

Chapitre 4 : Monnaie et financement de l'économie

INTRODUCTION 2

I/ Qu'est-ce que la monnaie ? 3

A/ Définir la monnaie par ses fonctions 4

1. Unité de compte, intermédiaire des échanges, réserve de valeur 4

B/ La monnaie comme institution 10

1. La monnaie désencastre: PAR COEUR 10
2. La violence de la monnaie 14

II/ Le système bancaire et l'offre de monnaie 17

A/ Les banques commerciales 17

1. L'intermédiation financière 17
2. La création et la destruction monétaires 18

B/ Les banques centrales (régulent la création monétaire et supervisent le financement de l'économie) 21

1. Contrôle de la création monétaire 21
2. Prêteur en dernier ressort et régulation bancaire 25
3. 3e rôle de BC (changes) 26

III/ La désintermédiation financière 27

A/ De l'économie d'endettement à l'économie de marchés de capitaux 27

1. L'économie d'endettement 27
2. La dérèglementation 29
3. Les innovations financières 30

B/ Le financement de l'économie après la désintermédiation financière 31

1. Un financement plus fluide.... 32
2. ... et plus instable (aspects négatifs de la désintermédiation financière) 35

IV/ Les défaillances de la finance 39

A/ Les crises financières 39

1. La récurrence des crises financières 39
2. La propagation des crises financières à la sphère réelle 43

B/ Quelle réglementation aujourd'hui 45

1. La re-réglementation... 46
2. ... est-elle suffisante ? 48

Conclusion 49



INTRODUCTION

Crise des Subprimes. Déclenchement **2007** aux USA. Causes très anodines par rapport à effets, répercussions. Causes : **série de défauts de crédit en 2007** (défaut sur remboursement). Ont touché crédits Subprimes : crédits distribués à des ménages qui présentaient un risque particulièrement élevé de défauts. D'où le nom : en-dessous de la garantie qu'offre ménage actuellement. Ces crédits étaient généralement associés à des clauses spécifiques : crédits hypothécaires (crédit immobiliers garantis par bien immobilier acheté). Plupart des crédits immo sont hypothécaires : si pas remboursement à échéance, la banque peut récupérer le bien acheté et le vendre. Crédits Subprimes ont des taux d'intérêt variables (niveau était indexé sur d'autres variables économiques). Ex : taux d'intérêt directeurs de la banque centrale. Donc à l'origine : incident de crédit qui porte sur un petit segment du marché du crédit. **Ces incidents sur secteur assez restreint entraînent crise sans précédent depuis 1929.** Etapas crise :

- Origine **2007**
- **Septembre 2008** : krach financier : faillite d'une grande banque américaine (Lehman Brothers). Se propage au monde entier : crise financière et bancaire
- **2009** : **récession** : se ressent sur activité éco réelle (sans précédent depuis 1930's)
- **Dès 2010** : crise des finances publiques, sans précédent depuis 2^{de} GM. Touche l'ensemble des pays industrialisés mais avec une acuité variable. Pays les plus touchés : gouvernement ont diff à financer leurs dépenses (ex en Europe : Irlande, Grèce, Portugal et moins Italie, Espagne, Chypre).

Suite à cette crise : euro menacé d'éclatement. Menace qui semble écartée provisoirement

Crise sans précédent mais recul suffisant pour dire que **pas répercussion aussi graves que crise 30's** alors que choc initial comparable à celui de 1929 (ressemblance démarrage très forte). Pas de répercussions politiques. Crise certainement **mieux traitée** que crise années 1930. **Crise qui est pleinement monétaire et financière** : toutes les crises ne le sont pas autant. Ex : crise années 70 (déclenchée par chocs pétroliers : pas origine monétaire et financière).

Points communs crise 30 et 2007 :

- Interprétées comme **aboutissement de période de globalisation financière** : **financiarisation des économies**. **Globalisation financière** = 1/Financement de éco se fait à échelle mondiale 2/Financement de éco se fait sous modalités démultipliées et interconnectées : plusieurs modalités pour financer éco
- Ont suscité **mesures de régulation monétaires et financières**.

Question : **quelle est la responsabilité de la finance dans la crise actuelle ? Est-ce que récession et crise de l'euro viennent de dérèglement du financement de l'économie ?**

Financement de l'économie : activités éco doivent être financées, c'est-à-dire que agents écos ont besoin d'obtenir d'autres agents les ressources financières (**capitaux**) nécessaires à leurs activités. Exs :

- Ménages ont souvent dépenses de conso supérieures à leur revenu, et font acquisitions immobilières => besoin de financer leur dépenses
- Entreprises ont besoin d'être financées quand veulent investir (veulent accumuler du capital, acheter machines ou s'agrandir)
- Etats ont besoins de se financer quand connaissent un déficit budgétaire (quand solde budgétaire est négatif)

Et **solde budgétaire** = recettes publiques (impôts, cotisations sociales = prélèvement obligatoire) - dépenses publiques (dépenses d'investissement : musées, écoles, traitement des fonctionnaires, prestations sociales versées à population tq alloc chômage...).

Solde budgétaire = recettes publiques – dépenses publiques. Quand déficit budgétaire : besoin de financement.

Donc financement éco met en relation **agents à besoin de financement** (agents dont dépenses > revenus. Ex: entreprises) avec **agents à capacité de financement** (dont revenus > dépenses = ménages).

Transformation responsables de crise ?

I/ Qu'est-ce que la monnaie ?

Il y a des conceptions alternatives de monnaie en éco : 2 grandes. **Ces 2 grandes conceptions de monnaie rompent avec sens commun.** A la fois, rien de plus familier en éco, mais quand on se penche, ça donne crampes mentales :)) = on n'y a rien compris en fait.

Si on parle de monnaie : on pense à pièces, billets, mais d'autres formes. Dépend des générations. Auj :

- C'est on est familiarisés aux **cartes bancaires** (**monnaie scripturale=écriture sur des comptes**), qui ne correspond qu'à une écriture sur un compte en banque, un chiffre. Assez récent (années 60-70) = *90% actuellement.*
- Chèques
- **Billets** : **Monnaie fiduciaire** : liée à une confiance = 5% = BF
- **Pièces** : **Monnaie divisionnaire** : divisions de la valeur = 5% = PD

Diversité des formes de monnaie, mais ce qui continue à nous marquer : **fétichisme de monnaie** (association très étroite richesse-valeur-monnaie). Notamment dans litté : *Avare de Molière ; serge Gainsbourg dans années 80 qui brûle billet de banque à la télé (a beaucoup choqué mais en fait n'a fait de mal à perso).* Montre un fétichisme de la monnaie : **nous avons de façon inconsciente l'impression que les billets de banque représentent vraiment richesses.** Auj peut être un peu moins dans ce fétichisme car scripturale mais encore marquée.

Diversité monnaie encore plus large quand on regarde dans autres sociétés : grandes diversité au cours de l'histoire. Ex : **monnaie dans les îles Yap** : **disques de pierres** : forme de détention de richesses : savent à quelle famille appartient telle ou telle pièce : peuvent servir à régler des transactions.



Ces formes de monnaie : évolutives. On peut s'interroger sur apparition actuelle nouvelles monnaies.

Ex : carte de fidélité : ne remplissent pas rôle de monnaie ? : on peut payer avec. Monnaie révolutionnaire : **Bitcoin** : **monnaie exclusivement numérique et scripturale qui peut permettre règlement transactions. Révolutionnaire car monnaie gérée par aucune banque** : circule et est émise sans système bancaire. Certaines entreprises acceptent le bitcoin comme monnaie. On peut s'interroger sur leur nature : est-ce vraiment monnaies ?

- monnaie de FB

=> Enjeu de souveraineté (ex de l'hyperinflation Allemande)

2 conceptions alternatives de la monnaie dont points communs :

- Rompent avec fétichisme de la monnaie

- Se construisent en dégagant points communs des différentes formes de monnaie.

A/ Conception **fonctionnaliste** (Conception orthodoxe, dominante en économie). Notamment associée à la théorie néoclassique mais aussi au-delà de néoclassique.

B/ Conception institutionnaliste (Hétérodoxe) : considère que monnaie est d'abord un ensemble d'institutions.

A/ Définir la monnaie par ses fonctions

1. Unité de compte, intermédiaire des échanges, réserve de valeur

3 fonctions :

- Unité de compte
- Intermédiaire des échanges
- Réserve de valeur

Une chose doit être considérée comme monnaie au sens plein du terme si remplit ces trois fonctions. Ce n'est pas l'essence de la monnaie qui définit mais fonctions : peut-être matériel ou immatériel. Et il y a des monnaies hybrides : semi-monnaies, imparfaites qui remplissent une ou deux des fonctions et pas les trois (Bitcoin).

Fonction d'unité de compte

Une monnaie permet de mesurer la valeur des marchandises. Cette fonction peut se comprendre à l'aide du modèle de l'équilibre général (Equilibre partiel : marché isolé ; général : équilibre simultané de l'ensemble des marchés interdépendants). Equilibre général fondé par Walras, dans *Eléments d'économie politique pure* : aborde place de la monnaie dans l'éco : montre que facilite les calculs qui permettent aux individus de mesurer la valeur des marchandises et ensuite d'échanger. En effet : équilibre général d'une éco = équilibre simultané des n marchés que comprend cette éco. N : nombre de marchés dans l'éco (ex : nombre de marchandises produites, échangées, consommées). Pour atteindre équilibre général : besoin que les agents de cette éco puissent estimer la valeur de chacune des marchandises.

- Supposons équilibre général sans monnaie

Ex : deux biens : pomme et poire. Agents doivent connaître le prix relatif de la pomme par rapport à la poire. Donc éco avec 2 marchés peut être décrite par un seul prix relatif. Supposons que pêche apparaît. Dans éco avec ces trois marchandises, pour que l'équilibre général puisse être connu : besoin de connaître 3 prix relatifs : (pomme/ poire, pêche/poire, pomme/pêche). On peut montrer que dans éco

avec n biens, besoin de connaître $\frac{n(n-1)}{2}$ prix relatifs. N marchandises dont on doit connaître prix relatif par rapport à $n-1$ autres. Et on divise par deux pour ne pas compter deux fois les inverses (ex : pour pomme/poire et poire/pomme). Donc bcp de prix relatifs...

- Monnaie : simplifie la description et réalisation équilibre général

Walras : monnaie peut être n'importe quel bien qui est désigné comme monnaie (bien numéraire) à partir duquel on mesure valeurs des autres biens. Une fois que désigné : besoin de $n-1$ prix d'autres marchandises selon ce bien numéraire. → Permet de réaliser une prodigieuse économie de calcul : essentiel.

Fonction d'intermédiaire des échanges

Monnaie doit servir à compter mais aussi comme moyen de paiement. Réflexion théorique, un peu spéculative en éco pour justifier nécessité du rôle d'intermédiaire des échanges. Echanges éco peuvent s'effectuer sans monnaie : troc : bien VS un autre. Smith, Turgot le font avec des robinsonnades : met en scène échangistes qui font troc (chasseur de daims...). Karl Menger ("On the origin of money", *Economic Journal*, 1892) : éco marg fondateur de l'école autrichienne : a fondé théorie marginaliste de la valeur avec une approche psycho : cette approche psychologique permet aussi de mettre en relief fonction d'intermédiaire des échanges de la monnaie.

Soient 3 individus A, B et C, et leur demande nette en bien x, y et z

	A	B	C
x	1	-1	0
y	0	1	-1
z	-1	0	1

Solution à double coïncidence des besoins. Pb qui se pose au troc est levé par monnaie intermédiaire des échanges.

Présentation formalisée (pas dans texte Menger). Envisage petite éco d'échange : 3 individus et 3 biens. On représente demande nette des individus en demande x, y et z. Indiv 1 qui veut acquérir unité de bien x, ne veut pas y, a unité de bien z qu'il est prêt à offrir à un autre individu (prêt à échanger). Indiv 2 : aussi demande nette positive pour un des biens et négative pour un autre. Est-ce qu'il y a un troc viable dans cette économie ? **Aucun troc bilatéral possible** (troc entre deux individus). Pas possible car **pb de double coïncidence des besoins** : besoin d'un échangiste doit coïncider avec partenaire. Ici : A et B. A veut x : coïncide avec B mais veut offrir z à B mais B veut y. Pas de double coïncidence => pas de troc bilatéral possible. **Mais troc circulaire serait possible** : A pourrait avoir de B unité de bien x. B pourrait obtenir y de C. Et c pourrait obtenir z de A. Troc possible mais pas **bilatéral : circulaire**. **Cependant ce troc indirect pose un pb de confiance : soumis à aléa moral**. Si B accepte de transférer x à A, soumis à aléa moral car rien ne garantit que A et C vont boucler le cercle. Chacun de ces individus : soumis à aléa moral en cas de troc circulaire. C'est ce que Menger pointe : pose question de pb de confiance de troc.

Monnaie : intermédiaire des échanges qui permet de surmonter pb de confiance

→ Pour lui : monnaie : palliatif à incertitude du troc

Menger se pose **question des fondements de cette confiance des agents envers monnaie**. Pourquoi choisissent choses comme intermédiaires des échanges pour fonction monétaire ? **D'une manière générale : Menger considère que l'ensemble des actifs (qui peuvent être stockées) peut jouer rôle de monnaie. Mais montre ensuite que certains actifs peuvent mieux jouer ce rôle d'inter des échanges que d'autres** : ce sont les actifs les plus « **négociables** » (négociabilité qui facilite le rôle monétaire). **Négociabilité = facilité + ou moins grande avec laquelle il peut être mis à disposition du marché à un moment convenable et à un prix voulu.**

Montre qu'il y a des propriétés objectives des actifs qui font qu'ils sont négociables :

- Facilement **transportable**
- Facilement **stockable**
- Qu'il puisse être **divisible**

Ex : or : inaltérable, peut être facilement divisé. Sel aussi.

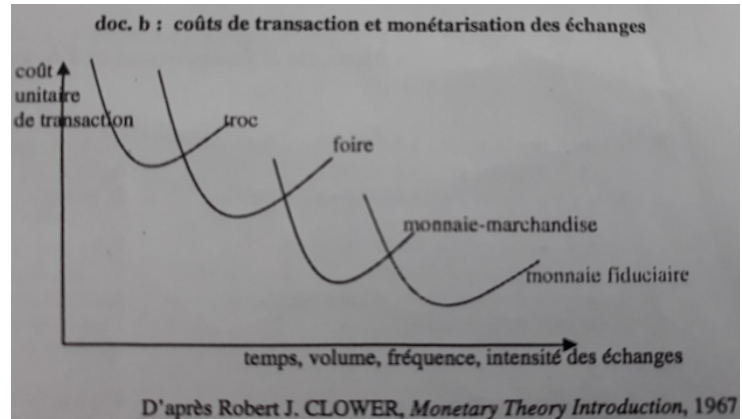
Mais aussi caractère très subjectif de négociabilité monnaie : émane d' « **un faisceau de croyances convergentes** » : une chose peut jouer rôle de monnaie si elle peut être investie de croyance par ensemble de acteurs éco : dit que **monnaie repose sur croyance qu'on a en sa valeur**. **Pas fragile pour autant car ces croyances : caractère autovalidant** : suffit que croyances émergent pour que soient durables et solides : croyance d'autrui consolide croyance que je peux avoir. Donc caractère essentiellement subjectif de la négociabilité.

