**Théories marchés financiers**

Chap 1 : MARCHE DES CAPITAUX, LEURS PRODUITS ET LEURS ACTEURS

Marché : lieu de rencontre, mode de transaction entre les vendeurs et les acheteurs afin d'échanger une vaste gamme d'actifs appelés produits financiers. On y échange des titres de créances, de propriété et des devises, des risques associés aux variations de prix, des produits d'autres segments, etc. A chaque produit correspond un marché.

Quand une entreprise émet une obligation → émission sur le marché primaire, une fois acquit on le trouve sur le marché secondaire. Les marchés sont ouverts a toutes les entreprises (privées, publiques, financières…) en leur permettant de s'y financer. En réalité, on voit que les privées achètent des actions, les publiques et privées des obligations et enfin les financiers des produits dérivés.

Les investisseurs institutionnels sont les principaux acteurs et investisseurs du marché financier.

Principe de fonctionnement des marchés depuis les 60s-70s dans les pays riches :

Avant la WWII, ces pays sont déjà développés. Après le jeudi noir, 24 oct 1929, ces pays connaissent un déclin. De plus, il y a une déséquilibre dans les 70s avec les 2 chocs pétroliers (73 et 79) → contexte de stagflation. Le système de Bretton Woods avec une parité de change fixe ne doit pas s'éloigner de l'étalon de référence. En 1976, la chute de Bretton Woods provoque un passage d'un taux de change fixe à un taux de change flottant; avec ce nouveau système adopté, le taux de change varie librement. Cela a pour conséquences une instabilité des échanges qui provoquent un profond déséquilibre. Cependant, il y a un développement des produits financiers avec la création de produits qui peuvent compenser l'inflation et faire donc varier les taux de change. Depuis ces années, les marchés des capitaux n'ont cessé de s'ouvrir jusqu'à la crise que nous connaissons actuellement.

1. Le marché monétaire :

Marché monétaire : marché de la dette à CT et MT. On émet des titres de dettes (créances) qui ont la caractéristique d'être remboursable. Ces titres ont une échéance qui va de qlq jrs a qlq années.

Les plus courants : 1 à 2ans, 5 ans et parfois 10 ans.

Mi 80s : réforme du marché monétaire en France. Avant il y avait un marché exclusivement réservé aux banques (interbancaire). Le lieu des interventions est à la BC. Refinancement des banques : elles contractaient entre elles des fonds, des emprunts, des réméré (vente de titre avec faculté de rachat). Maintenant ce sont plus des opérations de pension : « repo » (repurchase agreement).

1985 : introduction de titres de créances négociables (TCN). Le marché monétaire demeure le lieu de financement interbancaire avec l'intervention de la BC. Il s'agit de titres qui ont permis l'ouverture du marché aux entreprises (avant réservé aux institutions financières).

Il existe plusieurs catégories de créances négociables, les entreprises émettent donc des TCN et les banques de dépôts de créances négociables (DCN) → émission de bons de créances négociables possibles et spécifiques aux banques. Ce qui différencie les TCN, ce sont les montants généralement supérieurs à 150 000€. Les certificats de dépôts négociables on une échéance d'un jour à un an (c’est pareil pr les billets de trésorerie). L'échéance des autres peut aller jusqu'à 10ans → Création d'un continuum de l'échéance de la dette. (avt différence entre LT et CT).

Le marché est ouvert aux entreprises afin de pouvoir s'y financer. Les principaux émetteurs restent cependant les banques avec 80% des dépôts. Ces dernières doivent être actives car elles se financent en émettant des titres à cause des OPCVM, des institutions financières qui les concurrencent → ressources des banques réduites. Elles compensent donc avec le marché financier.

En France, les titres émis par les banques représentaient 5-6% du bilan, or depuis les 00s, elles représentent la moitié du bilan.

L'ensemble des sociétés financières a un encours de 831M → TCN émis par ces sociétés (bien supérieur aux autres encours.) Les bons du trésor négociables (BTN) émis par les APU ont une durée de vie très courte (3 , 6 mois, 1an → faible échéance a taux fixe). La fréquence et l'émission sont variables, le montant varie en fonction des besoins de trésorerie.

Les émetteurs de bons de trésorerie sont principalement des grosses entreprises. Le marché est très concentré, il est réservé à un petit nombre d'entreprise. Les principaux investisseurs sont dans les secteurs financiers (encours d'actifs). Ce n'est pas la vocation des APU et des entreprises, c'est celle des banques. Le marché financier reste animé grâce à elles.

1. Le marché obligataire :

Il s'agit du marché de la dette à LT. L'État et les entreprises s'y financent en émettant des obligations dont l'échéance est toujours supérieure à 1an (le plus svt sup à 5-10ans).

Le marché obligataire recouvre à lui seul le seuil du marché monétaire → continuum d’échéance, il y a le choix entre le marché monétaire ou financier, seule l'échéance change.

Les obligations sont des titres de créances remboursables. La plupart sont à taux fixe, d'autres à taux variables, le taux est révisable. Certaines entreprises versent des rentes perpétuelles, il n'y a pas d'échéance → coupon.

Dans une obligation standard, la personne qui détient l'obligation reçoit un coupon.

Coupon : rapport entre l'intérêt versé et le montant de l'émission. Le taux du coupon est de plus en plus élevé selon le niveau des taux d'intérêts, selon la monnaie d'émission (change), la durée du prêt et le risque de l'émetteur.

Le risque est évalué par des agents de notation : risque de défaut que l'émetteur ne puisse pas rembourser sa créance. Il y a 3 grosses agences (2€ et 1US). Les notes correspondent a des lettres (AAA-AA-A-BBB...) de manière décroissante. En AAA les risques de défaut sont quasi-nuls (ex : Fce, SNCF …). CC-> buenos aires.

L'obligation émise par un État bénéficie en général d'une très bonne note ce qui veut dire que le risque de non remboursement est nul → remboursement et rémunération faibles pour les autres, à cela s'ajoute les autres risques. Si un État a une politique instable, la note sera plus faible.

Ce sont les taux d'intérêts apparent de l'obligation qui ne correspondent pas forcément au taux de rendement de l'obligation, c'est la force entre le prix et de vente et le prix du revenu. L'obligation peut être revendue sur le marché secondaire. Lors de la revente, le prix de vente peut être supérieur au prix d'achat. Les cours des obligations varient en sens inverse de celui des taux d'intérêt → effet balançoire.

Effet balançoire : il faut comparer les anciennes obligations à celles émises actuellement. Lorsque le taux d'intérêt baisse (5 a 3%), les obligations émises deviennent plus attractives que celles émises aujourd'hui avec un taux de 3% sur le marché secondaire : son cours va augmenter sur le marché secondaire (anciennes obligations). En cas inverse, le cours des obligations diminue et les anciennes obligations se vendent plus facilement. Quand le détenteur d'une obligation décide de vendre sur le marché secondaire, il s'expose à un risque de perte d'autant plus grand que l'aug du taux d'intérêt par rapport à la date d'émission et de revente. Dans ces 2 cas extrême, le taux de rendement peut être négatif. Le risque de perte est plus lié à la revente qu'au remboursement.

Un émetteur particulièrement actif : l'État et les APU. 1/3 émissions réalisées pour le compte de l'État (2008 – 37M ds l'ens des secteurs résidents frcs.). Il enregistre 743M d'encours et APU 821M. Du coté des entreprises, 127M d'encours et il est en déclin (avt 30% encours émis par État). Cela cache une tendance : c'est une forte progression des entreprises sur les marchés étrangers et autres places financières. On a de plus en plus de flux vers l'étranger, même pour les APU.

Le marché obligataire a assez profité de la crise, refuge pour les investisseurs. Le plan de relance pousse l'État à faire davantage, on assiste à une montée du volume et de la part des dépenses publiques. Les investisseurs se tournent vers les valeurs sures.

1. Le marché des actions :

Le marché des actions est aussi appelé marché de la bourse. On y échange des actions (titre de propriété émis par une entreprise). Les actions ne sont pas des titres remboursables. Le détenteur acquiert un droit sur les bénéfices de l'entreprise.

Actions classiques → rémunération variable (obligations fixe), appelée dividende. Les actionnaires ne répartissent pas tous les bénéfices, politique de dividende. L'évolution des dividendes rapportée à l'EBE permet de voir que le rapport a aug (70-80 : 13% ; auj 27%).

Aujourd'hui, le poids des actionnaires s'est accru. Le taux de rentabilité d'une action est mesuré avec l'investissement initial et les gains réalisés. Le taux de rentabilité ne se limite pas au dividende car il peut y avoir une plus ou moins value en cas de revente.

Il existe un marché primaire pour l'acquisition et un marché secondaire pour la revente. Si on revend plus cher, plus-value. Dans le cas contraire, il y aura une moins value, qui ne sera peut être pas couvert par les bénéfices.

L'actionnaire dispose d'un pouvoir de décision qu'il n'utilise quasiment jamais. En cas de faillite, les actionnaires ne disposent pas d'un droit de priorité tant que les autres n'auront pas vu leurs prêts remboursés. Ils ont un droit sur l'actif net, si ce dernier est nul, l'actionnaire perd la totalité de son investissement mais pas au delà car il a une responsabilité limitée a la hauteur du capital apporté => clause de responsabilité limitée.

Taux de rentabilité = taux de croissance de la richesse initiale =

(px revente en t+1 - px achat en t + dividendes en t+1) / px achat en t

Vocabulaire : plus ou moins values :

* sans vendre : plus ou moins value «latente»
* Lors d’une vente : plus ou moins value «réalisée»

1. Le marché des changes :

Les ménages sont peu friands d’actions (contrairement aux anglo-saxons). Ils ont un mauvais a priori du marché financier.

Le change s’explique par la transaction sur le marché des changes comme une vente de $ contre d’autres $ (avec une anticipation du $ à la baisse). La tendance baissière correspond à la vente nette de $ (on vend plus qu’on achète)

Caractéristiques du marché :

1. forte intégration, les indices évoluent de la même manière. Cependant, quelques places se font concurrence => intégration avec un pôle de compétitivité
2. marché de gros (professionnels, gros montants échangés)
3. marché du risque

Marché intégré, sans frontière : vastes réseaux électroniques (→ dimension planétaire), il est dématérialisé. Les ordres d’achats et de ventes sont reliés à des réseaux d’informations financières. Il y a des opérations pratiquement en continu grâce aux décalages horaires. Le cambiste est chargé des opérations de changes. On trouve partout les mêmes produits et procédés => confère une grande unité : pas de pôle identifiable par le marché des changes.

De plus, c’est un marché global car il fonctionne partout dans le monde.

Marché de gros (différent des opérations de détail) : montants importants par les professionnels. Les clients d’une banque n’ont pas accès aux marchés bancaires, donc ils passent par les banques (sauf gde multinationale). La BC intervient pour soutenir le cours du change de leur monnaie et pour régulariser en cas de politique monétaire.

Il s’agit d’un système de change flottant. Quand elle le souhaite, la BC peut être amenée à effectuer des échanges sur le marché des changes.

2007 chaque jour : 3 200 Mds de $ échangés (x1,5 PIB France)

Les réserves de change de la BC font peu de poids par rapport au montant des échanges. Il faut que la BC parvienne à influencer les anticipations => difficile d’influencer le cours, légèrement plus possible en se coordonnant.

Marché du risque : grande instabilité financière, les agents économiques peuvent faire varier, mieux gérer les risques de change (perte liée aux variations du cours de change). Une entreprise est soumise au risque des lois que ses avoirs (actifs) en devise actuelle ou potentielle diffèrent de ses engagements (passif) potentiel ou actuel, on dit que sa position de change est ouverte.

