biens (🡪 effet sur la production de biens et services) et services, mais c’est aussi l’augmentation des placements des ménages sur les marchés financiers. Cette augmentation des placements a un effet sur la baisse des taux d’intérêt et sur le marché des capitaux.

(Effet sur la production des biens et services)

Demande de biens et services

Structure de la demande ne change pas

D

(Effet sur taux d’intérêt donc investissement)

Placements

**C] L’analyse de la demande de monnaie de Milton Friedman**

Friedman a été le chef de fil du monétarisme. Il appartient à l’école de Chicago aux USA. L’originalité de Friedman par rapport à tous ces collègues, qui sont monétaristes, est d’avoir étudié de façon extrêmement précise la demande de monnaie des agents. Sa démarche est essentiellement pragmatique. Il s’appuie sur des statistiques recueillies et étudiées pendant des années. Friedman a mesuré aux USA l’évolution du revenu global, l’évolution du stock de monnaie, l’évolution de la monnaie détenue par les agents et l’évolution des prix. Avec tout ça, il a fait de la corrélation statistique pour mettre en relation certaines variables avec d’autres. C’est à partir de cette étude qu’il a construit sa théorie de demande de monnaie. Sa théorie est vérifiée statistiquement en tout cas sur l’économie des USA avant 1950.

*1] La notion de patrimoine*

Friedman a mesuré les actifs détenus par les ménages aux USA pendant près de 90 ans. Il a trouvé que les ménages ont un comportement relativement stable, ils détiennent en permanence un certain nombre d’actif dont l’ensemble constitue leur patrimoine. ( ≠ Keynes étudie le revenu des agents). Le patrimoine est constitué de la façon suivante :

* Actifs monétaires : C’est ce que les agents conservent sur un compte en banque.
* Actifs financiers : Titres (actions, obligations)
* Actifs réels : Exemple 🡪 patrimoine immobilier
* Actifs humains : C’est ce que les agents possèdent en terme de force de travail. Leur compétence, leur potentialité en terme de richesse personnel. Qu’est-ce qu’ils sont capables de faire avec leur compétence ?

Les ménages dans leur ensemble possèdent tous ces actifs entant que groupe. Ce patrimoine se constitue en fonction des goûts et des préférences des agents. Mais dans toutes les zones les ménages essaient de constituer ce patrimoine de façon à maximiser leur situation en terme de richesse. Tous les actifs vont procurer un service ou un revenu. Les actifs humains permettent d’avoir un revenu du travail ; les actifs réels permettent des revenus en terme de loyer ; les actifs financiers procurent un revenu en termes d’intérêts ou de dividende ; les actifs monétaire ne procurent pas des revenus en tant que tel, mais procurent des services importants (ils permettent en effet de se protéger contre l’illiquidité). Les agents choisissent la structure du patrimoine, et cette structure sera stable à long terme.

Cette stabilité se reflète dans la demande de monnaie

*2] La demande de monnaie*

Revenu permanent

Patrimoine

A long terme

Flux de revenu

Les agents ont constitué un patrimoine 🡪 mesure de la richesse des agents 🡪 revenu permanent des agents.

La demande de monnaie de l’agent est un élément du patrimoine, c’est donc un actif qui s’intègre dans la richesse des agents. Friedman exprime alors la demande de monnaie comme étant en terme réel une fonction du revenu permanent. Il reprend l’équation de Cambridge sous une forme un peu différente : Md / P = α Revenu permanent / p

La fonction de demande de monnaie repose sur le caractère actif du patrimoine.

Cette relation ressemble beaucoup à ce qu’avait imaginer l’équation de Cambridge, mais avec un élément important chez Friedman 🡪 le rejet de toute la théorie keynésienne. Lorsqu’il explique que la demande de monnaie est une fraction du revenu permanent, il explique bien que la demande de monnaie est constituée par des encaisses de patrimoine (c'est-à-dire des encaisses qui s’apparentent à des encaisses de précaution). Friedman arrive à cette relation simplifié après avoir étudier l’influence du taux d’intérêt sur la demande de monnaie (toujours avec des outils statistiques). Il ne trouve aucune corrélation entre les variations de taux d’intérêt et les variations des encaisses. C’est pour lui le signe que Keynes s’est trompé. Il n’y a pas d’encaisse spéculative. On abouti à ce moment là a une vision de la demande de monnaie radicalement différente.