On voit bien avec monnaie scripturale :

Aussi dimension institutionnelle de fonction d'inter des échanges. Pour que monnaie puisse jouer rôle inter : facilité par les institutions et notamment Etat. **Menger observe que l'Etat est absolument nécessaire pour qu'une monnaie soit investie de confiance** mais soutien de l'Etat augmente confiance que peut dégager une monnaie.

→ Donc réflexion théorique, spéculative pour dégager propriété commune de monnaie. Point commun : faisceau de croyance

Cette fonction inter permet de comprendre histoire de la monnaie, des échanges. Echanges ont changé de forme : passage du troc à des écos monétarisées. Economie orthodoxe : tend à rationaliser cette histoire. Elle est vue comme **conséquence rationnelle de l'extension des échanges** : considère que si échanges ont changé de forme, c'est parce qu'ils se sont étendus. Avec **extension** : il est **rationnel** que les formes des échanges aient évolué. Cette analyse éco de monétarisation est due à **Robert CLOWER** (« A reconsideration of the microfoundations of money », *Western Economic Journal*) : schématisé dans doc b. Modélise notion de **coût de transaction** : coûts liés à la négociation et à l'exécution d'une transaction économique (déplacement et tout). **Transaction économique** recouvre à la fois échanges de marchandises, relations de travail, relations de crédit. Transactions écos sont des échanges avec contrepartie. **Toutes ces transactions ont des couts de transaction.**



- Avant transaction : chaque agent doit recueillir **infos** pour négocier prix et modalités transaction.
- Au moment de l'exécution de la transaction : couts pour **contrôler** conformité de transaction aux clauses négociées.

Mais couts très variables selon transaction (proche de 0 si achat baguette à coté : pas besoin infos...). Pour négociations moins triviales : cout plus élevé. Clower observe que **cout transaction varie en fonction de la modalité et de la fréquence des transactions**. Il existe des **coûts fixes** et des **coûts variables** de transaction : Coûts fixes subis une fois, qq soit le nombre de transactions engagées / Cout variable se répètent à chaque fois que transaction est engagée. Ex : cout fixe boulangerie : celui qui fait que choisit meilleur boulanger. Coût Variable : Quasiment nul pour boulanger (relation de confiance). Cas où variables de transaction : employeur qui embauche des salariés (couts de recrutement des salariés).

→ Cout de transaction : ceux qu'on subit à coté de prix de marchandises

Comment Clower mobilise cette notion de cout de transaction pour comprendre histoire éco monde ? Schéma avec à gauche le début de l'histoire de l'humanité : échanges très faibles voire nuls. **Au cours de l'histoire : échanges ont gonflés, se sont intensifiés.** Sur axe ordonnées : cout de chaque transaction. On représente le cout de transaction de chaque modalité de transaction.

- 1ère modalité dans histoire : **troc** (Smith, Turgot en parlent déjà)

Modalité de transaction qui a **cout relativement élevé** : pb de double coïncidence des besoins : besoin de rencontre des partenaires adéquats. Cout fixe : recherche de partenaires potentiels. Cout variable : identifier partenaires adéquats (diff à prévoir). Cout fixe de transaction fait que cout unitaire de transaction va diminuer. **Mais cout variable fait qu'il augmente.** Quand augmente volume transaction : cout unitaire diminue puis augmente. Pourquoi ? Quand on multiplie échanges : de plus en plus compliqué de trouver personne qui coïncide avec besoins. **Donc de plus en plus compliqué. OK: CF - MAIS CV +**

- Invente 2ème modalité : **foire** (MA se développe en Champagne)

Gens se réunissent périodiquement : réalisent grand nombre de transaction. Foire : cout fixe plus important car voyage en Champagne. Mais cout variables plus faibles car quand tous réunies : plus facile de trouver individu avec qui nos besoins coïncident. Foire, quand volume échanges augmente, devient moins couteux que troc : devient rationnel d'échanger par foire car cout unitaire de transaction est plus faible. **CF + mais CV -**

- 3ème modalité de transaction : de plus en plus utilisation de **monnaie-marchandises** (objets qui servent de monnaie).

Même logique : cout fixes plus importants amortis par échanges plus diversifiés : donc devient moins couteuse que foires. Encore CF ++ MAIS CV -

- 4ème modalité de transaction : apparition **monnaie fiduciaire** (billet de banques)

Cout fixe plus important (système bancaire fiable) mais ensuite beaucoup plus simple.

- 5^{ème} modalité de transaction : monnaie scripturale

⇒ Recul : que nous apprend ce schéma. Restitue la monétarisation des échanges comme une conséquence rationnelle du développement des échanges : devenu rationnel de monétariser car représente une économie.

✚ Fonction de réserve de valeur

Monnaie doit aussi permettre de stocker du pouvoir d'achat, conserver du pouvoir d'achat. Cette fonction de réserve de valeur a été approfondie notamment par Paul Samuelson (An exact consumption-loan model of interest with or without Social contrivance of money », *Journal of political economy*, 1958). Un des plus grands économistes : courant néo-keynésien (théorie de la synthèse) : courant marqué par héritage keynésien mais qui cherche à le réconcilier avec approche néo-classique.

Samuelson rend compte de cette fonction de réserve de valeur par un modèle micro éco avec homo eco : besoin de monnaie qui joue rôle de réserve de valeur. Invente le modèle à générations imbriquées : rend compte des relations écos entre générations qui se succèdent dans les temps.

	$t=0$	$t=1$	$t=2$	$t=i$	$t=i+1$
Génération 0	A : consomme c_0	I : consomme $1 - c_0$			
Génération 1		A : consomme c_1	I : consomme $1 - c_1$		
Génération 2			A : consomme c_2	
Génération $i-1$			I : consomme $1 - c_{i-1}$	
Génération i				A : consomme c_i	I : consomme $1 - c_i$...
Génération $i+1$					A : consomme c_{i+1} ...

Chaque génération vit 2 périodes :

- 1/Une périodes d'activité (A) en t.
- 2/Une période d'inactivité (I) en t+1. Chaque perso produit dans période d'activité, ce qui lui permet de disposer d'une unité de bien, dont elle souhaite consommer une portion c_t en t et le reste en t+1 (chaque génération veut consommer quand jeune et active ET quand elle est vieille et inactive). Génération active en période 0 et consomme C_0 : période 1 inactive et veut consommer $1 - C_0$. Génération qui naît en 1 : pareil. Infinité de générations qui s'enchainent. Chaque génération souhaite rationnellement consommer sur 2 périodes de son existence. Mais chaque génération : difficulté car bien périssable. Le bien ne peut pas être stocké, donc les générations ne peuvent pas vivre en autarcie : une génération autarcique meurt quand elle est vieille. Donc échange est préférable à l'autarcie mais c'est un échange intergénérationnel. A chaque période, les jeunes offrent au vieux la fraction du bien produit qu'ils ne consomment pas. Echanges imbriqués nécessitent de la monnaie comme réserve de valeur. Jeune nourrit vieux si vieux leur donnent en contrepartie de la monnaie et que cette monnaie peut être utilisée par les jeunes quand seront vieux. Donc monnaie réserve de valeur sert de lien entre générations imbriquées : permet échanges entre générations.

Ce modèle a des implications moins triviales :

→ Notamment : une monnaie n'est viable que si sa durée de vie est infinie. Démonstration par l'absurde : si on connaît date de disparition de monnaie : on peut anticiper que jeunes à cette date n'accepteront pas monnaie comme rétribution de production. Si jeunes de cette date refusent cette monnaie : ne sert à rien aux vieux. Donc si on connaît date de disparition : aucune génération n'a intérêt à accepter monnaie, donc pas échanges entre générations. Idée qu'on prévoit que la date de disparition de monnaie est assez lointaine pour que la monnaie soit acceptée : suppose une confiance extrêmement forte sur la pérennité de la monnaie. Donc nécessité que monnaie soit considérée comme pérenne.

→ **Incidence de la croissance démographique sur la valeur de la monnaie.** Considérons une forte croissance démo : suppose que chaque génération est le double de la génération précédente. À chaque date : jeunes produisent profusion de biens qu'ils vont vendre aux vieux pour obtenir monnaie. Dans société avec forte croissance démo : pouvoir d'achat de monnaie tend à augmenter. Bcp de jeunes et de marchandises pour peu de monnaie => d'où la valeur de la monnaie.

Est-ce que les monnaies qu'on connaît remplissent ces 3 fonctions ?

→ **Euro** : remplit ces trois fonctions : Unité de compte, intermédiaire des échanges, réserve de valeur

→ **Aussi des monnaies hybrides.** Ex : seulement unité de compte :

-> **Livre tournois** (sous l'ancien régime). Sous ancien régime : diversité de monnaies (comme au MA et Antiquité) car dans chaque région, les monnaies métalliques, monnaies-marchandises sont plus ou moins acceptées par pop. Des seigneurs et nobles pouvaient frapper monnaie + monnaies étrangères. Livre tournois : monnaie uniquement unité de compte : immatérielle, permettait de convertir les autres monnaies entre elles. Donne la valeur de l'impôt dû, mais on peut payer dans la forme de monnaie qu'on veut ou en nature.

-> **ECU** (*European currency unit*) : prédécesseur de l'euro, monnaie partielle, seulement unité de compte. Jusqu'en 1999, pour établir budget européen : contribution en ECU des pays. Chaque pays pouvait régler dans la monnaie de son choix (Deutschemark, livre, franc...)

→ **Cartes de fidélités** : pas monnaies au sens plein du terme, car remplissent les 3 fonctions mais leur périmètre est restreint (stockage de valeur seulement auprès des magasins qui les ont émises).

→ **Bitcoin** : aussi périmètre restreint + pb de fonction de réserve de valeur car convertible en dollars, euros (monnaies officielles) mais taux de conversion, de change est extrêmement instable donc **mauvaise réserve de valeur** : risque de voir pouvoir d'achat de ces richesses fondre.

Comment cette définition fonctionnaliste de monnaie est utilisée pour le calcul de la masse monétaire ? **Masse monétaire : quantité de monnaie en circulation à un moment donné dans une économie.** Important de connaître masse monétaire.

Notamment banques centrales estiment le montant de la masse monétaire et utilisent cette info pour prendre décisions. Pourquoi important ? Revenir à question de **restriction du crédit** : peut pénaliser activité économique. A l'échelle macro éco, restriction du crédit signifie que **pénurie de la monnaie**, pas assez de monnaie en circulation. Fait qu'il y ait pénurie de monnaie peut être déduit de l'évolution de la masse monétaire. **Difficulté de cette mesure : la masse monétaire est à géométrie variable car les différents supports peuvent remplir plus ou moins bien les trois fonctions de la monnaie. C'est pourquoi les banques centrales font plusieurs mesures de la masse monétaire :** publient une pluralité d'agrégats monétaires, qui constituent des mesures alternatives de masse monétaire.

Doc d : présente les différents agrégats monétaires pour zone euro.

3 différents agrégats monétaires emboîtés, hiérarchisés pour la zone euro. **Ce qui ordonne ces agrégats : liquidité de la monnaie** = capacité à être utilisée rapidement comme moyen de paiement.

Comment sont constitués les agrégats ?

- **M1** : agrégat monétaire au sens strict. Agrégat qui correspond aux **supports les plus liquides** : billets et pièces en circulation et dépôts à vue (compte à la banque, chéquier). Même quand on prend monnaie au sens strict, billets et pièces sont déjà minoritaires.

- **M2** : agrégat monétaire intermédiaire. **Englobe M1 + Incorpore des actifs monétaires un peu moins liquides** : Autres dépôts à court terme (placements des agents écos qui peuvent être utilisés comme moyen de paiement mais après un certain délai et avec condition restrictive), dépôts à terme d'échéance ≤ 2 ans, dépôts avec préavis ≤ 3 mois (Parfois besoin de faire préavis à banque pour dire que va utiliser comme moyen de paiement. Préavis peut être clause obligatoire au moment du dépôt : incorporé à M2 quand inférieur à trois mois).

- **M3** : agrégat monétaire au sens large. **M1 + M2 + incorpore les placements monétaires qui sont un peu moins liquides.** Ce sont des titres, mais titres dont valeurs est relativement stable, prévisible. Dans

éco où on vit : il y a des choses qui sont à la fois monnaie et titres (titres monétaires).

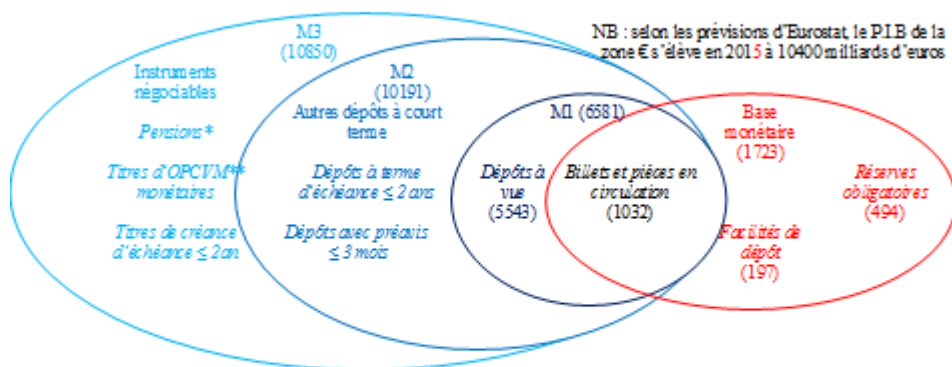
Conclusion :

- Toute monnaie doit remplir les 3 fonctions.
- Masse monétaire qui peut être mesurée par trois agrégats monétaires.

Masse monétaire : théorique, et agrégats monétaires : concepts empiriques qui mesurent la masse monétaire. Permet aux banques de savoir si la circulation de monnaie suffisante dans l'économie pour gonfler ou freiner la circulation monétaire. Définition fonctionnaliste utilisée au quotidien par les banques centrales pour mesurer les agrégats monétaires.