Le position du change, créditrice (longue) ou débitrice (courte), expose au risque de change. Afin de le gérer, il faut rétablir l’équilibre (avoirs - crédits, combinaisons d’opérations).

La transaction de change en comptant est effectuées et conclue immédiatement. Les opérations sont sur la fixation des prix et la livraison de la devise.

Il y a 2 modalités d’importance inégale :

- change scriptural, vir de compte à compte entre banques (représente la quasi-totalité).

* change manuel qui est marginal et représente une infime partie (sous forme de billets).

Les banques ont des comptes chez leurs correspondants étrangers, les mouvements physiques de fonds se font entre les banques :

40% des opérations bancaires sont comptants.

60% des opérations sont des transactions à terme. Cela veut dire qu’il y a un décalage entre la date de la transaction effectuée et la date où elle est conclue (livraison décalée de 1,2 mois ...)

Le taux de change retenu dans ces cas là est celui du jour de l’opération, effectué sur la base du cours à terme. Le cours à terme est particulier car le cours est certain mais relatif au futur, ce qui permet d’effectuer une opération dans le futur. Ce cours reflète les anticipations à la date t, t+1, ... de ce que sera le marché. Mais en t+1, le cours au comptant aura toutes les chances d’être différent du cours à terme qui avait été formé en t pour t+1.

Lorsque le taux de change à terme est plus élevé que celui du comptant, il y a déport, dans le cas contraire il y a report :

Devise déport quand cours à terme < cours en comptant : marché anticipe un cours plus faible

Devise report quand cours à terme > cours en comptant : marché anticipe un cours plus élevé

Le marché des changes se prête bien à l’illusion des 3 grandes catégories des investissements. Ces opérations sont liées les unes aux autres car sans spéculation il n’y a pas de couverture possible.

1. Arbitrage : combiner plusieurs opérations qui permettent de tirer du profit d’écart de cours constatés.

Free lunch : opération sans prise de risque qui permet de faire du profit

Ex : opérateur européen sur marché des changes constate que c’est moins cher d’acheter des livres contre des euros en passant par le dollar ( $ - € - £)

L’opportunité d’arbitrage : sans prendre de risque, l’opérateur économise entre cours croisés € - $ x $ - £ et cours direct $ - £

Si tous les opérateurs saisissent l’opportunité, l’€ baisse et la £ baisse. Le cours croisé augmente et le cours bilatéral baisse. L’écart positif va réduire jusqu’à disparaitre.

L’arbitrage provient de l’existence d’écarts jusqu’à sa résorption. Sur le marché d’équilibre, il n’y a pas de possibilité d’arbitrage.

1. Couverture : «Hedging» opération par laquelle les opérateurs cherchent à se prémunir contre une

Évolution, situation défavorable.

Ex : un détenteur est face à la baisse du cours de la devise qu’il détient. Le règlement se fait face à la hausse de la devise. Sur le marché des changes, l’opérateur peut être amené à se couvrir, opérations de couverture pour les firmes.

1. Spéculation : c’est un pari sur l’avenir, prise de risque délibérée en vue d’une espérance d’un gain sur l’avenir. Soit l’emprunteur réalise un gain, soit il réalise une perte.

=> si pari sur la baisse de l’€ , la stratégie est d’emprunter des € et de les vendre contre des $ . Une fois la baisse de l’€ avérée, il va revendre contre des $ , il pourra ainsi rembourser son emprunt et réaliser un profit. Si on se trompe, le spéculateur devra rembourser les € empruntés après le change contre des $.

Toute activité économique en soit est spéculative. Elle est consécutive de l’activité économique et du fonctionnement de l’économie.

Effet sur la volatilité : si elle est faible, les opérateurs s’attendent à des mouvements de cours temporaires. Ils parient sur la hausse d’un cours qui va baisser et la baisse d’un cours qui va augmenter. Dans ce cas, la spéculation est stabilisante. Ils vont participer à la hausse ou à la baisse des cours. Dans une période de grande volatilité => durable, estimation sur la hausse des titres (anticipations) et inverse en amplifiant la baisse. Dans ce cas là, elle est extrêmement déstabilisante car en amplifiant la hausse et la baisse, elle donne naissance à des cracks.

1. Les marchés dérivés:

Marché financier : échange de titres mais aussi des risques encourus : le risque de l’action est de voir son cours baisser et celui de l’obligation de voir son taux d‘intérêt augmenter, initialement créer pour se couvrir.

Le marché sur lequel les risques sont échangés sont les marchés qui dérivent des marchés comptants de opérations à terme sur divers sous-jacents (devises, actions) issus des marchés comptants. L’opérateur est soumis aux risques de variation de ces sous-jacents.

Il existe 3 grandes catégories de produits dérivés/ d’opérations (qui peuvent être combinées) :

* «futures» : contrat à terme ferme (obligation d’exercer ce contrat à échéance)
* «options» : contrats optionnels, plus flexibles grâce à une prime, qu’on ne peut pas exercer si c’est plus avantageux pour l’opérateur d’acheter le sous-jacent au comptant.
* «swaps» : contrats d’échange de dettes ou de tî.

Pour quels types de risques on utilise ces produits dérivés :

* pour couvrir le risque lié aux opérations internationales (risque de change)
* Pour se couvrir contre la variation du tî
* Pour se couvrir contre la variation des prix.

Depuis les 80s, ces produits ont connu une évolution très forte. En moyenne, les montants sur lesquelles portent ces opérations ont à peu près doublé tous les 4ans jusqu’aux 2000s et encore plus vite jusqu’à 2007. Les contrats d’options sont ceux qui ont augmenté le plus rapidement.

Plus de la moitié des opérations ont lieu aux USA. Jusqu’à la crise, la croissance était beaucoup plus forte en Europe qu’aux USA.

Le marché dérivé s’est développé dans une situation d’instabilité économique (70s) avec la chute de Bretton Woods, le change flottant, l’instabilité du taux de change, les chocs pétroliers. Tout cela a eu un impact sur les tî exigés par les créanciers, dû à une forte inflation du pétrole (OPEP). Ce marché a été créé pour que les agents économiques puissent mieux gérer les risques.

Transférer son risque : trouver une contre partie qui lui vend un contrat de vente à terme => peu de chance que les besoins de couverture se fassent facilement. La couverture est possible que si certains opérateurs acceptent de prendre les risques, elle est en vu d’être facilitée par la spéculation des autres.

Marché de gré à gré différent des marchés organisés.

| Marché de gré à gré | Marché organisé |
| --- | --- |
| négociations bilatérales  contrat sur mesure (sinon standardisés)  4/5 des opérations ( en augmentation)  bonne fin des opérations non garantie.  Caractéristiques du contrat fixées par les agents | définit les limites  chambre de compensation  contrepartie  1/5 des opérations  Toutes les caractéristiques du contrat définies |

Dérivé de crédits : CDS (Credit Default Swaps). Essor 2000s. C’est un instrument qui transfère le risque de crédit sur la contrepartie. Il s’agit d’une incitation à contrôler le risque qui se perd. Avant ils étaient échangés sur le marché de gré à gré mais le contrôle était insuffisant. La solution serait de réguler les transactions sur les produits dérivés en les opérant sur les marchés organisés.

Il existe des CDS négociables avec la possibilité de les revendre.

La solution radicale serait de supprimer le marché secondaire des contrats à terme et autoriser que ceux adossé à la détention de sous-jacents.

**Chap 2 : LES TAUX D'INTERETS**

Ils concernent tous les produits dont le revenu et la valeur dépendent du tî : produits de taux (TCN, obligations, produits dérivés ...)

*Tî* : variable important car elle détermine le coût des ressources empruntées et influence les décisions d’investissement. De plus, comme il détermine les prix et les revenus, il détermine les décisions d'épargne et de consommation. Il intervient également dans la détermination du taux de change (influence sur le commerce extérieur).

Il s’agit d’une notion économique fondamentale qui crée des divisions d’idées sur l’influence du tî et sa formation.

Cependant, il y a une remise en question du bien fondé du tî (M-âge et économie islamique).

1. **Le taux d’intérêt comme prix du temps :**

«Time is Money»

C’est la conception dans laquelle le temps comme quantité limitée a un prix : disposé comme une marchandise

On vend à un emprunteur le temps d’en disposer (emprunt). Le prix du prêt correspond au prix du temps vendu pour disposer de cet argent. C’est un service marchand vendu comme tî.

Le taux d’intérêt n’a de sens dans l’analyse économique contemporaine que si le temps a un prix. Si le temps était impersonnel, inappropriable, il n’aurait pas de prix, donc pas de tî.

* La capitalisation

« 1€ aujourd’hui vaut plus qu’un euro demain»

Si on investi, cela veut dire que l’on produit en plus. Il n’y a pas d’argent inutilisé dans l’économie.

Un investissement est un placement utilisé et qui rapporte un taux d’intérêt.

1€ investi = demain valeur finale (opération de capitalisation).

Pour les capitalistes, l’argent n’est pas oisif. Pour Keynes, il y a la thésaurisation.

Idée sous-jacente : euro qui rapporte qlq ch si on le place (gain : tî)

Capitalisation : c’est déterminer la valeur qui se détermine demain à partir d’1€ aujourd’hui, cela revient à calculer la valeur finale de l’euro détenu et investi.

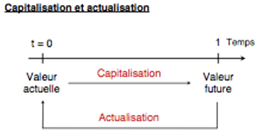
Il est soit versé en fin de période, soit étiré sur plusieurs mois :

* Capitalisation à intérêt simple : Vf = X (1 + t x î)

Les intérêts rapportés par le capital initial n’apportent pas d’intérêt, ils sont retirés et versés en une seule fois à la fin de chaque période.

* Capitalisation à intérêts composés (intérêt portant en lui-même un intérêt) : Vf = X (1 + î) t

Les intérêts rapportés sur les intérêts gagnés avant.



Les placements financiers < 1an : intérêt simple

> 1an : intérêts composés

Plus la durée de placement est longue, plus l’écart entre intérêts simples et composés est grand.

Qlq soit le montant initial : x2 au bout de 7 ans si taux à 10% à intérêts composés

X2 au bout de 14 ans si taux à 5%

Les intérêts peuvent être décomposés par semestre ou trimestre. Plus il est calculé fréquemment, plus la valeur du capital investi augmente.

Taux annuel à période infra annuelle :

1. taux équivalent (logique)

1+*iA* = (1+*im*) 12 ⇔

*im* =(1+*iA*)12 −1=12(1+*iA*)−1

- Taux proportionnel (cf slide)

Prorata d’intérêt annuel, il faut payer 1% d’intérêt par mois (12% /12)

* Actualisation

Opération d’action : déterminer ce que vaut auj une somme disponible demain. Cela permet de déterminer la valeur des titres. Il s’agit de l’opération inverse de la capitalisation

Les valeurs futures sont dépréciées par rapport aux valeurs présentes, l’actualisation est un processus de calcul qui permet de comparer valablement des valeurs issues d’instants futurs en les rapportant artificiellement en un même instant.

L’opération d’actualisation consiste à diviser la valeur future par (1 + î) t.

Actualisation : rapport des valeurs futures / valeurs présentes

La valeur d’un titre de dette s’obtient en actualisant les flux de revenus qu’ils engendrent.

Ex : valeur V, obligation émise à 5 ans

V = 80/ (1 + î) + 80/ (1+î) 2 + ... + 80/ (1+î) 5

Il est souvent utilisé pour les flux/dividendes incertains.

Bulle : écart cumulatif entre valeur de marché et valeur fondamentale.

1. **Taux actuariel, taux nominal et taux d’intérêt réel :**

Taux nominal : taux apparent du prêt.