Parmi les variables qui vont influencer la demande de monnaie, il étudie le taux d’intérêt, il étudie le rendement des actifs, et il en conclu que le taux d’intérêt n’a aucun rôle, en tout cas à court terme. Les agents ont un comportement très stable. Ils ont étudié le rendement des actifs à long terme (évolution sur une 10 aine d’années). Donc il n’y a pas de demande de monnaie pour motif de spéculation, donc il n’y a pas d’instabilité de demande de monnaie. Friedman montre que la demande de monnaie des agents est stable.

La conclusion de Friedman c’est que la demande de monnaie ne varie jamais de façon brutale à court terme. Ceci dû au fait que la monnaie sert pour les encaisses de précaution et les transactions. Nous avons là le fondement d’une politique monétaire.

On ne peut prendre des mesures de politique monétaire que si on connaît le comportement des agents, celui-ci doit donc être stable.

**D] Le monétarisme**

C’est un nom générique qui englobe différents auteurs, différentes écoles de pensées. Toutes ces écoles de pensées ont pour principale caractéristique de privilégier l’influence de la monnaie pour expliquer les fluctuations économiques. 🡪 Ecole de Chicago et Ecole de Saint Louis. Le monétarisme s’est imposé dans toute la pensée économique au cours des années 1960. Le monétarisme a provoqué autant d’application (en se combinant des idées libérales pendant les années 1980) que l’avait fait le keynésianisme pendant la période d’après guerre. Sous l’influence de ces idées, les keynésiens ont évolué, et sur le plan de la monnaie, on peut dire que dans les années 1990, il y a un certain nombre de conclusions convergentes entre les monétaristes et les néo-keynésiens. La divergence fondamentale qui subsiste est dans le degré d’influence des différentes variables. Les monétaristes insistent davantage sur la quantité de monnaie et les keynésiens sur les phénomènes liés au taux d’intérêt.

Le monétarisme se caractérise par un certain nombre de conclusions qui sont communes à tous les auteurs.

*1] Effet direct de la création de monnaie sur l’évolution du revenu global*

Tous les monétaristes pensent qu’il y a des effets direct et important de la création monétaire sur l’économie. Mais ils précisent très précisément court terme et long terme. A la suite de Friedman, ils arrivent tous à la conclusion selon laquelle à court terme la création monétaire a un effet sur la croissance et l’emploi et aussi sur les prix. Mais cet effet est temporaire et à long terme l’effet de la création monétaire se marque uniquement dans les prix. Tous les auteurs insistent essentiellement sur l’effet nocif de la monnaie lorsqu’elle provoque des augmentations de prix sur le long terme. Ils étudient les inconvénients de l’inflation permanente dans une économie. Par ailleurs, ils sont portés non pas à ce réjouir de l’effet à court terme, mais à montrer que les inconvénients de ces effets temporaires, il vaut mieux s’abstenir de toute relance temporaire. Plus la relance temporaire est forte plus les effets sur les prix à long terme seront importants 🡪 effet déstructurent sur l’économie.

Revenu permanent : le revenu moyen que l’on peut tirer d’un patrimoine. L’agent possède un patrimoine, et du fait de ce patrimoine, il possède un revenu périodique. Ce revenu peut être envisagé sur le long terme, et c’est ce qu’on nomme le revenu permanent. Ce revenu permanent est un indicateur de la richesse global collective qui sous-tend les décisions des agents.

Une fois que Friedman a fixé cette notion de richesse des agents, il peut fixer la demande de monnaie. Son apport est celui d’une restitution de demande de monnaie stable après des années de vision Keynésienne où la demande de monnaie est instable. Cette monnaie est constitutive du patrimoine, c’est un élément important du patrimoine. La détention de la monnaie ne varie pas en fonction du taux d’intérêt. C’est sur ce point là que Friedman s’oppose à Keynes, puisqu’il refuse d’admettre qu’il y ait une demande de monnaie pour motif de spéculation (l’agent chez Keynes cherche à profiter des variations des taux d’intérêt).