Doc d les agrégats monétaires de la zone €

(montants en milliards d'euros / novembre 2015)



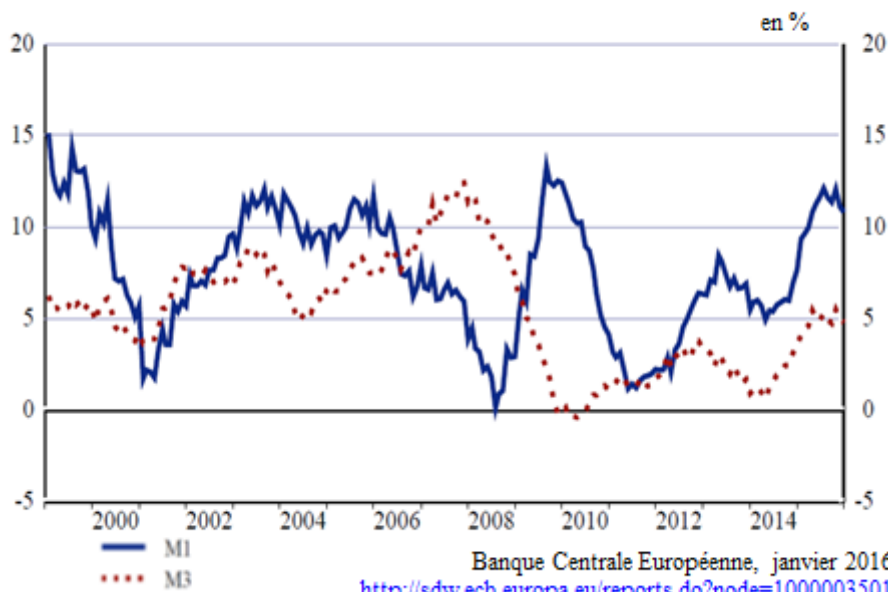
* Les pensions sont les titres détenus pour une durée déterminée et remboursables à un prix préalablement déterminé

** les Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières sont des entités qui gèrent des portefeuilles de titres.

Banque Centrale Européenne, février 2016

Cette circulation monétaire n'augmente pas toujours au même rythme. Tend en général à augmenter car l'activité économique augmente : besoin de + de monnaie pour financer les échanges croissants. Mais cette augmentation est parfois à un rythme ralenti/accélééré. Masse monétaire qui augmente mais à un rythme variable. Variation pour zone euro en M1 et M3. Ces outils permettent aux banquiers centraux de gonfler ou adopter mesures de rigueur/restriction monétaire pour la freiner. On voit que masse monétaire augmente : taux de variation positif sauf au moment de crise Subprimes. Crise des Subprimes s'est traduite par diminution de la masse monétaire qu'on voit dans M3 en 2008-2009.

Doc e variations de la masse monétaire dans la zone €



Banque Centrale Européenne, janvier 2016

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003501>

M1 et M3 évoluent de façon à peu près parallèle, mais il y a des moments particuliers où M1 et M3 divergent. Montre l'intérêt d'avoir les 3 agrégats monétaires : révélateur pour banquiers centraux. Divergences entre 2006 et 2010 : diminution M3 et augmentation M1, puis échange.

Depuis 2010 : M1 augmente plus que M3. M1 est la plus liquide, immédiatement dispo, donc dynamisme M1 indique aux banquiers centraux une forte préférence pour la liquidité des agents. Métaphore du billet de banque sous le matelas. On hésite à le placer à plus long terme. Quand M1 dynamique et M3 moins : montre qu'on est dans une période de thésaurisation, où les agents préfèrent garder leur épargne sous forme très liquide car très incertains sur rentabilité des autres placements. BONNE EXEMPLE => Années qui précèdent Subprimes : grande confiance agents écos => préféraient placer que garder sous forme liquide : période d'euphorie des épargnants (la suite montre qu'était

Cours BL

excessive). **Choc psycho de crise des Subprimes** : agents écos gonflent leurs encaisses les plus liquides. Convertissent M3 en M1 : retirent placements pour garder sous forme la plus liquide possible. Donc permet de réaliser l'ampleur de la thésaurisation au moment de crise Subprimes. **Depuis 2010** : contexte de thésaurisation moins marqué qu'au moment des Subprimes mais latente. **M1 reste plus dynamique que l'agrégat M3**. Explique à quoi sert d'avoir M3 et M1 : diagnostic sur circulation monétaire.

B/ La monnaie comme institution

Autre conception de la monnaie : définition de la monnaie comme institution. **Définition hétérodoxe** qui est plus pluridisciplinaire. Considèrent que **système monétaire = système de règles** (dimension sociologique, politique, anthropologique de la monnaie). Monnaie circule sous conditions de règles stables qui encadrent les usages de la monnaie. Exs :

- Qui a droit d'émettre monnaie ? (Banques centrales ? Roi ?)
- Quelles sont les règles de conversion entre différentes monnaies ? Est-ce que l'or est de la monnaie ?
- Règles sur liquidité de monnaie : toute sorte de monnaie peut être utilisée pour échange ?

D'abord comprendre comment ces règles sont construites. A quelle condition les monnaies peuvent remplir fonctions ? Règles.

2 grands intérêts au niveau scientifique :

- 1) Monnaie désencastre les échanges
- 2) La violence de la monnaie

Que fait monnaie aux sociétés contemporaines. Applications d'actu sur l'euro, ses spécificités...

1. La monnaie désencastre: **PAR COEUR**

Idee développée par éco institutionnaliste **Karl Polanyi** : économiste hétérodoxe (se démarque de néo classiques). **1944** : **La grande transformation** : davantage en convergence avec autres sciences sociales. Dans ce livre : aussi un manifeste de l'éco hétérodoxe. Il dénonce **l'economic fallacy** (tromperie économiste : critique faite à éco néoclassique : fait comme si comportements écos obéissaient à une logique autonome, à l'homo economicus. (Considérer que quand on prend décisions éco, on agirait comme homo eco, et autrement dans autres situations de la vie). Se démarque de Marx : **là où il voit le capitalisme comme l'évolution des rapports sociaux de production, chez Marx capitalisme a un caractère nécessaire et aussi à sa disparition finale.**

Chez Polanyi : idée que l'éco de marché et le capitalisme résultent de conditions historiques contingentes, et n'ont pas un caractère inéluctable. Processus de **désencastrement** de l'économie. Avant l'émergence du capitalisme les activités économiques étaient **encastrées = soumises à des règles politiques et sociales**. En particulier la nature de l'activité éco des individus était déterminée par leur condition sociale ou politique. Polanyi explique qu'à **l'époque moderne** les activités éco se sont désencastrées, d'abord en Angleterre, puis s'est diffusé en Europe continentale et au-delà. Désencastrement se fait par la **marchandisation de la terre, du travail et de la monnaie**. Caractérisés comme des marchandises « fictives » : elles ne sont pas à l'origine produites pour être des marchandises.

À partir du XVIe en Angleterre, la marchandisation a produit le désencastrement.

- **Marchandisation déjà évoquée par rapport à la terre**

Enclosure dès XVe ? siècle : les pâturages et terres sont privatisées, marchandisées : terre devenue marchandise fictive. Donne lieu à théorie de la rente.

- **Marchandisation du travail : au tournant 18ème-19ème siècle**

Découle de marchandisation de la terre. Une fois que les terres ont été privatisées, une partie des villageois sont privés de moyens de subsistance. Vivaient de l'exploitation des terres collectives. Donc constitution d'une main d'œuvre collective, dont exode rural permet l'industrialisation : deviennent **ouvriers**. Désencastrement difficile. Economie politique classique y a beaucoup réfléchi. **Malthus** réagit

aux **lois sur les pauvres**. Que sont lois sur pauvres ? Tentatives VS marchandisation du travail : impose aux paroisses un secours au pauvre : tentative d'empêcher l'exode rural, de maintenir des liens de solidarité villageoise, maintenir l'encastrement de éco dans village. Malthus VS lois sur pauvres : on peut y voir moment clé de marchandisation du travail. Cette marchandisation du travail est accomplie par l'**abolition des poor laws** au 19^{ème} en Angleterre.

- **Polanyi : monnaie = troisième marchandise fictive**

Au départ : pas une marchandise. Polanyi revient aux formes primitives de monnaies jusqu'aux féodales dans l'ancien régime

-> **Jusqu'à ancien régime** : monnaie est l'apanage du pouvoir politique, signe et vecteur de pouvoir politique. Ce sont les rois ou seigneurs qui frappent la monnaie : garantissent la teneur des monnaies en métal précieux (Monnaie divisionnaire). Donc confiance liée à la confiance en le pouvoir politique. Pouvoir politique manipule la valeur monnaie : pratique le **seigneurage**. Pratique de tricher sur le contenu en métal de monnaie : dire que telle pièce correspond à un gramme d'or alors qu'elle correspond à moins. **Triche sur les valeurs de la monnaie**. Façon pour pouvoir politique de financer les dépenses : frappent monnaies dont contenu en métal est moindre que le contenu affiché. Ex : permet de financer à bon compte ses dépenses. Pratique du seigneurage très fréquent sous antiquité, MA et encore à l'époque moderne : **valeur de la monnaie était encastree dans l'ordre politique et social, déterminée par le pouv politique.**

→ Origine du mot **franc** : remonte au MA **14^{ème} siècle** : monnaie créée avec nv nom avec idée que cette fois, **le roi serait franc sur cette monnaie** (a tenu seulement quelques années) !!!!!

→ **Désencastrement par marchandisation de monnaie.** Se fait aussi en **Angleterre** :

1^{ère} étape. 1694 : création de la **banque d'Angleterre** (première banque centrale au monde). Fondée par un regroupement de banquiers qui ont **prêté de l'or au roi d'Angleterre. En échange : droit d'émettre des billets (du papier-monnaie)**. Valeur de ces billets est garantie par l'or prêté au roi : **met en place circulation de monnaie dirigée par une banque, distincte du pouvoir royal.** Donc roi d'Angleterre abandonne son pouvoir de seigneurage. **Valeur de cette monnaie peut être stabilisée. Monnaie peut devenir une marchandise.** Comme la valeur est stable et n'est plus à discrétion de pouvoir publique, permet aux billets de jouer le rôle de monnaie

2^{ème} étape. 1844 : **banque centrale** reçoit le monopole d'émission des billets : marque achèvement de la marchandisation de la monnaie et donc du désencastrement de l'activité éco.

Thèse de Polanyi : montrer que le désencastrement de l'éco et marchandisation sont des constructions sociales et pas des nécessités fonctionnelles de l'économie, inéluctables.

Comment montrer que qqch est une construction sociale ? 3 caractéristiques :

- On peut identifier **causes sociales** de ce phénomène
- Met en jeu des **rapports sociaux** entre groupes sociaux
- Dépend d'un **contexte socio-historique**

Principes méthodologiques. Illustration à propos de la monnaie : **comment Polanyi montre que la marchandisation de la monnaie est une construction sociale ?**

- **Causes sociales.** Monnaie marchandisée en Angleterre à l'occasion de prêts d'or par les banquiers au roi : donne le privilège d'émission de monnaie pour les remercier. Plus largement : **monétarisation de éco s'inscrit dans émergence des états modernes.** **Max Weber** : Etat moderne comme monopole violence physique légitime. **Dès MA** : états modernes se construisent en accaparant ce monopole (monop police, défense nationale) → affaiblit pouvoir des seigneurs. Pour acquérir ce mono : besoin de ressources financières stables, obtenues par des emprunts auprès des banquiers, par des impôts, des prélèvements sur les échanges.

Thèse Polanyi : états modernes ont besoin de développement échanges marchands, échanges écos : c'est l'assiette de leurs ressources. Sens commun oppose souvent Etat et marché : **idées chez Polanyi que l'émergence du marché et de l'Etat vont de pair** : besoin pour ressource financière stable.

Observé en Angleterre : marchandisation pour taxer échanges marchands. → **Monnaie a des causes sociales : la construction de l'Etat moderne.**

- **Rapports de force.** Polanyi regarde de plus près comment les règles de circulation monétaire se sont construites en Angleterre avec le développement de la banque d'Angleterre. Développe le débat au 19^{ème} siècle autour de ces règles de circulation monétaire. 1844 : monop d'émission des billets mais débat sur les règles à appliquer au monopole d'émission des billets : débat porte sur quels droits accorder à banque d'Angleterre dans son émission de billets ? Débat oppose le camp de la **currency school** VS camp de la **banking school** (yes la baaaank).

=> Pour l'école **Currency school** (ex : Ricardo) : **banque centrale doit strictement limiter l'émission de billets au stock d'or qu'elle détient.** Idée que monnaie, billets émis par la banque d'Angleterre doivent représenter une quantité d'or. Avantage de ce choix : **garantit la valeur du papier monnaie** (on peut aller à la banque centrale et échanger VS quantité d'or correspondante). Mais pb : **freine circulation monétaire** et peut entraver le dév des activités écos.

=> // En face : **banking school** défend la liberté de banque centrale d'émettre davantage de billets que la quantité d'or qu'elle détient, ne pas se limiter à stock d'or détenu. Avantage : facilite l'activité éco, les échanges par une circulation monétaire abondante. Débat très vif dans première moitié XIX^e. **Traduit des rapports sociaux : intérêts de groupes sociaux.** Côté currency school : ceux qui ont intérêt à une valeur stable de la livre sterling (ex : ceux qui sont engagés dans la commerce international, en particulier ceux qui ont intérêt dans la production agricole). Banking school : plutôt entrepreneurs capitalistes, entrep qui ont intérêt au dév de nouvelles activités et donc à une circulation monétaire abondante. Résultat : 1844 : **Currency school l'emporte** : doit strictement arrimer la quantité de monnaie produite au stock d'or qu'elle détient.

- **Dépend de contexte socio historique.** Comparaison France/Angleterre. Franc a aussi connu une marchandisation de la monnaie de façon plus tardive. Banque de France créée en 1800. Reçoit monopole d'émission en 1848 (début 2^{ème} République). **Même phénomène mais suit cheminement différent.** En France, c'est la **banking school** qui l'emporte : quand reçoit monopole, elle a la liberté sur l'émission de billets (possibilité de produire plus de billets que stock d'or qu'elle détient). (C'est une décision politique : monnaie est bien une institution).

Aperçu de la suite de cette histoire. Polanyi montre qu'au 19^{ème} et 20^{ème}, **ce désencastrement de l'économie a gagné tous les pays => fragilise cohésion sociale.** Notamment, précarise les positions sociales, la survie des individus (époque de pauvreté et misère ouvrière + crises écos de surproduction (genre nouveau)). Ecrit en 1944, **La grande transformation** : transformation en cours et qui est un mouvement de **réencastrement** de l'économie. Puisque le désencastrement a fragilisé la société : réencastrement :

- **Réencastrement de la terre** : **Collectivisation des terres dans les économies soviétiques** (se fait par intervention de l'Etat)
- **Réencastrement du travail** : **droit du travail qui protège travailleur** (Etat reprend main sur les activités écos)
- **Réencastrement de la monnaie** : circulation de monnaie de plus en plus reprise en main par pouvoir politique (ex: fixation de crédits, de taux de change). **Dès 2^{nde} GM jusqu'aux 80's.**

Construction sociale car pas progression inéluctable mais alternance incertaine entre périodes de désencastrement, réencastrement.