10% en 2 ans = 5% / an

Taux actuariel : c’est une autre façon de calculer le tî. Il est défini comme un taux qui égalise les flux actualisés de paiement associé à un instrument financier et sa valeur actuelle.

Tx actuariel : {(Vf/Va) 1/t - 1} x 100

On actualise 110 (Vf) : car 100 empruntés + 10 d’intérêts.

Dans le cas où une obligation est détenue jusqu'à l’échéance, le taux actuariel est au moins égal à son taux nominal. Il pourra dans le cas de prime d’assurance et de prime de remboursement, être supérieur à ce taux nominal. Mais une obligation, comme tous les titres négociables, peuvent être revendues avant l’échéance, sur le marché secondaire. Dans ce cas, la revente pourra entrainer une plus ou moins value qui va faire varier F en fonction de P :

F < P si tî baisse

F > P si tî aug

Par conséquent, le taux de rendement diffère du taux nominal. À la différence du taux nominal, qui tient compte uniquement des coupons versés, le taux actuariel prend en compte les gains ou pertes de VA ( = F).

Taux actuariel = taux de rendement interne (TRI).

Le TRI peut très bien être négatif si je revends cette obligation. Dans ce cas, le taux nominal n’est pas du tout un bon indicateur, car le rendement est négatif.

Il existe 2 cas ou le taux actuariel est bien approximé par le taux nominal:

* Quand la valeur de remboursement ou la valeur de revente est proche de l’achat (F proche de P)
* Quand la maturité d’un titre de dette est très longue et le titre est conservé lgt, même s’il y a un écart entre taux actuariel et nominal, sont relativement proches car en détenant le titre lgt, l’écart éventuel entre valeur d’émission et valeur de paiement sera compensé par la VA des coupons versés à LT.

Si le taux nominal augmente, le taux de rendement augmente.

Plus l’inflation est forte, plus la rémunération réelle est faible (d’un placement)

Rémunération utile = rémunération nominal - inflation

Formulation simple : relation simplifiée de la formule de Fisher :

Tî (réel) = tî nominal - inflation

Plus les agents anticipent une inflation à venir élevée, plus le PA attendu est plus faible, donc la rémunération nominale est plus faible. Par conséquent ils vont … une rémunération nominale plus importante pour compenser cette perte de PA => pousse les tî nominaux à LT à la hausse.

La relation de F fait intervenir les anticipations des agents. Celles-ci sont dures à mesurer et donc en pratique, on se contente de déduire le taux d’inflation constaté du tî nominal pour exprimer le tî réel.

Un tî nominal n’est jamais négatif, il est proche de zéro. En revanche, le tî réel peut prendre des valeurs négatives, dès que le tx d’inflation excède le tî nominal => ce cas là est devenu extrêmement rare depuis la fin des 80s (depuis que BC on fait de l’inflation leur cheval de bataille)

Dans la théorie économique, le raisonnement va porter :

* Sur le tî réel dans l’approche classique, dont le niveau résulterait de la confrontation entre l’epargne et l’investissement. (offre d’S et D d’inv)
* Approche keynésienne => le tî nominal, dont le niveau dépend de l’arbitrage que font les agents entre la détention de monnaie et la détention de titres.

Graphique inflation > 0 => TIR < î

On constate que lorsque l’inflation est positive, le tî nominal > tî réel et il y a parfois des épisodes = 70s tî réel négatif. L’écart qui se resserre dans le temps : plus l’inflation, plus elle est maitrisée, donc l’écart entre le tî nominal et tî réel est faible.

1. **Le taux d’intérêt de la théorie économique :**

Au niveau micro : l’influence du tî s’exerce dans toutes les dimensions de choix des agents économique (allocations d’S, d’inv …).

Au niveau macro : elle s’exerce sur tous les postes de la demande globale, car influence la demande interne (inv et S) et la demande externe (tx de change => X et M dc solde extérieur)

En influençant à la baisse la demande interne globale, il y a une limite du tx d’inflation, car les agents préfèrent épargner et consommer moins, si le tî sont élevés. Par conséquent, le tî modère l’inflation, via l’impact de l’influence du tî sur la consommation et l’épargne. Il produit aussi le même effet en renchérissant le manque de demande de monnaie et la baisse du crédit.

Le tî, de par son influence, est devenu l’élément principal de la BC pour gérer leurs objectifs.

* L’approche classique :

Chronologiquement, c’est par la que tout commence. Cette approche est une approche en terme réel qui place au centre de l’analyse les flux d’épargne et d’investissements.

* du coté de l’épargne, le tî réel a pour fonction de rémunérer les épargnants en les compensant à leur consommation présente. Le tî se justifie par une préférence pour le présent. Les agents préfèrent aujourd’hui à demain car on est naturellement impatient et par un fait d’incertitude sur la durée de la vie humain (par sur d’obtenir demain contrairement à auj).

Renoncer à la consommation est couteux. Pour accepter cette renonciation, il faut qu’elle soit rétribuée, le tî indemnise cette renonciation. Plus le tî est élevé, plus les agents renonceront à la consommation => ils consommeront davantage demain.

Formellement, l’épargne est une fonction croissante du tî réel.

* coté investissement, les emprunteurs acceptent de payer le tî car ils prévoient un rendement de leur Inv à hauteur de sa productivité marginale du capital (rendement > î). Plus le tî est élevé, moins il y aura de cas ou le rendement sera supérieur, donc moins de projets d’inv rentables.

Formellement, l’inv est une fonction décroissante du tî réel.

=> Pour trouver l’équation, il faut que le tî réel soit assez élevé pour l’épargne et assez faible pour les inv (rencontre entre offre d’épargne et demande d’inv).

Il y a une corrélation positive entre le tî réel et l’Inv : ces 2 variables sont dépendantes d’un tiers facteur qui les fait bouger de la même façon, c’est le croissance.

Sensibilité de l’épargne au tî réel :

L’épargne dépend positivement du tî réel. On peu épargner par précaution pour se prémunir du chômage, donc ce qui peut déterminer l’épargne est davantage l’évolution du revenu que le tî réel. Si on fait dépendre l’épargne du revenu que du tî réel, on se base dans une analyse de capital.

La variation du prix relatif engendre :

* effet de substitution à PA donné : quand le prix d’un bien A augmente par rapport à un bien B, on abandonne le produit A au profit du B (substitue B à A)
* effet revenu : quand on a une variation du prix relatif, le PA ne reste pas inchangé. Le revenu est affecté ainsi que la consommation car elle dépend du revenu.

Comment interpréter dans ces termes le tî réel ?

Il effectue un arbitrage en consommation présente et consommation future :

* tî interprété comme prix relatif de la consommation présente par rapport à la consommation future. Quand il y a augmentation du tî réel, les ménages vont préféré la consommation positive de demain (=> ils vont épargner)
* par effet de substitution : consommation de demain
* par effet revenu : cette hausse du tî doit engendrer une augmentation du PA chez les ménages créanciers nets (ils perçoivent plus de tî => créances >dettes) et une baisse de Pa chez les ménages débiteurs nets (dettes >créances)
* ambigüité au niveau du revenu, on ne peut voir l’incidence sur la consommation présente et future.

Finalement, les études économiques montrent que les effets de substitution jouent peu (épargnent pas davantage), traduisant un effet d’incertitude, car les ménages ont du mal à prévoir leur futur (réaliser un arbitrage entre conso présente et future). Alors que les effets revenus jouent plus fortement : la hausse du tî réel contribue a augmenter le revenu inter temporel des ménages. Il y a plusieurs facteurs qui influencent le niveau/résultat de ces études.

* L’approche keynésienne :

Il ne s’agit plus de facteurs réels mais de facteurs monétaires qui interviennent. Le tî ne récompense pas l’épargne mais le prix de la non dépense. Il est la récompense de la renonciation à la thésaurisation (pref pr la liquidité), conservation d’une encaisse monétaire (hors du circuit éco). Le but est de dirigé leur épargne vers des placements plus productif pour la société.

Plus le tî est élevé, plus les agents accepteront de renoncer à la préférence pour la liquidité pour acquérir des titres.

Le tî est le prix qui équilibre l’offre de monnaie et la demande de monnaie sur le marché monétaire.

*Préférence pour la liquidité*: la valeur future du tî est incertaine. Quand la liquidité est sous forme de titres, elle est exposée à un risque de perte. On préfère la liquidité en fonction de son rapport à l’incertitude.

Motifs de préférence pour la liquidité :

* Transaction : monnaie pour régler les échanges.
* Précaution : répond au désir de sécurité, faire face à des dépenses imprévues, garder de la richesse
* Spéculation : fait dépendre la demande de monnaie du tî. Les agents vont vouloir détenir de la monnaie afin de pouvoir effectuer un bon placement au moment opportun. Si le tî est faible = pref pour la liquidité (et inverse)

Cette préférence fixe la quantité monétaire que les agents veulent consommer.

Trappe à liquidité : situation dans laquelle les autorités monétaires ne doivent pas tomber.

Tî d’équilibre : croissement entre DMo et OfMo.

La quantité de monnaie est exogène.

î1 : excès d’offre de monnaie. Les agents veulent se débarrasser de leur monnaie => achat de titres

î\* : équilibre offre - demande de monnaie

î2 : excès de demande de monnaie. Les agents veulent de la monnaie et vendent leurs titres.

Certains facteurs provoquent le déplacement de la courbe de la demande de monnaie :

* Revenu : en cas de hausse des revenus, il y a davantage de transactions à réaliser et de richesse à conserver => les agents demandent plus de monnaie
* Niveau des prix : augmentation des prix fait que pour la même quantité nominale de monnaie, on aura une valeur réelle moindre au sens où la quantité des biens et services aura une valeur moindre. Si les agents veulent maintenir leur capacité d’achat, ils vont devoir détenir davantage de monnaie.

D’autres facteurs provoquent le déplacement de la courbe d’offre :

* la BC est censée contrôler la quantité de monnaie en circulation, en réalité cela dépend de l’activité économique, des emprunteurs … la BC a un contrôle limité, or dans la théorie keynésienne il s’agit d’un contrôle total.
* Aug de qté monnaie dispo dans le cas d’une politique monétaire expansionniste : tî plus faible => effet de liquidité
* Diminution de qté monnaie dispo dans le cas d’une politique monétaire restrictive : tî aug

Les conséquences de l’effet de liquidité :

L’augmentation de l’offre de monnaie a un effet expansif sur l’économie et par conséquent accroit les revenus et les richesse => aug tî. L’augmentation de la quantité de monnaie en circulation crée des tensions inflationnistes mais a un effet au niveau des prix qui font augmenter le tî.

* pousse les intérêts nominaux à la hausse.

Si l’effet de liquidité est de faible ampleur, il y aura une baisse de tî qui va se résorber rapidement. L’effet de liquidité entraine d’autres effets.

Ex : la crise japonaise dans les 90s, remontée brutale du tî.

S’il y a une augmentation de monnaie, cela entraine une chute brutale du tî et une situation de trappe à liquidité (crise). Si la situation est moins brutale, les liquidités s’ajustent et donc l’effet de liquidité est rapidement rattrapé par les effets qu’il engendre.

* L’approche du choix du portefeuille :

Tobin cherche à justifier le principe de la préférence pour la liquidité. Pour cela, il s’appuie sur 2 hypothèses peu réalistes :

* Idée que les agents ont en tête un niveau normal du tî. Les prévisions des investisseurs pour les tî futurs sont peu changeantes.
* Impressions que les agents détiennent soit des titres, soit de la liquidité mais jamais les 2 en même temps.