-Fiche 4-

Quand il y aura une augmentation de l’offre de monnaie faite par les institutions monétaires, selon Keynes, cette augmentation de l’offre de monnaie va rencontrer une demande de monnaie instable ; Donc les agent face à cette augmentation de l’offre de monnaie peuvent augmenter la demande de monnaie et thésaurisé (🡪 aucun effet). Mais si les agents ne thésaurisent pas, on aura une baisse du taux d’intérêt et éventuellement *une baisse du taux d’intérêt.*

Par contre, dès l’instant où Friedman adopte l’hypothèse de monnaie stable, les agents agissent tout de suite quand on veut leur imposer une offre de monnaie. On est face à une augmentation de monnaie qu’on n’avait pas désiré, donc les agents se débarrassent de la monnaie en la dépensant. Le lien directe entre l’augmentation de la monnaie et les dépenses des agents perturbe l’équilibre des biens et service, ainsi que la production.

Les agents se débarrassent de cette monnaie, car un surplus d’émission de monnaie fausse le patrimoine.

A partir de l’analyse de Milton Friedman, un mouvement large c’est créé : le monétarisme.

**D] Le monétarisme**

Tous ces auteurs partagent un certain nombre d’idées de base, même si dans les mécanismes mis en œuvre il y a des différences.

Le monétarisme s’appuie sur la croyance selon laquelle le déterminant principale de l’état de la demande global macroéconomique est la monnaie.

Il faut distinguer les effets à court terme des effets à long terme.

*1] Les effets directs de la création de monnaie sur l’évolution du revenu global*

A court terme, les agents se débarrassent de la monnaie non désirée. Il y a donc un effet direct sur la dépense.

-fiche : les fluctuations-

Lorsqu’il y a un choc monétaire, cela provoque un surcroît de dépense qui entraîne un surcroît d’activité. On aura donc temporairement une augmentation du revenu global dans l’économie. Ce choc monétaire a un double effet. Les effets se portent d’une part sur la production, les entreprises vont répondre à l’augmentation des dépenses par une augmentation de la production. Mais dans certains secteurs, si on est au maximum des capacités productives, ou qu’il y a des difficultés à accroître la production, les prix augmenteront. La politique monétaire de relance est extrêmement active et a des effets directs sur l’économie. Mais cette hausse temporaire va provoquer des ajustements. Notamment des ajustements au sein du patrimoine des agents. Parce que les agents vont se trouver avec une situation dans laquelle ils vont avoir initialement plus de monnaie ; dès lors, pour restaurer la structure de leur patrimoine, ils vont essayer d’acheter d’autres actifs. Ils vont commencer pas substituer à la monnaie des actifs financiers, ce qui aura pour effet de faire monter le prix des titres financiers. Ils vont également acheter des biens et des services. Donc tous ces mouvements qui visent à restaurer le patrimoine des agents vont provoquer dans l’ensemble de l’économie (marché des services, des actifs financiers) des hausses de prix. Toutes ces hausses de prix vont évidemment diminuer le pouvoir d’achat es agents. A ce moment là, pour conserver leur pouvoir d’achat, les agents vont garder davantage de monnaie. Il y aura donc un ralentissement de l’activité économique. La production va donc elle aussi diminuer, mais il va subsister un niveau des prix plus élevé que précédemment. La relance monétaire a donc provoqué de l’inflation. Cette inflation restera dans la mémoire es agents. C’est là que les monétarismes attaquent le plus la politique monétaire. Lorsque les agents ont connu un choc monétaire, ils ont appris à gérer l’effet d‘un choc monétaire. Ils savent que si on créer plus de monnaie, les prix vont augmenter. Et pour relancer l’économie grâce à un choc monétaire, il faudra un choc monétaire encore plus fort pour que les agents soient surpris dans l’économie, sinon il vont simplement intégré la croissance de la monnaie dans l’économie, et il n’y aura plus d’effet réel dans l’économie. La création monétaire n’a qu’un impact à court terme sur la production, mais a un effet à long terme sur les prix. Il détruit l’illusion de la relance économique par un politique monétaire.