Analyse institutionnaliste de Polanyi porte un défi à l'analyse fonctionnaliste orthodoxe : pas homo éco qui ont inventé la monnaie mais la monnaie est construction sociale. Question : **approche insti de monnaie disqualifie approche orthodoxe et le paradigme de homo éco ?**

AUTRE APPROCHE:

Travail de Polanyi a suscité une **approche néo institutionnaliste** associée notamment à **Douglas North** (prix Nobel 90's, éco américain). 1977, « Markets and other allocation systems in history : the challenge of Karl Polanyi », *Journal of European economic history*. Approche **néo-institutionnalisme** de monnaie : insti mais nouvelles bases + entend **réconcilier approche institutionnaliste et néo-classique (bonne lile partie lol)**. Reconnait que la monnaie est une construction sociale, que désencastrement et monétarisation sont des constructions sociales, mais montre que **monétarisation et désencastrement résultent de calculs d'homo economicus**.

Monnaie a été utilisée, inventée quand il est devenu rationnel de le faire. Quel est cet homo éco qui va décider de la diffusion de la monnaie marchandisée ? = **l'Etat : acteur rationnel qui désencastre monnaie pour North**. Thèse North : Etat poursuit des objectifs qui lui sont propres : augmentation de sa puissance, et l'Etat rationnel décide donc de marchandiser la monnaie quand les avantages marchandisation sont supérieurs aux coûts. Avantages de la marchandisation de l'éco = **permet à Etat d'avoir une assiette fiscale plus importante pour prélever les impôts**. Coûts : abandon du seigneurage => Etat renonce au financement expéditif de ses dépenses par seigneurage.

North montre que l'approche néo-instit est féconde pour rendre compte de l'histoire de la monnaie. Montre pourquoi monnaie s'est diffusée au **18^{ème}-19^{ème} en Angleterre**. Observe qu'à d'autres moments elle aurait pu apparaître. Ex : au 13^{ème} : relatif essor éco qui aurait pu justifier le recours à la monnaie mais North montre qu'à ce moment, les avantages de la monétarisation étaient inférieurs au cout.

Pourquoi apparait d'abord en Angleterre alors qu'à cette époque puissance supérieure ? **Comparaison France/Angleterre** : Etat anglais et français sont des homo oeconomicus qui **arbitrent entre couts et avantages de la monétarisation**. North montre que **les avantages de la monétarisation et du désencastrement sont + forts en Angleterre qu'en France en raison de spécificités de l'Angleterre**. 3 spécificités :

-> **Structure de l'économie anglaise** : échanges économiques en quasi-monoproduction : essentiellement un bien qui s'échange sur le territoire : la laine de mouton. Le reste est auto-consommé. North observe qu'il est plus facile d'inventer un système fiscal quand il ne faut **taxer qu'une seule ressource** (donc dans structure de monoproduction) : pèse rationnellement en faveur de la monétarisation.

-> **L'Angleterre est une île**. Elle est moins soumise à la pression de rivaux externes : la mer la met à l'abri des invasions. Or quand il y a des rivaux externes : exercent une pression court-termiste : Etat peut avoir besoin de ressources financières rapides pour financer une guerre. Donc en Angleterre : **absence de rivaux externes atténue les avantages du seigneurage** (moyen d'obtenir vite des ressources financières). Paramètre exogène qui fait que plus avantage

-> **Pouvoir politique a des rivaux internes**. Rivalités dynastiques et mouvements révolutionnaires en Angleterre dès le 17^{ème}. Pouvoir politique contesté par la bourgeoisie notamment. Monétarisation a été **un moyen pour l'Etat anglais de répondre à cette menace des rivaux internes en accordant à la bourgeoisie une monétarisation de l'éco**, dév éco de marché : a affaibli la contestation de son pouvoir par la bourgeoisie.

- Ainsi, **North, à partir d'une histoire comparée, montre que la monnaie est une institution mais cette approche est compatible avec paradigme homo éco : Etat prend une décision rationnelle de monétarisation éco quand cela sert ses intérêts**. Donc approche socio-histoire comme Polanyi mais North reprend en plus le paradigme de l'homo economicus.
- Monnaie désencastre échanges

Enjeux politiques du débat : euro paraît légitime, mais il y a des menaces de dislocation. Euro : monnaie inédite historiquement, car la traduction fonctionnaliste de la monnaie est que la **banque centrale est indépendante des Etats**. Elaboration des statuts de la banque centrale de façon à ce que monnaie remplisse le plus fonctions. **Euro : monnaie très désencastrée**. Elle doit d'abord remplir une fonction économique : monnaie qui serait fonctionnelle, déconnectée du pouvoir politique : monnaie

fonctionnaliste. Pour les institutionnalistes, si l'euro a échoué, c'est lié au pb de départ qu'est la conception fonctionnaliste. Donc aussi un débat politique : approche fonctionnaliste VS approche de la monnaie d'abord comme une institution qui doit être garantie par un pouvoir politique ? En 2016 : encore en plein dans ce débat. **Banque centrale euro doit être plus connectée au pouvoir politique ?**

2. La violence de la monnaie

Violence de monnaie : violence exercée par la monnaie. Idée titre du livre de Michel **AGLIETTA** (école de la régulation) et André **ORLEAN** (école de la convention), 1982, *La violence de la monnaie*.

->**Orléan** : *L'Empire de la valeur*. Chef de file de l'**école des conventions** : courant économique dév surtout en France : hétérodoxe. Critique par Orléan de la théorie orthodoxe de valeur. Analyse hétérodoxe de monnaie. (CF AUSSI le fait qu'il ne considère par la révolution marginaliste comme un révolution)

->**Aglietta** : chef de file d'un courant développé dans les 70's en France : **école de la régulation**. Aussi courant hétérodoxe en économie. S'intéresse aux institutions et règles qui encadrent l'activité éco.

Différence entre les deux écoles : école de régulation a un angle plus macroéconomique et qui est inspiré par le marxisme. Question qu'elle se pose : pourquoi le capitalisme ne s'est pas effondré comme prévu par Marx ? Quelles règles ont permis de perpétuer le mode de production capitaliste ? Conventions : + approche micro économique. S'intéresse aux règles qui, dans l'interaction, permettent une certaine stabilité des activités économiques.

Thèse du livre : thèse institutionnaliste : monnaie remplit des fonctions sociales. Economistes de formation mais qui ne séparent pas éco/socio/histoire. **Monnaie remplit des fonctions sociales qui précèdent ses fonctions écos selon ces auteurs.** Expression la monnaie s'enracine dans un « ailleurs non économique » : monnaie doit d'abord remplir des fonctions sociales avant éco.

Quelle est cette fonction sociale ? : médiatise et apaise des tensions qui pourraient menacer l'ordre politique et social. Sociétés traversées par tensions (notamment les sociétés contemporaines). Pour qu'il y ait subsistance de l'ordre, il y a besoin d'une médiatisation : cette fonction est remplie par la monnaie.

Exemples de tensions qui traversent sociétés contemporaines :

- **Tension liberté/ nécessité.** Construction des sociétés contemporaines sur la valeur de liberté : les individus sont en principe libres mais cela entre en tension avec la nécessité économique. Trouver un moyen de subvenir à ses besoins, travailler pour vivre. Contradiction interne aux sociétés contemporaines.
Monnaie apaise tension car : libres en droit + soumis à nécessité économique.
- **Tension égalité/hiérarchie.** Égalité de droit et inégalités. Comment accepte-t-on de vivre dans une société schizophrénique, qui proclame une égalité de droit mais où il y a des égalités criantes de fait : **monnaie permet de se considérer comme égaux en droit en acceptant une inégalité de fait.**
- **Tension individualisme/collectif.** Sociétés qui valorisent individus + dépendance collectives jamais été aussi fortes notamment par solidarité organique. Tension résolue par la monnaie. **Interdépendance** médiatisée par la monnaie (comme le travail qui lie) : pas l'impression d'être assujettis aux autres car les échanges prennent la forme d'interactions individuelles grâce à la monnaie. Pas sentiment d'être dépendant du boulanger car on achète sa baguette.
- **Rivalité des désirs.** Désir paraît illimité. Désirs illimités sont potentiellement porteurs de violence : rivalité aigüe avec autrui pour l'accomplissement de nos désirs. D'autant plus que caractéristique du désir = désirs sont « **mimétiques** » : tendance à désirer ce que désire autrui (cf René Girard). Désirs illimités qui pourraient entraîner une violence, on pourrait avoir à se battre. Monnaie permet de pacifier cette tension.

Cours BL

Pourquoi la monnaie est violente ? La monnaie porte la violence latente des rapports sociaux dans sociétés contemporaines. Monnaie est une forme euphémisée de violence. **Concurrence économique s'est substituée à violence physique dans les sociétés contemporaines.** Violence presque invisible mais montre les tensions fondamentales, la violence larvée inscrite dans la circulation monétaire. Donc la monnaie a bien des fonctions sociales. **C'est l'histoire qui permet de montrer que la monnaie remplit des fonctions sociales.**

CAS=> Montrent notamment que **quand on a des crises monétaires, les crises peuvent apparaître comme des crises écos mais sont surtout crises sociales et politiques.** **Crise monétaire :** crise où la circulation de la monnaie s'interrompt, où la monnaie cesse de remplir ses fonctions écos, cesse d'être intermédiaire des échanges. **Ex : Allemagne hyper inflationniste 1923-24 : augmentation des prix qui pouvaient doubler, tripler, quadrupler en qqes heures. Valeur monnaie réduite à 0 donc interruption de circulation de la monnaie.**

Ex 2 : Rouble dans les années 90 : crise monétaire moins grave que l'hyperinflation allemande, mais une partie de la population cherchait à se débarrasser du rouble (dollar utile parfois à certains).

Ex 3 : Argentine en 2011 : crise monétaire.

Ex: colonies: par la monnaie qu'ont été imposé les normes occidentales économiques (cf SOCIO: Bourdieu et Sayad, Le Déracinement)

Crises monétaires sont **souvent interprétées comme des crises éco.** Ce seraient des pbs écos et financiers qui seraient à l'origine de ces crises. **Ex Allemagne 20's :** difficulté à faire face aux réparations alliées. Banque allemande contrainte de créer de la monnaie excessivement => aurait entraîné hyperinflation (causes les plus immédiates). **Mais Aglietta et Orléan montrent qu'il y a des causes sociales et politiques plus profondes.** Allemagne : Régime de Weimar issu de défaite, mise en place difficile. **Régime qui a une assise sociale et politique fragile,** donc société soumise à de très fortes tensions : symptôme d'une crise de la société. Russie post-soviétique et argentine : pareil.

Euro.

Plus tard, **Aglietta** (Cf Euro, fédéralisme et éclatement) et **Orléans** ont continué cette réflexion. Ont appliqué cadre d'analyse à **l'euro.** Historique : expérience inédite : banque centrale euro indépendante du pouvoir politique. **Statuts faits dans une conception fonctionnaliste :** on veut que l'euro soit géré par une banque centrale pour remplir au mieux ses fonctions écos. Pour eux, l'euro est une monnaie auto-référentielle : se veut pure fonctionnalité, référence qu'à elle-même. Construction de l'euro est une tentative de dépolitiser l'institution monétaire. **Pour Aglietta et Orléan, ce qui fait la fragilité de l'euro, ce n'est pas sa fragilité éco mais sa fragilité sociale et politique** (parce que la construction de l'UE n'est pas achevée politiquement).

Autre travail sur la violence de la monnaie. **David GRAEBER, 2011, Dette, 5000 ans d'histoire.** Travail anthropologique qui s'inscrit dans une approche institutionnaliste de la monnaie, et dev également l'idée que monnaie remplit fonctions sociales et qu'elle les remplit dans la violence.

Analyse scientifique de la monnaie qui a aussi des enjeux politiques.

EX: Un des chefs de file du mouvement **Occupied Wallstreet** : **milite pour un contrôle plus strict des banques VS inégalité « nous sommes les 99% ».** Analyse aussi la monétarisation des échanges économiques.

→ Il montre que la **monétarisation est un processus réversible.** Avec des retours en arrière : pas de progression linéaire du troc vers la monnaie, mais au cours de l'histoire, des époques de diffusion puis des époques de disparition de la monnaie. Graeber montre qu'au cours de l'histoire, des **éco monétaires** (échanges avec la monnaie comme intermédiaire) alternent avec des **éco de crédit** (échanges donnent lieu à reconnaissance et remboursements de dettes : pas de monnaie). **Dans les grands empires antiques :** 1ères traces d'écriture. **Tablettes :** reconnaissance des dettes (trace d'écriture la plus ancienne : c'était des prêtres qui les détenaient). **Ecos de crédit** (échanges sans monnaie). **Au MA :**

Cours BL

souvent écos de crédit. Ecos féodales autour du village : échanges écos avec reconnaissance de dettes. Dettes du seigneur envers les villageois + corvées dues au seigneur.

Donc détruit idée de fonction d'intermédiaire des échanges : pas forcément besoin de monnaie pour faire des échanges écos.

→ Graeber montre aussi que la **monétarisation de l'éco (phéno observé dans différents lieux dans l'histoire) est un processus violent**. Doc f. Extrait livre de Graeber. Evoque un épisode de monétarisation : la **colonisation** : pays colonisés ont vu la monétarisation de leur éco. **Madagascar** : Graeber montre que **l'introduction de monnaie est conséquence de colonisation. Cette introduction de monnaie est violente**. Violence de la monnaie est un aspect important de violence coloniale. Formes extrêmement visibles de la violence coloniale : conquête militaire, massacre une partie de la population. Mais l'introduction de la monnaie est aussi violence : introduite de force car exigence des habitants qu'ils payent un **impôt** en monnaie. A contraint les habitants à monétariser leurs échanges pour gagner cette monnaie. Donc introduction en même temps du travail marchand et consommation marchande.

Apparition de monnaie : pas pacifique mais s'est souvent fait par violence + exerce violence car permet exploitation économique. Quand population socialisée à monnaie, on peut la faire travailler, la salarier, et donc l'exploiter.

Lien avec **occupied wallstreet**. Pour Graeber : aujourd'hui à nouveau dans période où la violence de monnaie atteint un sommet notamment avec l'expulsion de personnes de leur logement consécutif à la **crise des Subprimes**.

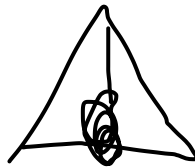
→ **Idée que la maîtrise de la circulation monétaire** (Pour Graeber : aujourd'hui appartient aux banques commerciales privées, à la finance) **recèle une forte violence**.

Bilan du I

2 définitions de la monnaie

1/Orthodoxe (par ses fonctions)

2/Hétérodoxe (comme une institution).