Tobin remplace ces hypothèses par d’autres plus réalistes :

* il rejette l’idée que les agents s’attendent à ce que les taux fluctuent autour d’un tî normal : prévisions difficile. Les agents sont dans des situations d’incertitude qui fait éviter la stratégie du tout ou rien. Par conséquent, ils préfèrent détenir des actifs risqués et des liquidités (diversification des actifs).

Le choix du portefeuille n’est pas le choix entre 2 actifs seulement, toujours choisir entre plusieurs types d’actifs risqués. Les modalités du choix d’allocation des actifs risqués se fait selon 2 étapes :

* goût du risque : part de la richesse investie en actifs risqués
* composition du portefeuille : choisir les actifs risqués parmi tous les portefeuilles à risque donné (portefeuille efficient) qui vont offrir le maximum de rendement. Dans tous ces portefeuilles efficients, il y a celui qui est super efficient c’est à dire qui détient la meilleure combinaison possible de rendements / risques (composé à partir de tous les actifs risqués du marché).

Quelque soit la proportion de richesse investie en actif risqué, tous les investisseurs devraient obtenir un portefeuille super efficient : théorème de séparation.

Si l’agent n’aime pas le risque, il exigera un intérêt pour compenser les risques de pertes en capital => tî s’interprète en terme de « prime de risque ». il va augmenter en fonction du risque, le faire évoluer.

Les variations du tî vont faire varier la valeur de marché des obligations détenues par les ménages : quand le tî aug, la valeur des flux actualisés des revenus diminue => cours des titres à la baisse (richesse des détenteurs de titres à la baisse). A l’inverse, quand le tî diminue, les cours augmentent et les richesses s’accroissent en valeur.

* la variation du tî provoque un effet de valorisation / dévalorisation de la richesse

*L’effet de richesse*: modification du comportement de consommation des ménages …

On s’attend à une baisse de la valeur du patrimoine des ménages et donc une contraction des dépenses de consommation et inversement (hausse de la richesse entraine une consommation plus grande).

L’effet de richesse est beaucoup plus important si les ménages ont de nombreux actifs financiers. L’essor du marché des capitaux à renforcer l’effet de richesse. Les agents détiennent les obligations jusqu’à l’échéance (pas exposés à la valorisation/ dévalorisation).

L’effet richesse concerne les ménages via leur patrimoine financier et de la modification de demande d’investissement des entreprises suite aux variations du tî.La hausse du cours des actions peut inciter à la hausse de capital. En cas de baisse, les entreprises ne recherchent pas de fonds sur le marché. Le capital est dilué et dont difficile à maitriser. De plus, en cas de baisse, il y a plus de rachat d’actions que d’émissions (=> risque d’offre publique d’achat hostile, risque OPA-OPE).

Ces effets de richesse pour les entreprises transitent davantage par des titres qu’elles possèdent. L’effet indirect est le canal du crédit, la baisse du cours des titres peut réduire l’accès au crédit bancaire.

Quand les entreprises sollicitent un emprunt, l’État doit offrir des garanties (collatéraux) qui sont souvent des titres. Lorsque le cours baisse, la garantie baisse et donc il y a un accès restreint au crédit.

Au final, la baisse des cours boursiers induite par l’augmentation du tî contracte les sources de financement des entreprises. Il y a donc moins d’investissement.

* L’approche des fonds prêtables :

Il s’agit d’une sorte de théorie de la synthèse. Elle prolonge l’approche du choix du portefeuille (risque, rendement, liquidité) et permet d’étudier l’incidence des caractéristiques sur le marché financier (et les analyser).

La demande de fonds prêtables correspond à la demande de titres.

Les éléments qui font varier l’offre :

* quand la production, la richesse (stock) augmente en période de croissance, l’offre de fonds prêtables (demande d’actifs) s’accroit. Déplacement de la courbe vers la droite.
* Quand le rendement anticipé des titres diminue (inflation anticipée), l’offre de fonds prêtables diminue (tî plus élevé). Si le risque augmente, les titres seront moins attractifs et donc l’offre de fonds prêtables baisse. Déplacement vers la gauche.

Les éléments qui font varier la demande :

* plus le profit que les entreprises espèrent obtenir, plus elles ont vouloir emprunter (car profit : rendement élevé suite aux investissements). On a donc une augmentation de la demande de fonds prêtables venant des entreprises = aug du tî. Déplacement de la courbe vers la droite. Si on a un effet d’inflation sur les fonds prêtables, cela va faire augmenter les quantités demandées. L’incidence des déficits publics (politiques budgétaires) est l’augmentation de la demande de fonds prêtables et entraine une pression sur le tî à la hausse.

Facteurs affectant l’offre et la demande de fonds prêtables :

* l’inflation anticipée, pression à la hausse du tî (Fisher) => baisse du rendement anticipé des titres => baisse de l’offre de fonds prêtables, augmentation de la demande de fonds prêtables.
* L’augmentation du revenu global. Quand le revenu global augmente, les entreprises sont plus désireuses d’emprunter. On a donc une demande de fonds prêtables avec une hausse du tî. Cela affecte aussi l’offre de fonds prêtables qui pousse le tî à la baisse. => le tî est incertain.

Empiriquement, le tî augmente en période d’expansion et diminue en période de récession.

1. **Taux d’intérêt domestique et taux d’intérêt étranger :**

Comment sont-ils reliés : reliés avec l’arbitrage réalisé par les investisseurs internationaux entre des placements libéllés en devises différentes.

Plus les capitaux sont mobiles, plus les investisseurs vont avoir la possibilité d’exercer des arbitrages => va permettre de relier ces 2 tî, d’arbitrer entre placement à l’étranger et national.

Ex : Investisseurs choix entre placement en $ qui rapporte 4% et placement en € qui rapporte 3,5%. Son choix dépend de l’écart entre le taux de $ et de € et des anticipations de l’évolution du taux de change.

Si il anticipe une appréciation du $ et constate un écart positif de à 0,5% entre le tî américain et tî européen (4-3,5). Si il est prudent, il pourra acheter un contrat à terme et fixer le taux. Son placement en $ lui rapportera tî us + le tx de variation de change (soit 5%).

*Taux de report et déport*: écart entre le cours à terme et cours au comptant, le tout rapporté au cours au comptant.

Si cet investisseur choisit le placement américain car il constate un écart, il va le privilégier.

Tant que le tî € est inférieur à ce que rapporte le placement us, tous les investisseurs internationaux préfèreront investir dans un placement en $ plutôt qu’en €.

S’il n’y a pas d’obstacles au mvt de capitaux et si tous ces arbitrage peuvent se réaliser : alors l’afflux de placement en $ fera diminuer le tî américain (us). L’écart entre le tî $ et € va donc se resserrer progressivement. Il arrive un moment ou cet écart se resserre et s’annule : une équation pourra émerger au niveau duquel les placements seront égaux. Dans ce cas, on aura 2 relations de parités de tî :

î\* = î + (F-S)/S avec F : tx de change à terme du $ en €

avec S : tx de change au comptant du $ en € (et î tî d’€)

Sans couverture : î\*=î+ (Se-S)/L Se : taux anticipé en $ vis-à-vis de € au comptant

Les tî domestiques et étrangers sont reliés par ces deux relations de parité (avec et sans couverture). Dans les faits, ces relations se vérifieront d’autant moins bien qu’il existe des obstacles aux placements internationaux et que ces derniers sont forts.

1. **La gamme des taux d’intérêts :**

Il existe une gamme de tî en fonction de l’échéance des titres auxquels ils se rapportent : du CT au LT en passant par le MT. Cette hiérarchie de taux est appelée structure par termes des tî.

1. Les courbes de taux

D’une manière générale, si on fait un placement à LT, on s’attend à ce que ça rapporte plus qu’in placement à CT. Les taux longs qui rémunèrent des placements de LT sont supérieurs à ceux du CT. On attend donc que cette courbe ait une pente positive.

Comment on construit une courbe de taux ?

Il faut des titres de dettes : une obligation qui diffère que par leur échéance d’émission et soient les plus proches possibles dans les autres caractères.

On ramène généralement des obligations à zéros coupons. L’idéal est d’avoir toute une gamme de coupons égaux à zéro. Donc on peut appliquer la formule (d’actualisation) :

V (t) = Ft / (1 + Rt) t

Avec cette formule, on en déduit Rt. Le problème est qu’il y a peu de coupons à zéro.

La méthode consiste donc à des obligations standard (à coupon). On essaye de sélectionner des obligations liquides, peu risquées et dont l’unique différence est l’échéance. On applique une méthode itérative.

Ex : échéance de 0 à 10ans

* 1ère étape : on sélectionne une obligation d’échéance 1 an (soit zéro coupon), avec la VA on obtient tx de R1 (tx actuariel)
* 2ème étape : on prend une obligation à échéance de 2ans : on pose la formule du taux actuariel en passant par la formule d’actualisation. On en déduit R2.
* 3ème étape : obligation d’échéance 3 ans. Le cours est égal à la somme des flux actualisés. On en déduit R3.

En pratique, ce n’est pas si simple de sélectionner des obligations qui n’ont que le caractère d’échéance pour différence.

Observation des courbes de taux : elles sont croissantes (car placement LT rapporte plus que ceux de CT). Les courbes inversées (décroissantes) sont plus rares et sont perçues comme des indicateurs de récession (cas où CT > LT). Cependant il y a des contre-exemples comme le Royaume Uni (bleu : tx a 10ans ; jaune : tx à 3 mois). On observe que les taux à 3 mois ont durablement dépassé les taux à 10ans (2006,2007 puis à nouveau 2008 où le tx LT devient supérieur au CT) => inversion de taux sans qu’il y ait eu une récessions (06-07).

On observe que la courbe est croissante quand le taux à CT est bas et qu’elle est décroissante quand le taux à CT est haut. On observe aussi que les tî pour des maturités varient ensemble : une variation des taux à CT se diffuse à l’ensemble des gammes de taux (idem pr LT) => il y a des mvts de diffusion.

1. La théorie des anticipations :

En déduire des anticipations … => fournit les explications traditionnelles. Les hypothèses sont assez fortes sur lesquelles cette théorie s’appuient :

* Aucun obstacle au mouvement des capitaux
* Les agents sont capables les taux futurs parfaitement
* Les titres de maturité différenciés sont de parfait substituts : c’est à dire que c’est équivalent de faire un placement à 10 ans ou des placements enchainés (10) chaque ans.

Son principal résultat est que le niveau du taux long se déduit et dépend des anticipations des taux courts.

On considère un modèle à 2 périodes :

LT = 2 ans rapporte RL

X (1 + RL) 2

CT = 1 an avec 2 placements enchainés

X (1+RC) (1+RC\*) avec RC\*: taux anticipé a CT pour la 2ème année

Étant donné les hypothèses très fortes de ce modèle, les options d’arbitrage ne connaissent aucun obstacle, donc à l’équilibre, on aura :

X (1+RL) 2 = X (1+RC) (1+RC\*)

Taux LT = Taux CT

Si taux CT > taux LT, les agents se porteraient sur le placement court => exerceraient une pression à la baisse sur le taux de rendement du CT et donc il y aurait un rééquilibrage (et inversement si taux LT > taux CT).

Le taux à LT ne dépend que de RC et de R\*.