*2] Inflation et politique monétaire*

Position commune de tous les monétaristes :

* L’exogénéité de la monnaie

Pour tous les monétaristes la monnaie est créée en dehors de l’économie réelle. Cela revient à dire que la monnaie est sous le contrôle des autorités monétaires. Et c’est ce qui permet à ces dernières de créer des chocs monétaires. La monnaie n’est pas créée parce que l’activité économique augmente, mais elle est créée par les autorités monétaires et s’impose au système réel. C’est la variation de la masse monétaire qui est à l’origine des fluctuations du revenu global. Ils ne nient pas qu’il puisse y avoir des effets en retour.

L’instabilité économique résulte de la variation de l’offre de monnaie. Ils sont nombreux à partager l’idée que l’économie réelle évolue de façon relativement régulière en l’absence de choc monétaire. L’économie réelle, dans leur perspective, ne subit pas de choc extrêmement important. L’économie réelle est soumise à des facteurs réels qui limitent la capacité productive. L’économie réelle peut être gouvernée de façon satisfaisante par le jeu de la concurrence. (🡪 idées du courant classique qui accordent la primauté aux facteurs réels pour expliquer la croissance).

* Il faut empêcher la monnaie de provoquer des perturbations.

La mission des autorités monétaires est de contrôler l’émission de monnaie de façon à ce qu’il soit possible de permettre la croissance réelle. La politique monétaire doit donc être calculée en fonction de la croissance réelle ; elle doit être stable pour éviter les chocs. Elle doit être définie à moyen terme.

Lorsque l’inflation est établie, pour éviter un choc, il faut freiner progressivement le rythme de l’accroissement monétaire. Les monétaristes s’opposent à toute politique activent à court terme.

*3] Le rejets des politiques keynésiennes*

L’objectif prioritaire des monétaristes est la lutte contre l’inflation. Les monétaristes reprennent l’idée du courrant classique. Les prix ont un rôle particulier dans une économie de marché. Ce sont eux qui sont chargés de véhiculer l’information. Ils constituent les premiers indicateurs de déséquilibre.

Pour savoir dans quels secteurs investirent, il faut savoir dans quels secteurs il y a une offre insuffisante (🡪 la où les prix sont élevés). Le phénomène d’inflation brouille l’information et fausse l’allocation des ressources. Lorsqu’il y a de l’inflation, les entreprises croient faussement qu’il y a une offre insuffisante alors que la hausse des prix est due à l’inflation.

… 2e effet de l’inflation

L’inflation a un effet sur les anticipations des agents.

-fiche 5-

L’inflation a un effet sur le taux d’intérêt nominal. Chez Keynes, ce dernier résulte de la rencontre entre l’offre et la demande de monnaie. Les autorité monétaire ont la possibilité de faire varier ce taux en injectant de la monnaie. Pour les monétaristes ce taux d’intérêt se fixe à la suite de la rencontre entre l’offre et la demande de crédit. Ce qui est totalement différent de l’offre et la demande de monnaie. Le taux d’intérêt nominal est la somme du taux d’intérêt réel et du taux d’inflation. Si un prêteur veut obtenir un rendement de son épargne, de son prêt, de 3%, et il sait que la hausse des prix sera de 4%, pour cela il devra donc demander une rémunération de 3+4%. Le préteur va donc augmenter le aux d’intérêt en fonction du taux d’inflation prévu. Pour les monétaristes, lorsqu’on crée de la monnaie et qu’on s’adresse à une population qui a déjà connu un choc monétaire, on crée une anticipation d’inflation chez ces agents. Ceux-ci intègrent cela dans les taux d’intérêt qu’ils demandent. Plus on crée de la monnaie, plus les taux d’intérêt augmentent parce que les agents prévoient de l’inflation.

* Les politiques budgétaires de relance induisent une création de monnaie.