On peut appliquer ces deux définitions au **Bitcoin** (monnaie virtuelle).

- Approche fonctionnaliste indique qu'il s'agit **d'une monnaie qui serait incomplète**, inachevée encore car ne remplit que partiellement ses fonctions (ex : fonction de réserve de valeur est altérée par l'instabilité du cours du bitcoin en monnaie officielle)
- Approche institutionnaliste : Bitcoin n'est pas une monnaie comme les autres, innovation car c'est une monnaie qui **n'est pas gérée de façon centralisée** : ne repose ni sur banque centrale ni sur pouvoir politique (1^{ère} fois dans l'histoire). Avenir du Bitcoin dépend de la construction de règles.

Son avenir est incertain. Dernière réunion de partis prenants du Bitcoin : tonalité assez pessimiste, du mal à voir un essor. On voit aussi actuellement une **diversité de règles autour de l'essor du bitcoin**. Certains l'ont interdit (Thaïlande et Russie par ex), certains l'ont interdit aux banques (Chine : pourtant la production de bitcoin en grande partie concentrée en Chine), certains pays comme Allemagne ont reconnu circulation du bitcoin (Ex TVA payée par bitcoin), certains pays comme France pas encore et surtout déconseillé (pas interdiction mais déconseillent en raison de instabilité et blanchiment). **Souvent moyen de blanchir revenus illégaux**. On peut dire que banque centrale européenne : un peu arroseur arrosé. Pour Aglietta et Orléan : acteur d'une utopie de monnaie purement fonctionnelle, auto référentielle.

Bitcoin cherche à aller encore plus loin : si la monnaie se définit que par fonctions, on peut se passer de banque centrale. Banque centrale européenne condamne Bitcoin alors que c'est elle qui a donné l'idée d'une monnaie simplement fonctionnelle.

II/ Le système bancaire et l'offre de monnaie

Approche un peu plus technique et concrète. On parle de système bancaire car prend en compte que la hiérarchie des banques avec : en haut, la banque centrale (Banque d'Angleterre, Banque de France, Banque centrale euro), qui chapote des banques commerciales (Crédit agricole...) (banques de second rang). Banque centrale : banque de premier rang.

A/ Les banques commerciales

Remplissent fonction financière (finance l'éco) + fonction monétaire (création et destruction monétaire, la fait circuler).

1. L'intermédiation financière

Banques jouent un rôle d'intermédiaire financier : **banques mettent en relation les agents à capacité et à besoin de financement.** **Agent à capacité de financement** : font placement dans banques, placent leur épargne (peuvent être ménages, entreprise). Ces ressources sont utilisées par les banques pour financer les **agents à besoin de financement** : emprunteurs (ménages par ex pour achat maison) ou investissement entreprises ou administration publique (Etat ou collectivités locales qui empruntent pour financer dépenses).

Question : **pourquoi a-t-on besoin des banques pour remplir ce rôle ? Car il existe des relations de financement sans banques.** Ex : individus qui se prêtent de l'argent. Aujourd'hui dans les pays en développement : une partie des financements sans banques.

Il y a des arguments économiques pour justifier le rôle d'intermédiaire financier joué par les banques. Pourquoi banques utiles pour financement éco :

->1/En jouant rôle d'intermédiaire financier : banques opèrent une transaction bancaire **qui permet d'ajuster les préférences des agents à capacités de financement aux préférences des agents à besoin de financement.** Dû aux discordances au niveau du risque + liquidité + échéance (court terme/long terme). Déposant (à capacité de financement) : aversion au risque, préférence pour placements liquides (pouvoir disposer de l'argent rapidement), préférence pour les placements à échéance courte. Or préférence des emprunteurs est discordante : besoin de financement en général qui impliquent des risques de défaut, besoin de financement peu liquide (emprunteurs ne peuvent en général pas rembourser rapidement leurs emprunts) et en général dans le long terme (à 10-20-25 ans) (quand projet d'invest d'une entreprise : nombreuses années). Relation emprunteurs/prêteurs ne peut pas bien marcher => **nécessité d'avoir des banques qui transforment les ressources en financements qui ont caractéristiques diamétralement différentes.** Ressources liquides de court terme et peu risquées => Financements peu liquides, de long terme et risqués...

->2/**Intermédiaire financier permet aussi des économies d'échelle.** En réalisant un grand nombre de financements, les banques accumulent une expérience dans la gestion, un **savoir-faire qui réduit les coûts du financement.** Csq dans la vie éco = forte concentration du secteur bancaire. Fusions de banques qui ont abouti au paysage bancaire actuel comme en France : **5 groupes bancaires** qui ont l'essentiel des dépôts (Société générale, Crédit agricole, Banque populaire, Caisse d'épargne, BNP Paribas : à peu près 80% des Français). **En même temps : éco d'échelle n'explique pas totalement.** Aux EU : un secteur bancaire bcp moins concentré, bcp + de banques...

->3/**Intermédiaire financier permet aussi de réduire les coûts de transaction inhérents à la relation de crédit.** Relation de crédit : présente de fortes **asymétries d'info** (sélection adverse, aléas moral) : entraîne des coûts de transaction très élevés pour négocier et mettre en œuvre les relations de crédit (notamment selon efforts des emprunteurs pour rembourser). Donc **banques assument ces coûts et leur expérience permet de minimiser ces coûts de transaction.** Notamment constitution d'un fichier de leur clientèle qui leur permet de mieux identifier les risques de l'emprunteur : permet de résorber l'aléa moral. Banques développent aussi des relations de clientèle : quand relation de long terme avec client, elle acquiert une info riche sur le client, ce qui permet des propositions de placements adaptés. Banques ont aussi savoir-faire pour déter le collatéral qui va permettre la garantie d'un crédit.

→ Arguments qui permettent de comprendre pourquoi besoin de banques, entreprises spécialisées qui s'occupent de l'intermédiation financière.

2. La création et la destruction monétaires

2^{ème} fonction des banques commerciales. Deux fonctions différentes. Banques financent l'éco (agents à besoin de financement), mais ce financement par les banques peut être monétaire ou non monétaire. **Financement non monétaire** quand banques commerciales financent l'éco (des acteurs écos) à partir de ressources déposées par les épargnants : ont collecté l'épargne des déposants et ils recyclent cette épargne pour prêter aux agents à besoin de financement (fait circuler une monnaie non créée par les banques).

Financement monétaire : banques créent la monnaie qu'elles prêtent (octroient des crédits, financements sans s'appuyer sur des ressources préexistantes).

Au cours de l'histoire, quand banques se sont développées, elles sont progressivement passé à une activité de financement monétaire. Aujourd'hui encore, les deux types de financement coexistent mais en tout cas les dépôts des épargnants (clients) ne contraignent pas direct les financements octroyés par banques. **Au cours de l'histoire : développement des banques à des moments, endroits différents : histoire non linéaire.** Mais un moment important = développement des banques à Londres à l'époque moderne, notamment aux 16^{ème}-17^{ème} siècles. Banques londoniennes se sont souvent développées à partir du commerce des orfèvres. La manière dont les orfèvres sont devenus banquiers : montre comment les banques sont passées d'un financement non monétaire à un financement monétaire.

-> 1^{ère} étape : **Orfèvre** (ceux qui s'occupent de l'or). Doivent mesurer, frapper, changer l'or : métier historique. Pour exercer ce métier, les orfèvres se sont dotés d'équipements pour sécuriser l'or (coffre-fort). Donc progressivement devenus aussi gardiens de l'or : personnes riches stockaient leur or chez les orfèvres.

-> 2^{ème} étape : ils commencent à devenir banquiers quand ils sont intervenus dans les transactions de leurs clients déposants. Clients pouvaient avoir besoin d'or pour régler leurs transactions => allaient en chercher chez l'orfèvre quand ils avaient besoin.

-> 3^{ème} étape : Progressivement, les orfèvres ont émis des **certificat de dépôts** (papier certifiant d'une certaine quantité d'or). Ces certificats de dépôt ont parfois remplacé l'or métallique dans la transaction : réduit les coûts de transaction, puisqu'ils échangent du papier à la place de l'or. Papiers sont devenus une nouvelle forme de monnaie (**fiduciaire**). Orfèvre banquier de Londres participe au financement de l'éco, circulation monétaire. Certif permettaient de financer des dépenses.

-> 4^{ème} étape : **financement monétaire**. Orfèvres ont vu qu'ils peuvent émettre plus de certif de dépôt que l'or qu'ils détenaient, car la majo des client utilisaient leurs certificats à la place de l'or et ne venaient plus que rarement convertir certificat en or métallique. Au fur et à mesure, utilisation du certif a remplacé or métal : ouvre la possibilité d'une circulation, prêter de la monnaie fiduciaire VS taux d'intérêt. Créent de la monnaie à partir de rien.

→ **Evolution du métier de banquier : d'abord intermédiaire de financement non monétaire puis évolution vers création monétaire**

Pouvoir de création monétaire est une caractéristique des banques d'aujourd'hui (encore davantage). Banques créent quotidiennement de la monnaie en octroyant des crédits. Cette monnaie créée : **scripturale**. Cette monnaie est inscrite dans le bilan des banques (**bilan comptable** des banques). Bilan comptable = document que peut faire la banque, entreprise, même ménage : document qui récapitule les avoirs et engagements d'un agent économique. Se fait dans les sociétés contemporaines **en parties doubles** :

- D'un côté les **avoirs** de l'agent éco (tout ce que d'autres agents écos doivent à l'agent dont on fait bilan). Ces avoirs sont du côté de **l'actif**.
- De l'autre, les **engagements** de l'agent (ce qu'il doit à d'autres agents économiques). Inscrits du côté du **passif**.

Devoir pour tout entreprise de faire bilan comptable : à partir de ça, calcul impôts, subventions.

A travers le bilan des banques : comment se fait création de monnaie ? Grandes composantes.

Doc. g : bilans simplifiés des banques commerciales et de la banque centrale

Banques commerciales / de 2nd rang

Actif	Passif
Créances sur le Reste du Monde (or, devises) (c')	Engagements, notamment auprès de la banque centrale : emprunts interbancaires, obligations émises
Billets	
Réserves des banques de 2 nd rang à la banque centrale	
Crédits bancaires (a')	Dépôts des clients (ménages, entreprises) (a) / (b) / (c)
Titres acquis (actions et obligations) (b')	
	Fonds propres

Banque centrale

Actif	Passif
Créances sur le Reste du Monde (or, devises)	Billets (α)
Crédits accordés aux banques de 2 nd rang (β')	Réserves des banques de 2 nd rang à la banque centrale (β) (δ)
Crédits accordés aux administrations publiques (γ')	
Titres acquis (actions et obligations) (δ')	Dépôts des administrations publiques (γ)
	Fonds propres

Opérations de création monétaire...

(a') par crédit bancaire

(b') par acquisition de titres

(c') par conversion de devises en monnaie nationale ou achat d'or

La monnaie au moment où elle est créée apparaît au passif des banques sur les dépôts des clients / (a), (b), (c)

et de destruction monétaire par les banques commerciales

(a) par remboursement de crédit

(b) par vente de titres

(c) par conversion de monnaie nationale en devises ou vente d'or

La monnaie au moment où elle est détruite est déduite du passif des banques sur les dépôts des clients / (a), (b), (c)

Opérations de création monétaire... (α') par émission de billets (β') par le refinancement des banques commerciales (γ') par des crédits accordés aux administrations publiques (δ') par acquisition de titres**et de destruction monétaires par les banques centrales** (α) par retrait de billets (β) par remboursement de leurs crédits par les banques commerciales (γ) par remboursement de leurs crédits par les administrations publiques (δ) par vente de titres**Présentation simplifiée du bilan des banques commerciales.**Côté actif (**Avoirs**) :

- Créances sur le reste du monde (en dehors de territoire) : 1/Or. Enregistre les réserves d'or car peut-être échangé partout contre devises. 2/**Devises** : pouvoir d'achat que lui doivent des agents écos du reste du monde. Avoir 1 dollar : banque centrale américaine nous reconnaît droit au pouvoir d'achat de 1 dollar
- Billets : réserve garantie par banque centrale
- Réserves des banques commerciales à la BC. **Banque centrale = banque des banques** : chaque banque commerciale a un compte dans cette banque. C'est un avoir car correspond à un pouvoir d'achat reconnu par la banque centrale. (*)

Cours BL

- Crédits bancaires octroyés à clients. Clients se sont engagés à rembourser. Pas complètement certain, pas immédiats (échéance) mais quand même un avoir
- Titres acquis : détiennent actions et obligations qu'elles peuvent vendre ; Avoir adossé sur les entreprises qui ont émis obligation. Ex : banque a action PSA. PSA s'engage envers banques à garantir pouvoir d'achat correspond au montant de l'action

Coté passif (ce que banque commerciale doit à tous ses partenaires) :

- Engagements. Banques commerciales peuvent emprunter ressources (à banques centrale ou autre banques commerciales). Emprunts obtenus sont des engagements pris envers les prêteurs (remboursement).
 - Dépôts des clients. Si j'ai 1000 euros sur compte à société générale : engagements à me les procurer quand demande
- **Comptabilité en partie double (symétrique)**

Fonds propres : différence actif/passif. Une fois que déduit, on a les ressources qui lui appartiennent en propre. Plus généralement, fonds propres d'une entreprises : différence actif/passif. On peut faire pareil pour ménages :

- Actif : patrimoine, placements financiers
- Passif : montants empruntés (ex : qu'il doit aux banques)

Fonds propre : ressources qui appartiennent en propre. Fond propre coté passif car garantit l'**équilibre/passif actif**. Entreprise peut avoir fonds propres négatifs (Ex des start up : souvent premières années avec fonds propres négatifs car endettement pour commencer activité. Peut-être signe aussi de grosses difficultés financières)

Comment apparait la création et destruction de monnaie ?

→ 3 opérations de **création monétaire** inscrites au bilan mais 3 composantes différentes :

- Quand banques octroie des crédits à ses clients. Inscrit à l'actif le montant de la créance (du crédit). Ex : Société générale me prête 1000 euros : ajoute coté actif (créance sur). Mais aussi coté passif car inscrit ces 1000 euros sur mon compte. **Actif : crédit. Passif : monnaie créée. Bilan reste équilibré mais création monétaire se voit car bilan gonflé.** Opération des deux cotés
- Quand la banque acquiert des titres (achète action/obligation) : banque peut créer la monnaie avec laquelle achète ces titres. Coté passif : inscrit. Coté actif (contrepartie de cette création) : action, obligation détenue par la banque.
- Quand banque achète de l'or ou convertit des devises en monnaie nationale. Société générale peut échanger des devises (ex : quand je dépose des dollars à Société générale). En échange : verse euros. Coté passif : **société générale inscrit montant transaction (càd montant de la monnaie créée)**. Coté actif : **enregistre les dollars apportés car ils ont gonflé ses réserves**. C'est de la création d'euros. Crée monnaie pour convertir dollars. **Convertit en monnaie nationale = création monétaire.**

A chaque fois : actif et passif augmentent => **on lit dans bilan la création monétaire**. Quand on se convainc que c'est de la monnaie scripturale, **monnaie scripturale en circulation a augmenté**. Du fait que ça augmente des deux côtés : pas de menace pour l'**équilibre financier**. Création monétaire se voit par gonflement du bilan.