On peut envisager plusieurs cas de relation d’équations :

* 1er cas : RC < RC\*, anticipation d’une augmentation des taux courts

X (1+R1) 2 > X (1+ RC) (1+RC) R1 < RC (la courbe est décroissante)

* 2ème cas : RC > RC\* anticipation à la baisse, R2 < R1
* 3ème cas : anticipation d’une stabilité R1 = R2 (la courbe est plate)

1. La théorie de la préférence pour la liquidité :

Il y a 2 critères de différenciation des titres :

* La liquidité (les titres longs sont moins liquides)
* Le risque de perte en capital (plus la maturité est longue, plus le risque est important)
* Inclinaison pour le CT. Pour le placement à LT, il va falloir les dédommager. (prime de liquidité)

Pour les titres qui diffèrent que par l’échéance, la rémunération des titres de LT est plus importante. Les conditions d’équilibre de rendement sont donc :

X (1+R1) 2 = X (1+R2) (1+RC\*+L) avec L la prime de liquidité

Du fait de la prime de liquidité, la courbe ascendante (R1 > RC) est plus importante, plus courante. Alors que pour la courbe inversée, les agents doivent anticiper une baisse des cours plus qu’importante.

1. La théorie des marchés segmentés :

Il y a un élément qui n’est pas pris en compte dans les autres théories : la structure des offre et demande de titres sur chaque échéance.

Cette théorie date des 50s.

Les agents veulent faire correspondre la maturité de leur actif à celui de leur passif. En fonction de la maturité de leurs ressources, les agents se spécialisent sur certains segments de la courbe des taux. Ils ne s’intéressent pas aux segments adjacents.

La confrontation entre l’offre et la demande sur chacune des échéances détermine les tî.

Transformation d’échéance : pour les banques (elles font l’inverse)

Cie d’assurances : placements LT mais aussi à CT.

Il est peu plausible que les agents vont se spécialiser à moins qu’il y ait des contraintes règlementaires très fortes mais pas si strictes.

On peut se servir de cette théorie, d’une mise en perspective avec un arbitrage et la préférence pour la liquidité des agents pour expliquer le fait qu’ils ont un horizon de placement préféré. Il y a besoin de prime pour atténuer cet horizon.

1. La théorie de l’habitat préféré :

C’est une théorie de la segmentation plus modérée.

Les agents ont un horizon (habitat) préféré sur lequel il aurait naturellement tendance à intervenir. Cependant, ils s’en détournent parfois.

L’agent sortira de son habitat dès que l’intérêt (prime) est plus intéressant sur l’autre taux. La prime croit avec la maturité, mais avec l’éloignement de l’habitat préféré (≠ préférence pour la liquidité).

Cela dépend de l’appréciation du risque du taux d’un titre (anticipation)

**Chap 3 : La monnaie**

* Nature et fonction de la monnaie

Robinson : « La monnaie est comme un éléphant, on sait quand elle est là, mais on ne sait la définir».

1. Ambivalence de la monnaie

C’est compliquer la définition de la monnaie. Cette définition se réduit aux fonctions de la monnaie (définition fonctionnelle de la monnaie). Pourquoi l’ambivalence ? Elle donne la caractère d’un bien public et privé, d’un bien rival et réseau, bien politique et social.

* Bien privé/ bien public :

La monnaie est un bien privé au sens où elle fait l’objet d’une offre et d’une demande et sa détention a un prix, un coût d’opportunité. Elle coûte ce qu’elle ne rapporte pas, c’est à dire le taux d’intérêt qui est rémunère d’autres actifs, plus risqués et moins liquides que la monnaie.

C’est aussi un bien public, collectif dans le sens où sa circulation, disponibilité, et la préservation de la valeur sont importantes à l’échange, au fonctionnement de l’échange et donc de l’économie de marché. L’usage de la monnaie relève de l’intérêt général, de tous, que la monnaie circule dans l’économie et qu’elle ne perde pas de valeur du jour au lendemain. Cette nature collective justifie l’attention de pouvoir public et règlemente les agents créateurs de monnaie (la BC et banques commerciales).

* Bien rival/bien réseau :

Lorsque la monnaie est détenue en tant que bien privé, elle est exclusive à une personne. Donc la monnaie à les caractères d’un bien exclusif/bien rival : représente une partie de la quantité de monnaie en circulation.

Etant donné la dimension collective de son usage, la monnaie revêt aussi les caractères d’un bien réseau : l’usage que je fais de la monnaie dépend de l’usage qu’en font les autres. Plus il y a d’utilisateurs, plus la reconnaissance progresse, plus l’usage est amélioré, et mieux cette monnaie remplie ses fonctions.

* Bien économique/ bien politique est social

En tant qu’attribué de l’échange, la monnaie est un bien économique. La monnaie est un simple intermédiaire des échanges qui n’exerce pas d’influence sur l’économie réelle. Cette notion de monnaie neutre a été l’orthodoxie des économistes pendant longtemps. Les travaux keynésiens ont mis en lumière, plus tard, le pouvoir de la monnaie et l’interconnexion de économies mondiales et réelles. Les économies n’ont pas le monopole de la monnaie. La monnaie est un bien historique, social et politique.

Du moment que la monnaie est représentée sur support métallique ou papier, les pays ont mis un symbole sur ce billet pour montrer la puissance de leur pays et d’apporter leur puissance en garantie de monnaie.

La monnaie dépend de la confiance que lui porte les utilisateurs dans la préservation de sa valeur et de ses fonctions. C’est une condition nécessaire. La monnaie n’a pas forcément un support matériel pour exister, le seul support dont elle a besoin est la confiance de ses utilisateurs (valeurs et fonctions)

1. Fonctions de la monnaie

* Unité de compte : étalon de valeur

L’existence d’une unité de compte facilite grandement le calcul dans l’échange. Sinon chaque bien aura un prix relatif en terme de banane ou autres ... Dans une économie avec plusieurs biens, cela serait compliqué. C’est pour ça que les unités de compte facilitent les choses. L’introduction de l’unité monétaire va au delà de la simplification de l’échange ; ça relève d’un choix politique et social. C’est une institution à laquelle on se réfère pour l’échange. C’est aussi un rapport social via l’acceptation collective. Ce n’est pas uniquement une simplification de calcul, un dé multiplicateur des échanges mais c’est aussi un rapport social.

* Intermédiaire d’échange : permet d’acquérir n’importe quel autre bien

La monnaie sert à évaluer les biens (unités). Elle sert aussi à échanger les biens. Il se peut que les échanges se fassent sans la monnaie : troc.

On peut imaginer une économie de troc. L’opinion la plus courante voit l’économie comme une économie de troc. Le troc est une organisation d’échange plus compliquée que l’économie mondiale. Il implique pour fonction que les individus soient capables de comparer un grand nombre de prix relatifs ou de supposer que les agents disposent d’une unité de compte, autre que la monnaie, qui permet d’évaluer le prix des biens. De plus, l’échanges de marchandises contre marchandises implique une double coïncidence des désirs des agents : elle peut fortement limiter les possibilité d’échanges entre les agents ; la monnaie dépasse cet inconvénient (je peux échanger ce que je veux sans qu’il y ait une synchronisation en face).

L’instrument d’échange peut être une marchandise qui sert de monnaie d’échange, cependant, une marchandise ne peut convenir à tous les échanges de marchandises.

Le caractère d’un bon intermédiaire de l’échange est :

* Durable, non épuisable
* Facile à transporter, car il doit être disponible a tout moment
* Standardisé pour qu’on reconnaisse sa valeur
* Divisible (pour rendre la monnaie), il faut qu’elle soit abondante mais pas illimité
* Acceptabilité (acceptée de tous)

De nombreux biens peuvent respecter ces caractéristiques (comme les cigarettes, mais pas le vin).

On peut donc concevoir l’émergence de la monnaie comme un processus de sélection d’un instrument le plus commode d’échange. Le processus s’arrête quand un bien est échangeable contre tous les autres biens. Le bien qui émerge est la monnaie (théorie de Menger)

L'émergence de la monnaie n’est pas perçue comme une institution ad hoc mais une institution organique engendrée par les comportements des agents, sans que les agents n’aient eu cette volonté.

Pour les économistes classiques, les agents ont eu la volonté de créer de la monnaie qui facilite les échanges. C’est donc pour eux une institution ad hoc.

Une économie marchande, selon Orléans et Aglietta, est nécessairement monétaire. Elle rompt avec la robinsonnade des classiques. Ils disent que la monnaie précède l’économie marchande et qu’elle permet à cette dernière d’exister.

Chez les classiques, la fonction d’intermédiaire des échanges est la fonction première de la monnaie et celle de l’unité des comptes ne fait que découler de cette 1ère fonction (hiérarchie de la monnaie). On passe donc d’une économie de troc à l’échange monétaire. L’instrument choisit pour ses qualités deviendra l’unité de compte.

Schumpeter soutient une indépendance possible entre les fonctions de la monnaie. Pour lui, la monnaie est imposée à tous et elle précède les échanges.

* Réserve de valeur : pour effectuer des opérations plus tard, des échanges plus tard

La monnaie est conservée pour motif de précaution, c’est à dire pour faire face à des aléas négatifs ou profiter de bonnes occasions d’investissements ou de spéculation.

Détenir une encaisse monétaire est un acte passif, ce qui n’est pas dans l’esprit des économistes (inactivité). C’est pourquoi pour les Classiques l’argent sert forcément à faire des transferts (pas de réserve de valeur). D’où la loi de Say : les produits s’échangent contre des produits. La production met en circulation des revenus qui sont dépensés en consommation ou investis (Offre crée sa propre demande).

Pour les Keynésiens, pour se prémunir des aléas futurs, les agents peuvent conserver de l’argent pour motif de précaution. Ils vont en conserver d’autant plus que le taux d’intérêt est faible : le coût d’opportunité est faible à détenir de la monnaie. Cela permet d’attendre de bonnes occasions de placement : motif de spéculation.

Les motifs de précaution et de spéculation font de la monnaie une réserve de valeur.

On se dit qu’a priori la thésaurisation est nocive pour le circuit économique car cela peut créer un excès d’offre. Cela étant, cette incidence de thésaurisation n’est pas indépendante des formes de détention de monnaie :

* lorsqu’elle est sous forme de billet, c’est de l’argent retiré de l’économie et donc l’éco en pâti.
* Si elle est sur un compte bancaire alors c’est une source pour les clients emprunteurs ; tout dépend de l’efficacité de l’intermédiation.

Avec les différentes évolutions des formes monétaires, la thésaurisation n’est plus aussi nocive

* Formes de la monnaie et instruments de paiements

La monnaie est utilisée pour régler des achats. Elle donne à l’acheteur un pouvoir libératoire (éteint la dette). Le vendeur accepte ce pouvoir libératoire car la monnaie est une convention sociale ; usage accepté de tous et reconnu par tous. Le vendeur a la promesse que lui aussi pourra l’utiliser pour ses propres achats.

L’utilisation de la monnaie implique une coordination sociale : l’adhésion de tous au paiement et à l’évaluation de la monnaie. Les symboles sur les pièces/billets entretiennent cette adhésion et cette confiance de tous vis-à-vis de la monnaie. L’existence de la monnaie dépend de cette confiance. Ce qui fonde l’existence de la monnaie n’est pas seulement l’hypothèse de facilitation des échanges. C’est aussi autre chose qu’un simple intermédiaire des échanges.

* Les monnaies marchandises (non métalliques) :

Ce type de monnaie se développe au moment de la période agricole du néolithique. Il s’agit d’une monnaie qui illustre la diversité des formes monétaires (ex : fourrures, dent d’animaux). Elles ont pu se servir d’unité de compte ou de moyen de règlement des échanges. Elle comporte une valeur intrinsèque importante : elles coutent chères à produire. Certaines de ses monnaies puisaient leur valeur dans leur signification plus que dans leur valeur intrinsèque (ex : coquille de cauris).

Ces monnaies-marchandises, dès lors qu’elles étaient trop couteuses à produire, n’ont pas duré longtemps. Certaines d’entre elles ont été conservées comme étalon de valeur ou comme dessin symbolique. Celles qui n’avaient pas ces inconvénients (couteuses ...) ont traversé le temps.