Une politique budgétaire de relance signifie des dépenses publiques plus importantes. Ces dépenses publiques vont s’adresser à un certain nombre d’entreprise qui fourniront des équipements, du matériel etc., et comme l’Etat paye toujours en retard, il y aura des demandes de crédit. L’Etat va se financer lui-même, parfois, par des bons du trésor. Les banques qui possèderont des bons du trésor pourront se refinancer au près de la banque centrale, ce qui créera de la monnaie.

* Lorsque les politiques de relance sont financés par l’emprunt, on voit apparaître l’effet d’éviction.

-Fiche 6-

Lorsqu’il y a une politique budgétaire de relance, il y a brutalement une augmentation des dépenses générales, ce qui provoque un déplacement de la courbe IS. Le marché des biens et services brutalement se situe à un niveau plus élevé. Cet effet de la politique budgétaire peut se situer dans une zone où il y a énormément de liquidité. Nous sommes dans une situation de surliquidité de l’économie. Le fait qu’il y ait cette zone horizontale signifie que les agents détiennent énormément de monnaie (🡪 trappe à liquidité). Il n’y a donc pas besoin de créer de la monnaie, puisque tout le monde a trop de monnaie. On augmente donc le produit global sans créer de la monnaie. C’est le cas où la politique de relance keynésienne est totalement bénéfique. Mais il se peut que la politique de relance keynésienne se situe dans une économie possédant moins de liquidité. A ce moment là, on est dans le cas ou la courbe IS se déplace dans une zone croissante de la courbe LM (IS rouge) Cela signifie que les agents détiennent de la monnaie mais pas suffisamment pour faire face à l’augmentation de l’activité, donc il faut avoir plus de monnaie pour les transactions. Cette monnaie nécessaire pour les transactions, nous allons la trouver dans les encaisses spéculatives des agents. A ce moment là, il faut amener les agents à diminuer leurs encaisses spéculatives pour pouvoir utiliser cette monnaie dans les transactions, dès lors, il faut monter les taux d’intérêt.

-Fiche 7-

Pour les monétaristes, il n’y a pas d’encaisse de spéculation et la demande de monnaie est stable ; il n’y a donc aucune possibilité de puiser dans les encaisses spéculatives. La courbe LM est insensible au taux d’intérêt. Il y a une quantité de monnaie dans l’économie qui ne bouge pas et dans laquelle ont ne peut pas puiser. Donc on ne peut pas augmenter l’activité économique, car chaque fois qu’on essaie d’augmenter l’activité économique on se heurte au manque de monnaie. Le seul moyen est de créer de la monnaie supplémentaire. La courbe LM se déplace vers la droite, et c’est à cette seule condition que la politique budgétaire devient efficace. Mais cette politique budgétaire s’accompagne d’une hausse du taux d’intérêt beaucoup plus importante. S’il n’y a pas cette création monétaire, la politique budgétaire ne peut être active. Comme il n’y a pas de monnaie suffisante pour les transactions, il y aura simplement une hausse du taux d’intérêt qui découragera la dépense privée, au détriment des investissements. L’effet d‘éviction est l’augmentation de la dépense publique se traduit par une diminution de la dépense privée. Les monétaristes parlent du marché des fonds prêtables. Puisqu’il n’y a pas d’encaisses spéculatives, il n’y a pas suffisamment de monnaie, donc pour financer les dépenses publiques, il faut emprunter, et comme l’offre de fonds prêtables est limitée, on va évincer la demande privé. Les monétaristes rejettet la politique keynésienne, au profit d’une politique de moyen terme qui vise à favoriser la demande privée.

Création monétaire et banque centrale

I- Banques commerciales créent la monnaie, limitées par le besoin en monnaie centrale

A- Création de monnaie scripturale et fiduciaire

B- Est limité par le besoin en monnaie centrale

II- Banque centrale contrôle la création monétaire via des instruments

A- Contrôle de l'inflation en s'appuyant sur l'analyse monétariste

B-Contrôle via les RO et le marché interbancaire

Rôle des banques commerciales dans l'activité économique

I- Banques commerciales financent l'économie jusqu'en 1980

A- Financement indirect, avantages

B- Inconvénients et évolutions

II- Rôle des banques commerciales a diminué, mais l'intermédiation reste importante

A- Financement direct, avantages

B- Inconvénients et persistance de l'intermédiation