Aussi **destruction monétaire** : compense à peu près la création. Opérations de destruction symétriques de création monétaire :

- Remboursement des crédits par les clients. Crédit octroyé par société générale : je le rembourse => le montant 1000 euros est déduit de mon compte en banque. **Coté passif : diminution due au remboursement (destruction monétaire)**. Coté actif : **banque élimine de son actif la créance qu'elle avait sur moi**.
- Quand banque vend un titre : action ou obligation disparaît de l'actif. Acquéreur du titre : son dépôt est diminué du montant du paiement. Donc coté passif : aussi diminution. Destruction monétaire : **montant de monnaie scriptural diminue.**

Cours BL

- Conversion de monnaie nationale en devise étrangère. Banque commerciale me vend des dollars car je veux partir aux EU : diminue ses réserves en dollars coté actif. Côté passif : diminue mon compte du montant en euros.

Donc diminution actif et passif lors de destructions. Dans réalité : plus compliqué car la banque peut avoir comme partenaires des gens qui ne sont pas ses clients. Pose surtout pb pour vente des titres.

Financement monétaire se lit pour banques contemp. **Banques commerciales ont un pouvoir de création monétaire phénoménal, très étendu. Ce pouvoir n'est viable que s'il est encadré, contrôlé.**

Reprise

Création monétaire : création de masse monétaire (monnaie en circulation). Quand banque fait crédit de dix euros : 10 euros mis en circulation : inscrit dans passif + comme contrepartie

Orfèvre : pour avoir profit : idée d'offrir services à clients (portent certif de dépôt) et récemment taux d'intérêt.

B/ Les banques centrales (régulent la création monétaire et supervisent le financement de l'économie)

Comment banque centrale encadre cette activité des banques commerciales ?

Trois fonctions :

- **Contrôle masse monétaire** : comment contrôlent la création de monnaie ?
- **Prêteur en dernier ressort** : prêt aux banques commerciales + régulation bancaire (contrôlent règles qui s'imposent aux banques commerciales)
- **Réserve de change** (autres devises au cas ou échange)

1. Contrôle de la création monétaire

Contrôle indirect de masse monétaire par les banques commerciales car ce sont les banques centrales qui prennent les initiatives banques. 2 étapes :

- 1/**Banques centrales créent monnaie mais créent base monétaire** (aussi appelée **High money**). Liquidité, monnaie avec pouvoir libératoire supérieur
- 2/**Banques commerciales doivent ajuster création monétaire à base monétaire**

Relation base monétaire/ création monétaire : **multiplicateur de base monétaire**.

Qu'est ce base monétaire et comment est-elle créée par banques centrales ?

Doc d. **Base monétaire** = monnaie contrôlée directement par banque centrale. 2 composantes :

- **Billets/pièces** : monopole de banque centrale (banques comm : pas droit de frapper monnaie)
- **Réserves** = compte des banques commerciales à la banque centrale. Réserves ont un caractère obligatoire : obligation de détenir une fraction des dépôts de leurs clients à la banque centrale. Ex : pour zone euro aujourd'hui : doivent détenir à **BCE 1% des dépôts de ses clients**. Donc à chaque fois que banque commerciale crée monnaie, dépôt client emprunteur augmente, donc elle doit augmenter réserves à banque centrale. Banques commerciales peuvent détenir davantage : **facilités de dépôts** (monnaie détenue par banques commerciales en réserve à banque centrale en plus de réserve obligatoire: **surplus**).

Base ne peut être augmenté que par décision de la banque centrale.

Comment banque centrale peut créer/détruire base monétaire (high money) ? Dog g (doc bilan des banques mis au-dessus).

Actif :

- Créances, réserves d'or
- Crédits qu'elles peuvent accorder aux banques de second rang

Cours BL

- Peuvent éventuellement (certaines banques centrales mais pas toutes) accorder crédits aux administrations publiques, Etats, collectivités locales. Plupart des banques centrales de nos jours : plus de crédits aux administrations publiques (ex : BCE ne peut pas)
- Eventuellement : peut détenir des titres. Ex : banque centrale en 2016 : à nouveau depuis quelques mois

Passif :

- Tous billets qui circulent dans l'éco = engagement de la banque centrale car elle **garantit pouvoir d'achat de ces billets** : garantit qu'avec 10 euros on pourra toujours acheter pour 10 euros
- Administrations publiques peuvent avoir compte à banque centrale (ex : Etat): dépôt = passif pour toi car tu dois le rembourser.

Différence : fonds propre.

Structure analogue. Pas identique car partenaires différents. Il s'agit d'opérations de création/destruction de base monétaire :

- **La plus intuitive : émission de billets.** Augmente la masse monétaire en circulation. Cas particulier d'une **augmentation coté passif et pas actif**. Implicitement, il y a quand même une contrepartie quand une banque centrale imprime des billets : idée de éco de zone euro va continuer à produire richesse avec billets achetés
- 2^{ème} opération : quand octroie des **crédits à ses clients, notamment aux banques commerciales** : ce sont des opérations de refinancement : banques centrales refinancent les banques commerciales qui elles-mêmes financent entreprises, ménages...
- Banques centrales **historiquement ont pu octroyer crédits aux administrations publiques**. Ex : Pendant **Trente Glorieuses**. Ex : **Banque de France : crédits à l'Etat français** (avances de la Banque de France) = crédits très avantageux pour Etat français car taux d'intérêt très faibles voire nuls et souvent pas d'échéance de remboursement (souvent jamais). **Aboli dans années 80**. Depuis années 80 : banques centrales n'octroient plus de crédits aux administrations publiques mais si discuté aujourd'hui.
- Banques centrales peuvent aussi **acquérir des titres** : possibilité ouverte et refermée.

A chaque création de base monétaire : contrepartie coté actif sauf cas de création de billet.

Destruction :

- Quand retire billets
- Quand crédits remboursés
- Quand vend des titres

Analogies banques centrales et commerciale : créent monnaie. Mais différence = banque centrale crée base monétaire : associée à des droits et opérations spécifiques. Banques commerciales doivent obligatoirement utiliser base monétaire pour certaines de leurs opérations. Lesquelles ? Besoin de **liquidités bancaires** : autre appellation de base monétaire mais qui met accent sur fait que base monétaire joue rôle spécifique pour banques

-> Quand client de banque **convertit monnaie scripturale en pièces ou billets** : banque commerciale a besoin de base monétaire

-> Dans **emprunts interbancaires** : banques peuvent emprunter les unes aux autres. Empruntent forcément en base monétaire : s'appuient sur leurs réserves à la banque centrale. **Ne peut prêter ressources que détenues à banque centrale.**

-> Pour **satisfaire la règle des réserves obligatoires**. Quand banque com a créé monnaie : peut être amenée à augmenter réserves à banque centrale : besoin de liquidités bancaires

En raison de ces besoins : banque centrale contrôle indirectement base monétaire. Besoins en base monétaire : levier pour banque centrale. Si banque centrale veut que les banques commerciales octroient moins de crédits : juste à **créer moins de base monétaire.**

Relation base monétaire/masse monétaire : relation de proportionnalité selon mécanisme du multiplicateur de base monétaire. Multiplicateur de base monétaire dans condition normale : relation statistique stable. Doc h. Principe méca : chaque fois que banque commerciale distribue de la

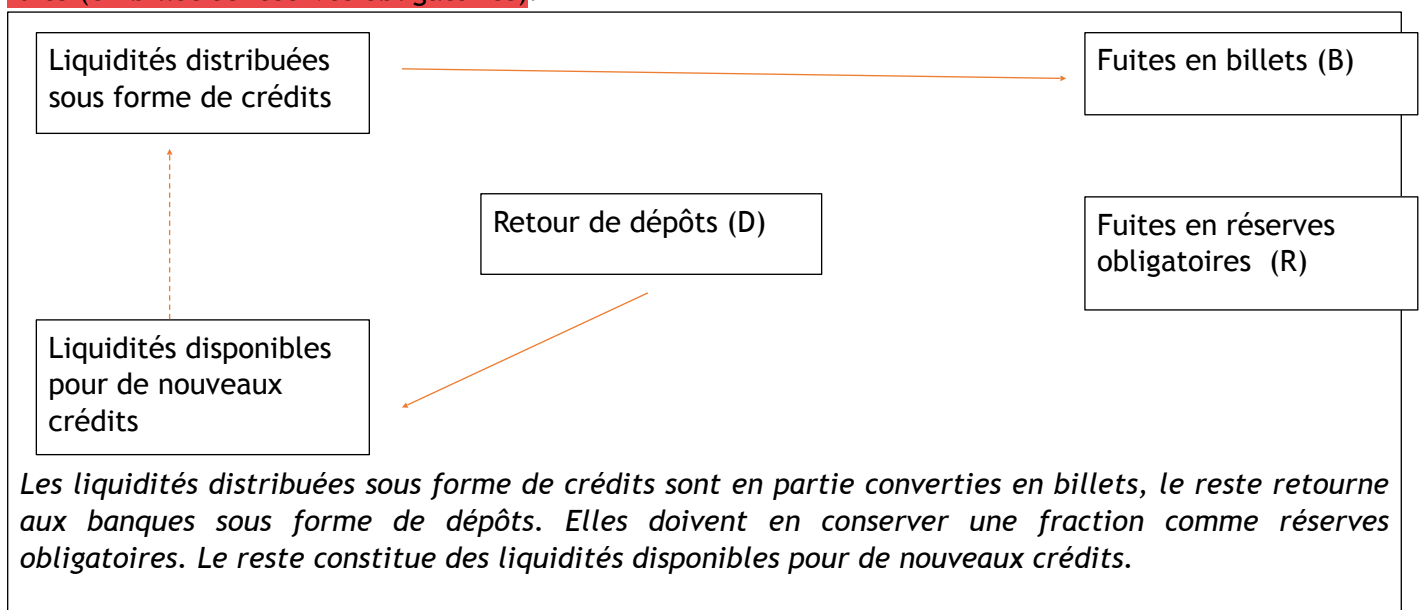
liquidité sous forme de crédits : besoins en base monétaire s'accroissent, donc plafonne ses possibilités de création monétaire. On part de création de liquidités.

=> Ex : 1000 euros créés par Société générale. Quand ces liquidités sont distribuées => inscrites dans bilan de la banque mais sortent en partie du bilan de Société générale (les liquidités distribuées fuient en partie de son bilan). En effet, une partie de ces liquidités (1000 euros crédités) vont fuir en billets (distributeur) : **diminue du bilan quand je convertie monnaie scripturale en billets**. Une partie revient sous forme de dépôts (ce que je n'ai pas converti en billets. Montant B changé en billets. D revient à Société générale : dépôt. Mais ces dépôts donnent lieu à fuite car si montant compte en banque augmente : banque doit augmenter réserves à banque centrale => **deuxième fuite : réserves obligatoires**. Sort de son bilan car déposé à banque centrale. Reste : liquidités dispos pour de nouveaux crédits : ressources dont banque peut se servir pour octroyer nouveaux crédits.

→ Toute création monétaire par une banque peut ouvrir possibilité d'opérations monétaires successives : peut prêter liquidités

→ Opérations successives de création monétaire limitées car à chaque fois il y a des fuites.

Activité de création monétaire par banques : en cascade. En même temps : opérations limitées par fuite (en billet et réserves obligatoires).



Relation arithmétique. À tout moment, il y a relation de proportionnalité base monétaire/masse monétaire. On part de base monétaire : réserves détenues à banque centrale + billets (néglige pièces et facilités de dépôts). On développe cette expression pour faire apparaître composantes de masse monétaire.

1/Réserves banques commerciales à BC : fraction stable des dépôts de clients (1% euro) donc proportionnalité réserves détenues à banque centrale et dépôt clients.

2/Billets : empiriquement, fraction relativement stable de la masse monétaire car dépend de nos habitudes. Pour zone euro : billets environ 1/6 ou 1/7 de masse monétaire. **Base monétaire : réserves obligatoires + billets**. On peut exprimer les dépôts en fonction de masse monétaire car dépôts = ce qu'on ne détient pas sous forme de billets. On obtient relation entre M_0 et M_1 : coefficient de proportionnalité stable entre M_1 et M_0 . Multiplicateur de base monétaire : le coefficient $(1/(b+h(1-b)))$. Que vaut ce coefficient. B : environ 15%. H : environ 1%. Pour zone euro aujourd'hui : **multiplicateur de base monétaire environ $1/0.16 \approx 6$** . R = réserve obligatoire.

$$M_0 = R + B$$

$$= hD + bM_1$$

$$= h(1-b)M_1 + bM_1$$

$$= [h(1-b) + b]M_1$$

$$\Rightarrow M_1 = \frac{1}{b + h(1-b)} M_0$$

→ Banque centrale contrôle direct base monétaire et comme la base monétaire dépend de masse monétaire : **banque centrale contrôle indirectement la masse monétaire**

Opérations par lesquelles la banque centrale influence la masse monétaire, la favorise ou le contracte :

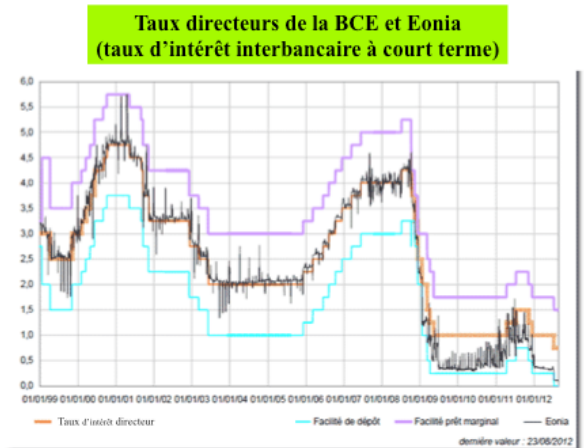
→ **Par le passé** : banques centrales (not 30 Glorieuses) contrôlaient masse monétaire en encadrant crédit : banques centrales déterminaient le montant des crédits qu'une banque commerciale pouvait octroyer sur l'année : **contrôle direct de la masse monétaire**

→ **Révolution depuis années 80** : **maintenant contrôle indirectement masse monétaire** par opérations d'**open market**. Que sont ces opérations de marché ouvert ?

Banque centrale intervient sur marché interbancaire pour **prêter des liquidités interbancaires** (masse monétaire).