Résumé : diversité, ancienneté, valeur intrinsèque, autres symboles...

* Les monnaies métalliques :

Il s’agit des métaux précieux, fusibles (fondus), transportable, présentant une bonne forme de monnaie. Les lingots trop lourds ont été divisés en pièces et donc en monnaie métallique. Ce sont devenu des monnaies frappées d’une inscription indiquant le poids de la pièces : valeur fixant l’unité de compte.

Certaines civilisations très commerçantes, comme les Mayas, n’y ont jamais eu recours ; ils préféraient des fèves de cacao ou des pièces de coton. La civilisation gréco-romaine se caractérise par la diversité des métaux (bronze, or, argent, …). C’est en Libye qu’on été frappées les premières pièces métalliques.

Résumé : usage qui s’est imposé, divisé en pièces, pas tjrs recours aux métaux.

* Les billets :

On passe d’une monnaie de papier dont la valeur faciale est dissociée de la valeur intrinsèque. La valeur faciale est fixée par le poids en métal. Le billet est une étape importante de la dématérialisation. La billet n’est qu’une forme évoluée de la lettre de change qui a une valeur légale et dotée d’un pouvoir libératoire.

L’utilisation des billets de banque, à l’origine, reposait sur la confiance accordée par les utilisateurs de la capacité de l'émetteur à préserver la valeur de la contrepartie en métal. La monnaie fiduciaire puise sa valeur dans la confiance des utilisateurs. Tandis que pour les pièces la confiance est dans le poids en métal. La confiance des billets tient seulement de la confiance dans le banquier.

Au 19e, il y a eu un débat entre le *currency principle* et le *banking principle.* La 1er est défendu par Ricardo ; il s’agit du montant du billet en circulation = encaisse métallique dans la banques (prudents => réserve à 100%). Le banking principle est défendu par les libéraux (Took) et prône une liberté d’émission monétaire selon les besoins économiques.

En France, le monopole des billets est confié à la banque en 1848. En 1939, les billets ont un cours forcé, l’émission ne dépend plus que des besoins des agents. Il s’agit d’une monnaie fiduciaire à part entière.

* La monnaie scripturale :

Ce type de monnaie domine l’économie avec un secteur bancaire très développé. L’écriture ou l’inscription au crédit d’un compte donne lieu à une immédiate disponibilité. Il s’agit d’une monnaie de banque de second rang (1er rang = BC). Les billets sont la monnaie de la BC alors que les pièces sont une monnaie d‘Etat.

La part de la monnaie scripturale augmente aujourd’hui dans les moyens de paiements (85% des encours dans la zone €). De plus elle a augmenté avec le taux de bancarisation (propension de personnes dans un pays à détenir un compte bancaire).

Cette monnaie s’est développée car elle offre une plus grande commodité aux commerçants et une sécurité. Sa pondérance reflète l’importance des banques au sein d’un système de paiement. Les pièces et les billets sont des instruments de paiement. La monnaie scripturale est distincte des instruments qui la font circuler (ex CB).

Le chèque est gratuit, n’est pas facturé. C’est un principe qui a suivi le décret d’interdiction de rémunérer les comptes à vue. Le décret va être jugé illégal en 2004 car il est un frein à la concurrence. L’utilisation du chèque va donc être couteux.

* La monnaie électronique :

Il s’agit de la forme de monnaie la plus évoluée. Cependant, elle a du mal à se développer. La valeur monétaire est stockée électroniquement et sert à payer des transactions (lors de la réception des fonds).

Il y a la monnaie électronique sir instrument de paiement comme Monéo ou la monnaie stockée à distance sur un serveur (monnaie réseau, monnaie cyber-agent).

Son problème est la confiance publique et la sécurité (0,8% des paiements dans zone €). De plus elle nécessite un équipement couteux. Le porte monnaie électronique ne fonctionne pas : il n’est pas sur qu’il y ait un intérêt à ce que ça se diffuse. La monnaie peut être émise par n’importe quelle entreprise. La monnaie électronique ralentit donc la monnaie scripturale. Enfin, la traçabilité de la monnaie électronique peut être rebutant pour les consommateurs.

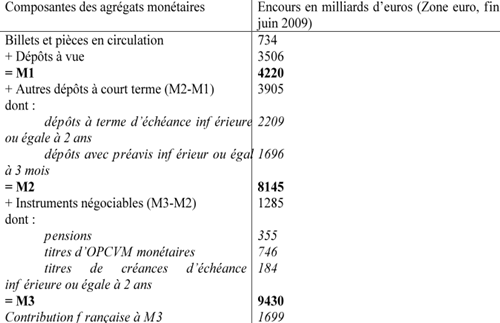
* Aux frontières de la monnaie :

La frontière entre la monnaie et les titres et mince et cela est observé aussi bien par les banques que par les épargnants. Les banques substituent aux dépôts d’autres actifs remboursables obtenus sur le marché monétaire. Les clients substituent aux traditionnels comptes en banques des comptes moins transférables rémunérés.

La monnaie a un caractère conventionnel. Les autorités distinguent ce qui est de la monnaie ou non. La définition est toujours suspendue à l’évolution des comportements monétaires des agents.

* Au delà de la monnaie scripturale : les actifs financiers liquides

Au-delà des dépôts à vue (disponible immédiatement), les placements disponibles à court terme (moins d’un an) ou « actifs financiers liquides » sont considérés comme « de la monnaie ».



* M2-M1: Les actifs financiers liquides non négociables

Comptes à termes : dépôts bloqués jusqu’à une échéance donnée. Comptes d’épargne contractuelle : Plans d’Épargne Logement, Plans d’Epargne Populaire.

Comptes de dépôts : placements à taux réglementé, défiscalisés: Livrets A, livrets bleus, compte d’épargne logement et CODEVI…

Bons non négociables : émis par les établissements de crédit et la Poste (bons de caisse des banques).

* M3-M2: Les actifs financiers liquides négociables

Pensions: espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné avec engagement de rachat à un prix futur à une date future fixée.

Titres de créances négociables (TCN):

Certificats de dépôts, billets de trésorerie, Bons à Moyen Terme Négociables, bons du Trésor négociables.

Titres d’OPCVM monétaires.

* La vitesse de circulation de la monnaie diminue :

En rapportant le PIB nominal (mesure de la dépense globale) à la quantité de monnaie en circulation (masse monétaire, M3), on obtient la vitesse de circulation de la monnaie :

V = PIB (en valeur=pY) / M3

La vitesse de circulation de la monnaie représente le nombre de fois qu’une unité de monnaie est dépensée pour l’achat de biens et services produits dans l’économie.

* La création monétaire
* Le multiplicateur de monnaie :

1000 + 1000(1-r) + 1000(1-r)(1-r) + 1000(1-r)(1-r)(1-r) + … = 1000 Σt=0(1-r)t = 1000/(1-r) Σt=1(1-r)t

Or, Σt=1(1-r)t =(1-r)[1-(1-r)t]/r = (1-r)/r quand t tend vers l’infini

D’où [1000/(1-r)].(1-r)/r = 1000 / r = 5000

Le multiplicateur monétaire a pour valeur : 1/r

* Le multiplicateur de crédit :

On peut aussi exprimer ce multiplicateur à partir du premier crédit accordé :

1000 (1-r) + 1000(1-r)(1-r) + 1000(1-r)(1-r)(1-r) + … = 1000 Σt=1(1-r)t

Soit en utilisant les éléments de résolution notés ci-dessus :

1000(1-r)/r = 4000

Le multiplicateur (de crédit) a alors pour valeur : (1-r)/r

* Le jeu du multiplicateur entre la masse monétaire et la monnaie centrale :

Soit M la masse monétaire égale à la somme des billets (B) et des dépôts (D).

Soit H la Base monétaire égale à la somme des billets (B) et des réserves (R).

Avec des ratios constants de préférence pour les billets (b), de réserves obligatoires (r), et de réserves excédentaires (e), on obtient :

H = B + R = bD + (r+e)D = (b+r+e)D

M = B + D = bD + D = (b+1)D

D’où M/H = (1+b)/(r+b+e) = k ou encore M = k.H

* Le diviseur de crédit :

ΔH = ΔM / k

Monnaie endogène capacité limitée de la banque centrale à contrôler la quantité de monnaie en circulation.

* Influence de la monnaie sur l’économie réelle
* Les ingrédients de la neutralité :

La monnaie simple intermédiaire des échanges

Agents parfaitement rationnels

Pas de facteurs de production sous-employés

Prix parfaitement flexibles

=> Dans un tel « monde », la monnaie est nécessairement neutre

* Ingrédients de la non neutralité de la monnaie :

Incertitude

La monnaie est aussi une réserve de valeur

Illusion nominale

Viscosité des prix

=> Dans un tel « monde », la monnaie a du « pouvoir » sur l’économie réelle

**Chap 4 : LES TRANSFORMATIONS DU SECTEUR BANCAIRE**

* Pourquoi les banques ?

La banque est l’institution financière qui change tout le temps à travers le temps. Les banques présentent des configurations différentes selon les pays.

1. Gestion des moyens de paiements

Les banques remplissent des fonctions clés, elles gèrent :

* des moyens de paiements
* Des ressources entre agents à CAF et BDF (capacité et besoin de financement), et transfèrent ces ressources
* Produit de l’information (sur les emprunteurs)
* Des problèmes d'asymétrie d’informations, risques entre emprunteurs et prêteurs

Ce sont aussi les fonctions que remplissent les marchés financiers, sauf que leurs fonctions sont des moyens de paiement. Donc mis à part cette dernière fonction, on ne comprend pas l’existence des banques, car en plus les marchés des capitaux se sont développés. Mais en fait, ce qui fonde l’existence des banques, c’est une complémentarité envers les marchés des capitaux. Plus les marchés des capitaux se sont développés, plus l’intermédiation se développe. Les banques naissent des obstacles au financement direct sur les marchés des capitaux.

La raison d’être des banques ne se réduit pas à cette fonction, mais elle est essentielle. La banque collecte des dépôts et assure la circulation de ces dépôts à travers les billets, les chèques, la carte de paiement, ...

Ce service de gestion de paiement est essentiel au fonctionnement de l’économie. Il faut que les règlements interbancaires fonctionnement bien pour le bon fonctionnement de l’économie.

1. L’assurance de liquidité

Les prêteurs préfèrent prêter à CT.

Les emprunteurs préfèrent emprunter à LT.

Il existe des obstacles au financement direct, d’où la nécessité des banques. Ces obstacles sont l’incompatibilité d’échéance entre prêteurs et emprunteurs. Le prêteur est aussi consommateur, donc il aura besoin plus tard de liquidité et voudra seulement prêter à CT. L’emprunteur a besoin de prêts à LT pour mener son projet d’investissement à bien.

La banque existe car elle s’interpose entre les agents qui font des dépôts. En réunissant tous ces dépôts, la banque devient en mesure de financer des projets d’investissement de plus grande taille (ce que ne pouvait pas faire un simple prêteur).

La banque va réaliser des transformations d’échéance, car les dépôts des uns vont compenser les retraits des autres (tout le monde n’a pas besoin de faire des retraits à tout moment).

*La «ruée au guichet»* : si tous les clients paniquent, la banque ne pourra rembourser tout le monde car elle a placé ses ressources. À LT, la banque est donc en position d’illiquidité structurelle, ce qui fait sa raison d’être ; cela fait sont utilité et sa fragilité. Il y a donc un caractère auto-réalisateur de la panique.

Les solutions seraient :

* de transférer à LT les dépôts ? Il y a un système étroit des banques qui gèrent les dépôts à CT face à des banques qui font des investissements mais sur leurs propres ressources ; banques d’investissement (banques d’affaires) => réduction du financement de l’économie
* Peut-on limiter la convertibilité des dépôts ? Les déposants, ainsi, perdent accès de disposer à tout moment de leurs liquidités => la raison d’être de la banque s’envole.