Marché interbancaire : marché réservé aux banques où elles empruntent ou prêtent de la base monétaire. Si banque commerciale a besoin : peut emprunter sur ce marché : soit à autre banque commerciale ou auprès de banque centrale. Donc banque centrale intervient sur ce marché interbancaire. **Emprunt de liquidité se fait selon taux d'intérêt**. Ce taux d'intérêt s'ajuste en fonction de l'offre et demande car comme tout taux d'intérêt = prix des liquidités interbancaires mais par ces opérations d'open market : **banque centrale a influence décisive par open market : fait en sorte que taux d'intérêt interbancaire soit très proche du taux d'intérêt directeur** (taux dont le niveau

est choisi par banque centrale et qui sert de référence pour tous les autres taux d'intérêt) (depuis quelques semaines 0% : jamais arrivé en France). Ce taux d'intérêt directeur est annoncé par banque centrale et par opération, vérifie articulation à ce taux d'intérêt directeur. Voir graphique. Depuis 2008 : diminution, aujourd'hui 0%. Evolution discontinue car décision de la banque centrale. **En noir : taux d'intérêt Eonia : taux d'intérêt interbancaire à court terme**. Fluctue beaucoup. Mais ces fluctuations ne s'éloignent jamais du taux d'intérêt directeur.



Comment banque centrale fait pour que taux d'intérêt interbancaire soit proche du taux directeur ?

- Taux d'intérêt interbancaire forcément dans un intervalle autour du taux d'intérêt directeur, entre 2 bornes.

-> Borne haute : **taux d'intérêt de facilité de prêt marginal** = niveau de taux d'intérêt auquel la banque centrale s'engage à prêter à toute banque commerciale qui le désire. Défini par rapport au taux directeur et évolue avec. Ex : 2004-2005 : tx d'int directeur de 2 %. Celui de facilité de prêt marginal : 3%. Toute banque commerciale pouvait emprunter à BC qu'elle voulait à 3%. Donc rien au-dessus. Déter borne supérieure.

-> Borne inférieure : **taux d'intérêt de facilité de dépôt** = taux d'intérêt auquel banque centrale s'engage à rémunérer réserves des banques commerciales. Ex 2004-2005 : taux à 1 % : aucune banque commerciale ne prêterait à taux inférieur à 1%. Donc pas prêt à autres banques commerciales en dessous de 1%.

- Même dans cet intervalle : opération d'**open market** garantit proximité. Quand taux d'intérêt interbancaire est un niveau élevé par rapport à taux directeur : banque centrale met davantage de liquidités en circulation donc prix liquidités (taux d'int) diminue. **Donc accroissement liquidités => diminution taux d'intérêt interbancaire**

→ **Banques centrale contrôle indirectement la création monétaire : c'est son rôle monétaire**

2. Prêteur en dernier ressort et régulation bancaire

Rôle dans le financement de l'éco. Joue rôle de prêteur en dernier ressort et aussi rôle de régulation. Financement de l'éco se fait par banques commerciales et notamment prêts octroyés aux clients. Système bancaire peut être fragilisé dans des périodes de crise de confiance où banques peuvent avoir difficultés à satisfaire exigences de leurs partenaires en liquidités. **Chaque banque a quotidiennement des besoins en liquidités** (rembourser emprunts...) : besoin d'emprunter et se procurer des liquidités.

Dans cas de crise de confiance : possibilité pénurie de liquidités. Ces pénuries peuvent conduire à faillite de banques. Banque centrale : **prêteur en dernier ressort** = prête en l'absence de prêteurs alternatifs. En période normale : peut se procurer auprès des autres banques commerciales. Si banque commerciale connaît une telle crise de confiance souvent parce que apparaît risques : autres banques commerciales doutent de solidité de son bilan (pas garantis suffisante de remboursement) ou de la part des clients : **panique bancaire** quand clients banques craignent que la banque ne puisse plus garantir pouvoir d'achat de leurs dépôts : cherchent à liquider dépôts. Fait que banque peut avoir du mal à satisfaire exigence de liquidité.

Cependant, **ce rôle présente un pb d'aléa moral** : asymétrie d'info entre deux agents écos (ex post : relation entre les agents peut entraîner incitations perverses pour une des deux). Aléa moral car si banque centrale joue rôle de prêteur en dernier ressort : banques commerciales ont conscience que banques centrales jouent ce rôle => **peut pousser les banques commerciales à prendre des risques car ont conscience d'être protégées des conséquences des risques par les banques centrales** (ex : octroyer crédits dont remboursement est incertain). Protégée par rôle de prêteur en dernier ressort de la banque centrale.

Ce pb d'aléa moral est **discuté dès XIX^{ème} siècle** : moment où banques centrales se sont constituées (banque d'Angleterre et France). Dès XIX^{ème} : texte important écrit par William **BAGEHOT**, **Lombard Street** 1873 où a commencé **dév City**. On trouve **doctrine de Bagehot** : encore en vigueur dans la réflexion sur rôle prêteur en dernier ressort. Doctrine préconise **que banques centrales prêtent aux banques en situation d'illiquidité mais pas d'insolvabilité**. Distingue :

- **Illiquidité** : lorsque ne parvient pas à satisfaire besoins en liquidités de ses clients. Ex : panique bancaire : tous les clients veulent billets de banques du montant du dépôt. C'est un pb de **court terme**. Dépenses > recettes.
- **Insolvabilité** : **quand banque commerciale dans incap de rembourser emprunts à moyen et long terme**. Correspond souvent à situation où **fonds propres sont négatifs** : dépenses dépassent avoirs de la banque.

Doctrine qui préconise que BC doit prêter quand pb temporaire mais doit **laisser faire faillite banques insolubles**. **Dernière fois où appliqué** : **2008 USA : faillite Lehman Brothers**. A aggravé crise des **Subprimes**. Crise 2008 montre donc limites de cette doctrine car banque centrale US a cru bien faire en laissant faire faillite Lehman Brother le 15 mais a accentué car c'était une **banque systémique** : risque de système quand relations avec les autres banques sont tellement denses que sa faillite remet en cause équilibre financier de ses partenaires (risques en cascade). **Faillite Lehman Brother => fin de la doctrine Bagehot**. Banque centrale a fait rôle de prêteur dernier ressort pour toutes banques qui besoin. Doctrine délicate à mettre en œuvre.

B)

Ce qui est complémentaire du rôle de prêteur dernier ressort : fonction de régulation bancaire.

Fonction indissociable et complémentaire de prêteur en dernier ressort. **Régulation prudentielle** = ensemble de règles imposées aux banques commerciales par BC pour limiter les risques d'illiquidité et insolvabilité.

Règles qui cherchent à **prévenir les risques financiers**. Quand se sont constituées, ces banques ont pris ce rôle de régulateur. Régulation prudentielle vise à limiter risque de liquidité et insolvabilité : **garantit à banque centrale que n'ait pas trop souvent à jouer rôle prêteur en dernier ressort**. Cette régulation s'est **reconfigurée en 2008**, développée. Comme dans 1930's (gdes crise financières demandent régulation). **Cette régulation prudentielle est fondée sur 2 ratios** que doivent respecter banques commerciales pour continuer activité, ratios censés éviter risque financier :

- **Ratio de liquidité** = $\frac{\text{Réserves à la BC}}{\text{Dépôts des clients}}$. Seuil minimal à respecter par banques

commerciales. Censé écarter le risque d'illiquidité. **Coefficient de réserve obligatoire**. S'estime en rapportant réserves à la banque centrale au dépôt de ses clients. **Banque minimal de réserve obligatoire en proportion de dépôt clients**. En imposant matelas de réserves : met banque commerciale en mesure de répondre à demande forte de liquidité de ses clients. Ce coeff est actuellement de **1%** pour la zone euro. Donc réserve à BCE 1% des dépôts de ses clients pour banques commerciales.

- **Ratio de solvabilité** = $\frac{\text{Fonds propres}}{\text{Actifs pondérés par leur risque}}$. Veiller à ce que l'engagement ne

rende pas insolvable : limiter engagement ds : donc **pose minimum des fonds propres** (ressources à dispo définitivement). Rapport des fonds propres aux actifs. Mais ces actifs présentent un certain risque (créance pas remboursées... Défaut, cours...) donc il faut que les banques aient un **fond propre proportionné aux actifs**. Il faut tenir compte du volume des actifs mais chaque actif a un risque différent. Les moins risqués en général : obligations des prêts aux Etats. Prêts aux entreprises, particuliers : risqués. Donc **pondération des actifs par leur risque**. Banques centrales exigent un seuil minimal pour ce ratio de solvabilité. Régulation globale définie par **Comité de Bâle en 1988** (années 80's : mondialisation). Pour toutes banques : 8% (chaque banque commerciale doit avoir fonds propres au moins 8% de leurs actifs pondérés). Ratio rehaussé après Subprimes : peur que ne soit pas assez haut VS risque. Aujourd'hui : **10%** (dans monde entier ou presque). Ratios censés prémunir VS insolv et pas liquidité

3. 3^e rôle de BC (changes)

On a vu comment est construit architecture système bancaire et financier. III : comment ce système s'est transformé

III/ La désintermédiation financière

Désintermédiation est une grande transformation du système bancaire et financier. Commence dans 70's dans pays les anglo-saxons, puis diffusion sur l'ensemble de la planète (France : années 1980). Désintermédiation = financement de l'économie se fait moins par les intermédiaires financiers qu'autrefois (- par banques co. (cf les bonnes raisons) et plus par marchés financiers). Elle s'articule avec la globalisation financière : désigne fait que financement de l'éco se fait de plus en plus à l'échelle internationale et sur des marchés de plus en plus interconnectés les uns aux autres.

A/Comment, pourquoi elle s'est faite

B/Bilan : qu'est-ce qu'elle a apporté ?

A/ De l'économie d'endettement à l'économie de marchés de capitaux

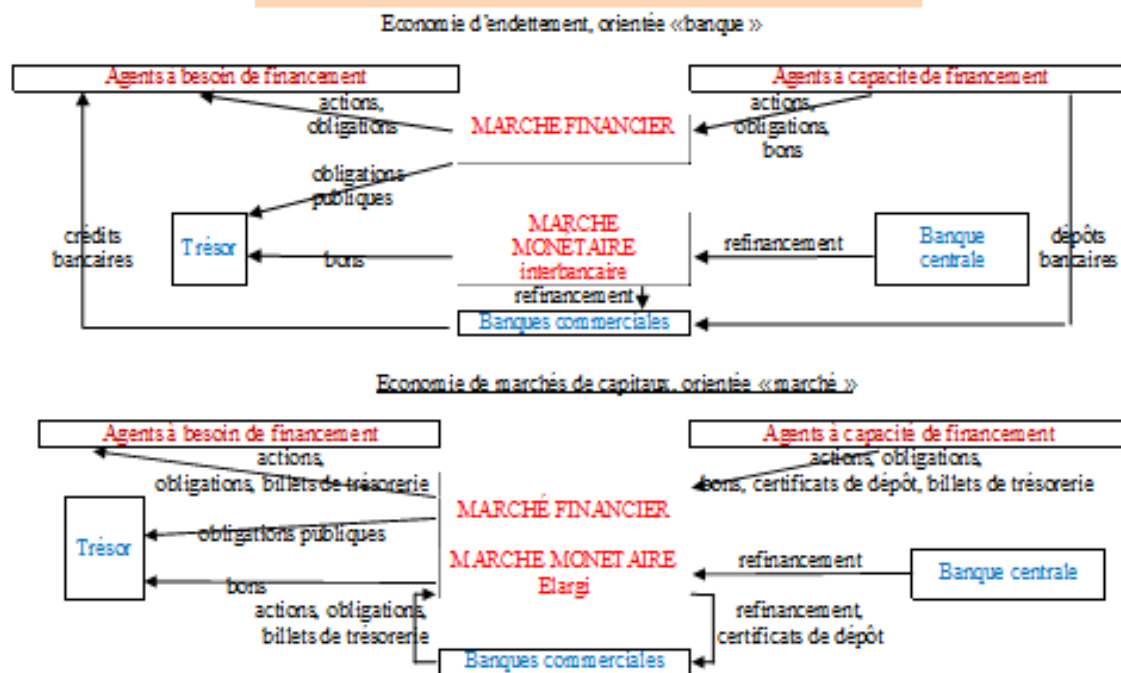
1. L'économie d'endettement

Deux idéaux-types différents pour comprendre financement de l'économie :

- Economie d'endettement : modèle de financement dominant pendant 30 Glorieuses
- Eco de marché de capitaux : modèle qui lui a succédé : permet de décrire financement éco après désintermédiation financière

Ces idéaux types décrits par John HICKS en 1974 (La crise de l'économie keynésienne) ouvrage presque prophétique. Dit que nous sommes dans éco d'endettement. Il prévoit qu'elle va entrer en crise : prévoit éco de marché de capitaux.

Doc i la désintermédiation financière



D'après John R. HICKS, *La crise de l'économie keynésienne*, 1974

Dans tout système financier : on retrouve toujours des agents à capacité de financement (épargnants : ménages, entreprise si profit) et agents à besoin de financement (entreprises qui investissent, ménages qui veulent logements, Etats qui ont besoin d'emprunt pour financer dépenses)

ECONOMIE D'ENDETTEMENT

Capitalisme s'est dev dans éco d'endettement qui passe par les banques.

→ Rôle des banques est prépondérant. Principal/agents qui font dépôts dans banques commerciales et ces dépôts sont transformés par banques commerciales octroient des crédits bancaires + intermédiaire

Cours BL

financier. Banques commerciales elles-mêmes peuvent avoir besoin de liquidités : peuvent se refinancer sur un marché monétaire interbancaire (marché où banques peuvent emprunter liquidités) : adjuvant nécessaire à intermédiation financière : besoin refinancement sur marché monétaire. Banque centrale agit sur ce marché : contrôle masse monétaire, peut créer liquidité.

→ **Bourse a un rôle secondaire SYMÉTRIQUEMENT** Ici : **marché financier** = marché des capitaux à long terme (on emprunte ou prête capitaux à long terme). Se fait sous forme d'actions (titre de propriété : reçoivent cap) et d'obligations. Entreprises peuvent se financer auprès des banques par crédits bancaires ou sur marché financier en émettant actions ou obligation. Petite entreprise : pas droit obligation/action don financement par crédits bancaires. Autre véhicule de financement : **bons** : titres de crédit de court terme : équivalent d'obligations mais pour emprunt de court terme (jusqu'à 1 ou 2 ans). **Agents à cap de financement : ménages mais essentiellement entreprise, et banques qui participaient à financement de éco.** Rôle Bourse pas aussi important. **Trésor** : agent financier de l'éco : celui qui s'occupe du financement de l'Etat. Orchestre le financement des dépenses publiques : peut émettre des obligations publiques (long terme) et des bons (court terme).