Le service des liquidités que fournit le marché n’est pas le même que celui des banques.

Une autre façon de régler la panique serait de mettre en place un dispositif de garantie des dépôts : les agents ont la garantie de récupérer leurs fonds en cas de crise = > ce qui leur donne confiance et ils seront dissuader de paniquer.

Cela marche que s’il y a un bon calibrage de la garantie :

* il ne faut pas que cette garantie soit complète (pas 100%), sinon les prêteurs et les banques relâcheront leur vigilance => aléa moral
* Il faut que les banques paient une prime aux organismes qui garantissent le risque.

Le calibrage est difficile car il faut chercher le juste milieu :

- si la couverture est trop faible, la méfiance reviendra, les déposants ne seront pas dissuadés de paniquer.

- s’il y a trop de couverture, il y aura un problème d’aléa moral.

1. Le problème d’asymétrie

Il y a un problème d’asymétrie d’information entre les prêteurs et les emprunteurs ce qui engendre de l’aléa moral (relâchement des vigilances) et une sélection adverse (sélectionner des mauvais risques).

Résoudre les problèmes d’asymétrie serait couteux car cela signifierait de connaitre le risque de son projet en participant à ce projet en achetant des parts. De même pour le prêteur de connaitre tout les informations sur les emprunteurs.

La banque correspond à une réponse naturelle à ce problème d’information.

Il y a aussi les agences de notations qui résolvent les problèmes d’info ; mais la banque le fait aussi par elle-même pour mieux choisir/sélectionner ses clients.

Une fois que l’emprunteur a obtenu cet argent, il peut changer son projet. Il faut donc contrôler le projet et la encore, les coûts de contrôle sont élevés.

Lorsque la banque devient le délégué de contrôle, il faut encore contrôler le contrôleur et ce coût peut être dépassé par le fait que si la banque diversifie les projets d’investissements, cela peut faire jouer la loi des grands nombres, limite le risque.

Tout cela fait de la banque un expert de la gestion et des risques.

En externalisant les risques, les banques ont géré ces risques par :

* la titrisation
* Les dérivés de crédits

Elles ont donc modifié leur action : avant elles octroyaient un crédit et supportaient le risque jusqu’à l’échéance (on crée le risque et on le supporte jusqu’au bout : «originate to hold») ; alors que maintenant elles transfèrent le risque sur d’autres entités et investisseurs («originate to distribute»).

Ce sont ces changements radicaux de modèles qui ont éradiqué la raison d’être des banques.

* Bref historique de l’institution des banques

Évolution en phase avec celle des échanges commerciaux. La banque est une vieille institution qui est en emphase avec les échanges commerciaux.

Pluralité des modèles de banques :

La banque puise ses racines dans la banque du 19e siècle.

* Banque étroite : lorsqu’elle collectait des dépôts, investissait dans des projets à CT. Ce système s’atténue au 19e car elle associait aux banques étroites les banques d’investissements. Elles diversifiaient leurs actions.
* Loi banque de 1945 institue la séparation des ces 2 actions et cela va prendre du temps pour les combiner => fin 1960, loi Debré
* Loi banque de 1984 institue la banque universelle

Aux USA c’est différent, la combinaison est plus tardive :

* Banking Act de 1933 : séparation des 2 banques et cloisonnement de ces 2 banques
* Gramm - Leach - Billey Act de 1999 institue la banque universelle. Malgré cette loi, les banques américaines ont préféré spécialiser leurs actions ce qui a fait grandir la taille des banques d’investissement.
* Un ample mouvement de concentration

Ce mouvement a été observé dans les années 90-2000 avec l’émergence de gros établissements qui sont soit concentrés sur un type de produit, soit sur plusieurs produits. La taille des établissements s’est accrue du fait des mouvements des consommations.

* Un mouvement amplifié par la crise

«Too big to fail» : les risques sont mieux gérés. De plus, les autorités ne les laissent pas en chute car ils sont trop grands. Leur chute entrainerait la chute d’autres établissements => crise systémique

Les établissements en difficultés deviennent des proies : cela facilite la tâche pour ceux qui veulent les absorber.

Les groupes bancaires les plus épargnés de la crise sont ceux qui en ressort les plus renforcés car ils ont absorbé d’autres établissements, qui étaient faibles pendant la crise (en faillite pdt la crise).

L’action des banques de détails s’est internationalisée. On avait d’un côté les banques de détail nationales et de l’autre les banques d’investissement internationales.

Les établissements cherchent en permanence à accroitre leur taille car cela les rend «too big to fail». Ainsi, il y a un problème pour les autorités car les banques ont la garantie d'être sauvées du fait de leur taille. Le secteur bancaire s’expose donc a un aléa moral et est tenté de prendre un grand nombre de risques.

* La logique économique des concentrations

Le processus se fait en 2 étapes :

* Étape 1 : champions nationaux (aux Etats-Unis, Citigroup en 1998 né de la fusion entre Citicorp et Travelers ; en France, BNP Paribas en 1999 né de la fusion entre BNP et Paribas, en Allemagne, Allianz- Dresdner Bank en 2002 né de la fusion entre l’assureur Allianz et la Dresdner bank, ...)
* Étape 2 : opérations de fusions transfrontalières : HSBC (groupe sino-britannique) et CCF (groupe français) en 2000 ; Unicredito (groupe italien) et HVB (groupe allemand) en 2005 ; ABN Amro et Anton Veneta en 2006, les deux opérations de BNP Paribas en 2006 avec BNL puis avec City Commercial Bank, ....

Il y a 2 formes de concentration :

* se rapprocher d’établissements de même métier : concentration intra sectorielle pour la recherche d’économie d’échelle et amortir leurs coûts fixes
* Se rapprocher d’établissements dans des secteurs différents : concentration intersectorielle pour la diversification d’activité : recherche d’économie de gamme, cela coute moins cher de produire des produits différents ensemble que séparément.

Ce qui intervient aussi :

* motif stratégique pour s’affirmer leader national ou international
* Motif managérial : un manager est satisfait d’avoir un groupe de plus grande taille
* Pour se mettre dans la peau du prédateur pour éviter d’être la proie.

Tout cela aboutit à un nombre réduit d’établissements mais ces derniers sont de plus grande taille. Le pouvoir de marché s’est accru par les établissements. Cela se mesure à travers 2 indicateurs :

- la part des cinq ou des dix premières banques dans la valeur totale du bilan du secteur ou bien dans la valeur totale des dépôts ou des crédits. En France par exemple, les 5 premières banques concentrent 47% du total du bilan du secteur (contre 39% en 1993), 50% des crédits, 67% des dépôts

* indice de Herfindahl-Hirschman = somme des carrés des parts de marché de toutes les banques du marché analysé. Valeur comprise entre 0 (concurrence parfaite) et 1 (monopole).

La part des cinq premières grandes banques a augmenté dans le monde entre 95 et 07, sauf en Espagne. L’Allemagne a la part la moins forte.

* A qui profitent ces restructurations ?
* Principaux gagnants : les actionnaires => création de valeur actionnariale (anticipations de hausse de la valeur de l’entreprise)
* Effets ambivalents sur le bien-être des clients: hausse de tarif (car réduction de la concurrence) mais plus grande diversité des services offerts
* Principaux perdants : les salariés du secteur bancaire (selon le BIT, 300 000 emplois ont disparu dans le secteur bancaire mondial entre 1999 et 2002 suite à la concentration).
* Concentration : enfant terrible de la concurrence

La concentration est finalement le fruit de la réponse apportée par les banques, de la concurrence subie pendant les années 80 des marchés des capitaux. Se sont donc trouvés en concurrence des 2 côtés du bilan :

* crédit => actif
* Passif : car de nouvelles concurrences ont apparu, OPCVM (donc moins de dépôts).

Les banques ont essayé d’augmenter leur taille ou de diversifier leurs activités et donc ont dû avoir recours à la concentration.

La particularité des banques est leurs coûts fixes réduits, à la différence du marché financier où les coûts sont élevés car le réseau d’info est couteux.

De plus, les banques ont un réseau d’information sur les agents, ce qui constitue une barrière contre les marchés financiers.

* Gestion des risques bancaires et supervision prudentielle

1. De nouveaux outils de gestion

Les banques ont développé ces outils de gestion pour faire face aux marchés des capitaux. Elles sont engagées à une clause de crédits et donc sont plus exposées aux risques liés aux crédits.

Les procédures informatiques se développent : risque de l’erreur humaine face à la gestion de l’informatique.

Développement de nouveaux outils comme le scoring, le datamining etc.

Le modèle de Value at Risk permet d’évaluer la perte potentielle de l’actif.

1. L’intégration du contrôle interne au dispositif de supervision

Le contrôle interne est venu s'intégrer au dispositif de supervision.

Bâle 2 : exigence de fonds propres qui visent à couvrir les actifs risqués, de 8%.

1. Les failles du contrôle interne

* Plusieurs affaires ou scandales (Kerviel, Caisses d’épargne, Madoff) font douter de l’efficacité du contrôle interne
* Pistes d’explication :

- Externalisation à outrance de la gestion des risques

* Excès de confiance (lié à l’usage des modèles de finance mathématique)

Problèmes de contrôle avec à la clé des pertes énormes.

**Chap 5 : LA POLITIQUE MONÉTAIRE**

C’est l’ensemble des actions et des décisions mises en œuvre par la BC pour atteindre des objectifs en matière de croissance, d’inflation et de taux de change.

Toutes les banques centrales ne courre pas derrière ces objectifs.

D’un pays à l’autre, les objectifs d’une banque centrale varient. Cependant, la lutte contre l’inflation est devenue une priorité de tous les pays. Cette lutte s’exerce à travers un contrôle indirect sur la masse monétaire par les taux d’intérêts directeurs => qui font varier l’ensemble des taux de CT du marché, qui en évoluant vont faire varier ceux du LT.

À la fin des 80s, les BC sont devenues plus attentives à l’inflation et en font leur cheval de bataille. Elles restent cependant attentives au taux de croissance, à l’emploi et au taux de change.

Année 2000, beaucoup pensait que la politique monétaire était devenue une science, donc que les banquiers maitrisaient totalement leurs objectifs. D’où la stabilisation de l’inflation à un niveau de 2-3% a été obtenue grâce aux politiques de BC. Cela était sans compter la crise de 2007 qui a remis en cause la politique monétaire.

Cette crise a aussi remis en cause la délimitation des émissions de BC.

Le principe de séparation : la BC ne contrôle plus la finance d’où une instabilité financière. Maintenant, on se dit qu’après la crise, les BC ont un jeu à jouer sur la finance.

* Les coûts du chômage structurel ou durable :

Le carré magique de Kaldor contient 4 objectifs :

1. Maximiser la croissance : avoir une taux de croissance le plus élevé possible
2. Maximiser l’emploi : baisser le taux de chômage
3. Stabiliser au maximum l’inflation
4. Dégager un excédent extérieur ou d’atteindre un équilibre extérieur

Il est difficile de confier à un seul et même instrument ces 4 objectifs d’où la nécessité de plusieurs instruments. Ces 4 objectifs sont assignés à la politique monétaire (PM).

Même si l’objectif de l’emploi n’est pas l’objectif principal de la PM, il fait partie de la PM car :

* le chômage est couteux socialement car il
* Pertes d’effets d’apprentissage : individuel pour le chômage et collectif pour l’entreprise
* Coût psychologique : perte de statut social
* Coût d’éducation
* ...

D’où l’action conjoncturelle pour lutter contre le chômage. C’est un objectif de la PM, même s’il n’est pas le plus important.

La lutte contre l’inflation est l’objectif 1er de la PM => coût de l’inflation :

* incertitude pour les agents économiques ; donc les agents sont plus capables d’effectuer de bonnes décisions éco. Plus l’inflation est élevée, plus l’incertitude est forte (car les prix varient bcp). Les décisions de consommation, d’investissement et d’épargne sont forcées.
* Influence sur le PA ; pas le même impact sur emprunteur et prêteur, mais subissent tous 2 l’inflation. L’inflation fait diminuer les PA de la monnaie : pour les créanciers nets, la richesse s’amoindri et pour les débiteurs nets, le poids de leur dette diminue. => incidence asymétrique sur emprunteur et prêteur. Donc l’inflation élevée est tentante pour l’Etat car il rembourse une dette moindre. C’est pour contrer cette tentation que les BC sont indépendantes de l’Etat. C’est pcq’elle est jugée crédible envers l’inflation de par son indépendance à l’Etat.

Pb : l’inflation est un phénomène cumulatif, auto-entretenue et donc elle donne lieu à des bulles spéculatives. L’anticipation de l’inflation a un caractère auto-réalisateur => hyperinflation, dans cette situation, la monnaie perd toute sa valeur et le pays risque de faire face à une démonétisation nationale. Or la monnaie est importante dans l’économie, donc les agents se fondent sur le troc ou sur d’autres monnaies (phénomène rare).

*Déflation* : tout aussi dangereux. Elle met les agents dans une situation où la monnaie ne «brûle les mains» (= inflation), ici elle «colle les doigts». On veut absolument conserver la monnaie et donc on reporte les consommations au lendemain. La monnaie devient l’actif qui rapporte le plus, on dépense donc moins : on est en situation de léthargie totale (endormissement). Il est très difficile de sortie de la déflation. Ex : décennie perdue au Japon ; ils ont mis 10 ans à en sortir = situation de trappe à liquidité, les taux d’intérêts sont trop bas, proches de zéro et les agents ne veulent que de la monnaie.

Quelle cible de l’inflation ? Par le biais de l’IPC. Cependant, il est biaisé. Cette inflation mesurée est l’inflation sous-jacente, calculée en étant corrigée des chocs transitoires sur certains biens : exclut les matières premières, pétrole, tabac …

Faut-il fixer un objectif d’inflation à 2% ? La BCF se fixe un objectif à 2%. La formulation de son objectif est modifiée pour atteindre un objectif d’inflation inférieur à zéro mais ne dépassant pas les 2% à MT.

La FED fixe quant à elle son objectif à 3%. Cette cible met plus de «l’huile dans le rouage de l’économie».

Tous les économistes ne sont pas convaincus que la PM puisse durablement agir à MT. Il y a un grand clivage entre Keynes et les Classiques menés par Friedman. Keynes croit à la politique budgétaire et à la PM tandis que les classiques sont partisans de la monnaie, ils voient le risque de la crise accrue par la PM et PB (ils ne croient pas à la relation chômage et inflation).

Courbe de Phillips : Le constat empirique de 1956 montre que le taux de chômage est lié au salaire nominal (relation décroissante). Etant donné l’impact des salaires sur l’inflation, on a étendu la courbe de Phillips : relation inverse entre l’inflation et le chômage. Cela signifie qu’une politique de relance a pour effets de réduire le chômage est augmenter le taux d’inflation dans une proportion relative chiffrable.

Le NAIRU est le chômage qui n’influence pas l’inflation (point sur les abscisses, chô). Tous les efforts pour réduire le chômage en dessous du NAIRU vont augmenter l’inflation.

Dans un 1er temps, la relance fera baisser le chômage et augmenter l’inflation. La nouvelle politique de relance a pour effet de baisser le chômage mais en augmentant l’inflation; c’est à dire une baisse du PA et une augmentation du salaire. Via le licenciement, on revient au NAIRU mais l’inflation est plus élevée. Donc à MT/LT, la droite de la courbe de Phillips est verticale.

Monétaristes :

* non victime d’une illusion monétaire
* Prix s’ajustent rapidement (≠ de Keynes : prix non flexibles)
* Au lieu des politiques conjoncturelles, ils recommandent des ajustements structurels visant à stabiliser le marché ≠ des politiques de BC discrétionnaires vouées à l’échec. Ils croient à la théorie quantitative : la PM lutte contre l’inflation : l’inflation ne fait que résulter de l’augmentation de la masse monétaire. Donc il est possible de contenir l’inflation en contrôlant la crise de la masse monétaire. Friedman pensait que cette mission peut être confiée aux banques, sous condition de ne pas dépasser un taux de croissance de la masse monétaire. Il concède l’usage de la PM mais sur la base d’une règle visant à limiter quantitativement la masse monétaire.

Dans les 70-80s, suite aux 2 chocs pétroliers, les BC ont fait de l’inflation leur objectif principale, en gagnant leur indépendance et en fixant une règle de croissance de l’agrégat monétaire (M3).

Plusieurs études ont mis en œuvre que l’indépendance était une condition nécessaire pour avoir une faible inflation. Il faut que l’objectif de stabilité des prix ne se heurte pas à une PM laxiste et il faut que le BC rende suffisamment de comptes à la population sinon elle pourrait souffrir d’un déficit démocratique = légitimité de la BC, d’où une remise en cause de son indépendance. La légitimité s’est traduite par un manque de transparence des BC.

Années 90, débat sur l’indépendance de la BC mène à leur indépendance et donc à une certaine crédibilité. Le ciblage monétaire est que la BC, conformément aux monétaristes, cherche à limiter le taux de croissance de M3. Ce ciblage est devenu le pilotage des taux d’intérêts nominaux à CT par les taux d’intérêts directeurs, se faisant influence la masse monétaire en circulation.

* Les coûts de la hausse et de la baisse des prix des actifs (bulles)

Pendant la crise, on constate une déconnexion totale entre le prix des actifs réels et les prix financiers. La liquidité abondante des années 2000 ne s’est pas traduite pas une inflation : pas une hausse du prix des actifs réels mais une hausse du prix des actifs financiers (connexion forte entre liquidité et prix financiers).

L’objectif est donc que la BC suive l’évolution des prix des actifs financiers. Cette légitimité se traduit pas une évolution d’un grand nombre d’actifs (immobiliers, devises,). Ces prix d’actifs ne figurent pas dans l’IPC. Quand les prix de ces actifs s’emballent, il y a une création de bulles, et donc cela génère de l’incertitude sur les rendements. Par conséquent, cela rend difficiles les décisions des agents et à un effet sur l’économie réelle puisque cela affecte leur patrimoine. C’est un effet courant de la variabilité du prix d’actif.

Un effet plus rare est la crise de confiance. Lorsque la bulle explose, il y a une crise systémique; c’est à dire une crise de confiance dans le système financier qui conjugue la crise bancaire, la crise financière et la crise de change. Ces crises sont couteuses et contagieuses. Les crises sont couteuses à couvrir : pour la crise bancaire, il s’agit de limiter les externalités car la chute d’une banque entraine une autre; donc le sauvetage de banques est nécessaire car les banques gèrent les dépôts (risque qui affecte tout le monde).

* Le comportement de la banque centrale
* La règle monétaire

La règle monétaire à suivre par Bundesbank a influencé la mise en œuvre de la stratégie de la BCE, qui s’appuie sur la théorie quantitative de monnaie = inflation phénomène de la monnaie. Il suffit de fixer une règle de limitation de masse monétaire à ne pas dépasser. Le taux de croissance de M3 ne doit pas dépasser 4,5% avec une petite marge. Au delà de 4,5% la BC doit augmenter le taux d’intérêt directeur. Si le taux de croissance de M3 est inférieur à 4,5% le taux d’intérêt diminue si la croissance de M3 est insuffisante. Sinon le taux est maintenu si M3 est proche de 4,5%.

Tout cela implique une stabilité de la monnaie des agents et une vitesse de circulation de la monnaie. Or la vitesse de circulation n’est pas stable dans le temps, il y a donc une instabilité des comportements de demande de monnaie. La règle monétaire est donc difficile à tenir.

Dans le cadre de la stratégie de la BC, l’objectif monétaire a été systématiquement dépassé, sans pour autant que l’inflation ne s’accroisse significativement.

Par conséquent, le ciblage monétaire est abandonné.

* La règle de Taylor

Dans les 80s, certaines BC ont été plus attentive à la croissance. C’est la cas de la FED qui a réagit beaucoup plus rapidement. Cela amène les économies a essayé d’expliquer rétrospectivement après coup l’évolution des taux d’intérêts directeurs en se présentant les décisions de la FED/ la fonction de réaction. Cela aboutit à la règle de Taylor.

A CT, la variation de taux d’intérêt fait varier la production. La variabilité de la production est tout aussi un problème que l’inflation. Donc les BC doivent arbitrer à CT entre la variation de l’inflation et la variabilité de la production, selon Taylor.

Depuis sa publication en 1993, la règle de Taylor est incontournable; c’est une règle hypothétique et représentative du comportement de la FED au cours de la période 87-92. Le règle relie le taux d’intérêt directeur à CT à l’écart entre l’inflation courante ou anticipée et l’inflation cible fixée par la BC à l’écart de production entre le PIB effectif et le PIB potentiel (PIB-PIB\*). Ils sont pondérés. Les autres éléments sont la cible d’inflation (2%), la taux réel d’équilibre au jour le jour (proche de zéro).

D’après cette relation, le taux d’intérêt directeur va évoluer en fonction de ces éléments.

Dans l’étude de Taylor, les coefficients/pondérations sont de 1/2. Donc la règle proposée par Taylor reproduisait les taux d’intérêts américains de 87-92 (c’était bien la son but).

Cette règle a été beaucoup reprise. Elle se voulait descriptive au départ puis s’est imposée comme une règle normative : règle à suivre par la BC.

Le problème de la règle est qu’on ne s’intéresse pas aux prix d’actifs mais que à l’écart de l’inflation (courante et cible). Certains s’attachent à introduire dans cette règle les prix d’actifs financiers.

* La mise en œuvre de politique monétaire

1. Cas de la BCE. Ses instruments sont :

* opérations d’open-market : toutes les interventions des BC sur le marché monétaire. Ca consiste, dans les opérations de refinancement à CT ou MT, à céder un actif appartenant à l’éventail de ces actifs, on obtient des liquidités. Ces opérations sont beaucoup adoptées lors de la crise et à allonger ces opérations
* Opération d’achat de titres ou vente : vente = retirer des liquidité ; achat = ajouter des liquidités

Le taux de refinancement aboutit au taux d’intérêt directeur.

La facilité de crédit : la BC obtient des crédits à un taux plus élevé : taux de plafond. La facilité forme un corridor/tunnel avec le taux de facilité en plafond et le taux financier en plancher.

Réserver les obligations : autre instrument de la BC qui a perdu en notoriété. Il exige des banques un montant sur leur compte à la BC en fonction de leurs dépôts : 2% des dépôts sont rémunérés au taux de refinancement. Il s’agit d’un instrument en sommeil.

Toutes ces opérations guident les taux sur le marché monétaire à CT, en particulier le taux Eonia (au jour le jour).

La question la plus importante de nos jours sur les PM est comment concilier l’objectif de stabilité financier et celui de stabilité monétaire au sein de BC? S’agit-il d’assigner un taux ciblé ? Ou faire évoluer en fonction des actifs financiers ? Cette stabilité monétaire doit-elle passer à travers les actifs financiers ? S’agit-il de doper les BC de nouveaux indicateurs de suivi des prix d’actifs ? Ne doit-elle pas passer par une supervision macro prudentielle des BC?