Différence avec **marché financier/monétaire** : emprunt de liquidité de court terme dans marché monétaire. Marché financier : on peut obtenir financement mais ce sont emprunts de long terme. Ensemble formé par les deux : **marchés de capitaux** (sur lesquels s'échangent capitaux). Marché financier + Marché monétaire : **Marchés de capitaux. Les deux marchés étaient différenciés, étanches.** Marché financier : slmt agents financiers et long terme. Marché monétaire : que échanges de capitaux de court terme.

→ **Pendant 30 Glorieuses** : Idéal type

(obligations : celui qui l'a achetée peut la revendre : c'est un prêt transférable et négociable. Comme le bon. Mais obligation est un prêt).

Ce système financier a fortement contribué au dév éco des 30 Glorieuses : bien adapté.

→ **Financement de l'éco encadré/contrôlé par pouvoirs publics.** Eco d'endettement caract par une **forte intervention publique** : banques centrales sous la tutelle de l'Etat, contrôle étroitement financement économie et masse monétaire. Elle contrôle éco **par biais du refinancement** de banques commerciales : contrôle sur financement éco et création monétaire. Depuis 30 Glorieuses : **levier supplémentaire de banques centrales : encadrement du crédit disparu dans 80's.** Règle : chaque banque commerciale avait pour chaque période un plancher et un plafond de crédits à octroyer : contrôle direct et assez coercitif de création monétaire. Plusieurs moyens. **Système bancaire très réglementé avec système très cloisonné : plupart des banques avaient spécialisation réglementaire.** (Crédit agricole avait quasi-monopole sur financement de l'agriculture, Caisse d'épargne avait monopole sur livret A et quasi-monopole sur financement logement social : a eu poids important dans éco fr). Cloisonnement avec banques qui ont spécialités garanties par réglementaire. **Permet aux pouv publics d'orienter financement de l'économie (ECG)** par encadrement du crédit. Besoins définis par pouv public

- **Encadré**
- **Cloisonné (MF/MM pour banques)**
- **Réglementé**

Dernier élément de contrôle : **secteur bancaire largement nationalisé donc Etat actionnaire.** 1^{ère} vague **nationalisation 1945**, 2^e début 1980's. A l'apogée de éco d'endettement fr (début 80's) : 90% des dépôts bancaires gérées par banques nationalisées : banque essentiellement service public.

→ **Trésor peut se financer à bons comptes** : peut émettre et obligations et banque centrale finançait le trésor par financement de banque centrale. Banque centrale achète beaucoup. Trésor : taux d'intérêt très faible + souvent échéance indéter.

→ **Eco d'endettement a favorisé la bancarisation des agents écos (autre mérite).** Début 30 Glorieuses : peu de personnes ont compte bancaire. En qqes décennies : ens pop est devenu cliente d'une banque : processus orchestré par l'Etat.

// **Mais dès 70's : éco d'endettement de plus en plus critiquée : explique basculement. Critiques principales**

- **Système peu concurrentiel** : pas concurrence entre banques car spécialisées, réglementées (pas obj de max profit) : système assez bureaucraté.

Cours BL

- **Donc critique d'efficacité.** Doute : est-ce que ce système bancaire et financier draine ressources financières vers ses projets les plus rentables ? ou pas Crédit agricole hypertrophié quand mécanisation de l'éco ? Contexte **70's** : émerge **néolibéralisme** (courant très critique sur intervention publique dans l'économie).
- **Caractère inflationniste.** Eco d'endettement : il y a bcp de crédits bancaires, donc bcp de création monétaire. Donc gonfle demande de biens en services : peut se traduire par **l'inflation**. De fait dans années 70, inflation est de **10%** : devient pb éco majeur, devient motif de critique de l'économie d'endettement. (Ajd déflation plutôt)

Dès 70's : pays anglo-saxons puis monde entier adoptent mesures de désintermédiation financière. Cette **désintermédiation financière se fait par dérèglement (2) + Innovations financières (3).**

2. La dérèglementation

BANQUES

1/1^e aspect dérèglementation : Loi bancaire 1984 : dérèglementation bancaire, **décloisonne les banques**. Cette loi bancaire met fin à une dichotomie banques d'affaire / banques de dépôts.

- **Banques de dépôt** : banques de détail. Mission : collecter dépôts épargnants + octroyer prêt de petits montants.
- **Banques d'affaire** : spécialisées dans financement grandes entreprises, milieu d'affaire. Financement plus risqué : gds projets industriels, infrastructures

Cette coupure a pour **mérite de préserver les petits épargnants** du risque inhérent aux gds projets d'investissement : séparer épargne des petits épargnants, indépendante des projets risqués. Banques d'affaire pouvaient collecter épargne de gros investisseurs.

1984 : fin de ce découplage : loi promeut la **banque universelle** (fait dépôt, détail, affaire : fait tout). **C'est ce qu'on connaît aujourd'hui**. Exception = banque postale (plutôt dépôts). **Grandes banques d'aujourd'hui** : souvent nées de fusion (ex **BNP Paribas** née de fusion BNP et Paribas (banque d'affaire) en 2000.

2/2^e aspect dérèglementation : privatisation du secteur bancaire. Auj : banques pub sont plutôt exception. Change fonctionnement banque car objectif est de maximiser profit.

MARCHÉS DE CAPITALAUX

Dérèglementation porte aussi sur les marchés de capitaux. Fait basculer éco d'endettement à éco de marché de capitaux (cf doc i au-dessus). **Financement qui devient dominant : marchés de capitaux.** Désintermédiation: **pas de banque comme intermédiaire. En relation directe avec agents à besoin de financement**

3/3^e aspect dérèglementation : Marchés de capitaux unifiés : marché monétaire désormais accès aux entreprises et plus seulement acteurs. **Différence entre marchés fin et monétaire s'est estompée** : mêmes acteurs accès aux 2. Aujourd'hui : gamme de produits de financement, continuité supports de financement qui brouillent séparation. On a des obligations et bons avec échéance au libre vouloir des agents presque : **plus une coupure nette long/court terme**. Unification des marchés de capitaux donc **décloisonnement**.

3/4^e aspect dérèglementation : banques commerciales agissent aussi sur les marchés de capitaux. Deviennent des acteurs des marchés de capitaux, opérateurs financiers. De plus en plus, banques commerciales achètent actions/obligations et peuvent aussi se financer sur les marchés de capitaux en émettant obligations/actions ou certificats de dépôt (titres de crédit du marché monétaire émis par les banques commerciales). Novation : désormais **banques commerciales peuvent emprunter liquidité directe à personnes à capacité de financement** (particulier peut prêter à ets). Nouveau : billets de trésorerie émis par entreprise. Désormais depuis 0's : entreprise quand besoin liquidité de court terme : billet de trésorerie : direct sur marché de capitaux.

→ **Financement de éco de plus en plus sur marchés de capitaux**

C'est un idéal type : accent sur différences entre les deux systèmes.

Banque centrale : agit toujours slmt sur banques => Influence s'est réduite.

Cette déréglementation faite par décisions politiques, lois : par lesquels **pouv pub se sont volontairement privés d'une partie de leur influence sur marché de l'éco**

→ **Déréglementation a abouti à éco de marchés de capitaux.**

3. Les innovations financières

Autre vecteur de transformation : innovations financières dev **dès 1980's**. **Comment ces innovations s'articulent avec réglementation et déréglementation ?**

- D'une part : déréglementation, libération système bancaire financé **a permis aux banques et acteurs financiers de dev activités financières => rôle élargi**
- Mais d'un autre : **réglementation peuvent aussi susciter innovations financières** car souvent inventées pour contourner les règlements

Déréglementation permet innovation et en même temps motive innovation pour limiter réglementation. Innovations financières multiples. Exemples pour illustrer comment se font innovations financières :

Ex 1 : crédit bancaire

Déréglementé : de plus en plus influencé par objectif de maximisation du crédit des banques. Entraîne innovations :

→ **Crédit à taux variable**. Pendant 30 Glorieuses : taux fixe (niveau du taux d'intérêt inscrit défini lors de octroi du crédit). **Dès 80's** : de plus en plus crédits octroyés avec taux variable : **niveau taux d'int peut varier en fonction de critères définis au préalable** (souvent des indexes ou variables financières). Ex : collectivités locales en graves difficultés : tx d'int ont bcp augmenté car indexé sur franc suisse dans contrat de crédit. Mais après crise : ... **Intérêt taux d'int variables** :

- **Pour banques** = permet de se couvrir contre risques. Ex : **si une banque octroie crédit indexé sur franc suisse : se couvrir du risque d'appréciation franc suisse**. Ex 2 : possibilité pour banques européennes fuite capitaux
- **Pour emprunteur** = généralement ces crédits étaient associés à taux d'intérêt plus faibles au moins initialement.
- **Avantage surtout influencer emprunteurs les plus myopes : mésestimation risque d'augmentation tx d'intérêt variables à échéance plus longue**. Dev des **crédits subprimes** aux USA : très souvent crédits à taux d'intérêt variables destinés pour crédits immobiliers à des ménages avec risques élevés de défaut. **Crédits Subprimes : csq de libéralisation bancaire.**

→ Dès 80's : dev **crédits dérivés** et produits dérivés. **Produit dérivé** : produit financier dont valeurs dérive d'un actif sous-jacent. Produits dérivés se sont dev historiquement dans le négos, commerce agricole : commerce agriculteurs/commerçants. On en trouve **déjà au MA**. Ces produits dérivés se sont bcp dev à bourse de Chicago. Contrats de vente et d'achat à terme.

Ex : le **blé au XIXème** : peut se dev sur **marché au comptant** (transaction immédiate : accord sur un prix) et **marchés à terme** (négociation de transaction qui s'effectuera à échéance prédéter : on négocie quantité et prix livraison). **A Chicago** au Moyen-âge : vente et achat blé livré direct + négociation sur blé livré plus tard. **Intérêt de marché à terme pour contractants** : garantit un prix d'échange à l'avance.

- **Produit dérivé : se couvrir VS risques**. **Pour vendeur** : moyen de se prémunir d'une baisse du cout du blé (en vendant à prix déter son blé : se couvre du risque qui subirait s'il y avait effondrement cout du blé). **Pour acheteur** : se prémunit d'une hausse du cout symétriquement.
- **Peuvent aussi favoriser la spéculation financière**. Ex : si je suis acheteur à terme de blé : peut spéculer sur la hausse du cours du blé. Si année prochaine, blé plus cher au comptant : pourrait


réaliser plus-value en revendant blé acheté à cout faible. Possibilité spéculation sur hausse du cours du blé.

⇒ **Donc produits dérivés permettent couverture + spéculation. Couverture + spéculation : indissociables**

Ici produit dérivé : blé à terme. Actif sous-jacent : blé au comptant. Si prix blé augmente : produit dérivé va à terre sur augmentation.

Ex de produit dérivé. Aujourd'hui depuis une trentaine d'année : dév produits dérivé sur multitudes d'actifs sous-jacents. Ex :

- Dév des **options** (droits à acheter ou vendre un actif sous-jacent à une échéance prédéter). Ex : si j'ai option blé 10 euros la tonne octobre 2016 : achète droits d'acheter en octobre 2016 blé à 10 euros tonne : engagement si je le veux à me le vendre. C'est une option.
- Produits dérivés dév sous actifs sous-jacent plus exotique : **climat** par ex. Station sport d'hiver : intérêt prémunir VS forte température. Peut se prémunir risque avec dérivées climatiques. Permettent de s'assurer de risques. Mais produits dérivés sont aussi produit de spéculation. **Couverture + spéculation : indissociables.** Crédits dérivés : spéculation indissociable d'un comportement couverture. C'est une assurance qui peut être revendue. Station de sport d'hiver : si bon gérant financier, va regarder toutes les situations. Système de concurrence compagnies d'assurance et marchés dérivés. Intérêt vendeurs : vend option et espère que l'option ne sera pas réalisée : espère qu'acheteur va renoncer à droit d'option

 **Ex 2 : Innovation importante : titrisation** (découle des innovations en termes de crédits)

Banques ont élargi l'octroi de crédit dès 90's et se sont mises à prêter à emprunteurs avec risque élevé : banques cherchent à se décharger de ce risque de défaut. Pour cela, **transforment crédits en titres : titrisation.** Cette titrisation se fait :

- 1^{ère} étape : banque compose **portefeuille de crédit** : regroupe des crédits octroyés à des clients différents. En composant portefeuille : censé diminuer risque global. Si un emprunteur fait défaut : risque réduit car petite fraction portefeuille.
- 2^{ème} étape : banque divise ce portefeuille en titre vendus sur marché financier. Titres adossés sur des crédits octroyés par les banques

Cette titrisation aboutit à création **CDO** (*Collateralized debt obligation*) : Titres qui ont été formés par banques à partir des dettes de leurs clients, garantes par un actif. Donc **valeur CDO découle de la valeur du portefeuille qui en est le support.** Valeur fluctue à la base avec flux de remboursement des crédits. Si sur ce portefeuille, flux de remboursement répété : valeur CDO diminue.

Impact fort sur le métier des banques. Expression anglosaxonne pour définir métier des banques et transformation dans éco d'endettement = **originate and hold** (être à l'origine des crédits et les tenir, les gère, s'assurer de leur remboursement). Après titrisation, désinter : métier devient de plus en plus **Originate and distribute** (est à origine puis distribue). (Très souvent d'autres banques qui achètent CDO, peut être aussi particuliers...). CDO sont des produits dérivés.

CDS (credit default swap) : autre ex d'innovation. Aussi produit dérivé car c'est un **produit d'assurance**. Quand on acquiert CDS : on acquiert assurance VS risque de défaut. Originalité : on peut se prémunir VS défaut même si on n'en est pas victime : détenir une **position à nu**. **Désormais interdit en Europe** car a eu rôle important dans aggravation **crise des dettes publiques 2010** : bcp de banques ont parié sur défaut Etat grec. Comble : **a prêté aux clients tout en pariant sur défauts**. Au départ : répond à un besoin social : pour celui qui a prêté à Etat grec : utile (permet de redistribuer les risques, dissémine risque : répond aussi à un besoin social).

B/ Le financement de l'économie après la désintermédiation financière

Avantages (plus fluide) et inconvénients.

1. Un financement plus fluide....

Dynamise financement de éco. **2007 LANDIER et THESMAR (Le grand méchant marché).** Auteurs défendent marchés en général et marchés en part : **défense désinter financière** accusée à tort de pb éco alors qu'en réalité a impact positif. Ils expliquent en quoi **la désinter a pu fluidifier l'éco : csq pour différents acteurs + csq macro éco.**

Csq pour banques

Est-ce que banque ont pâti, leur rôle s'est affaibli avec désinter financière ? Se présente comme menace pour banques car **soumises à une concurrence implicite des marchés de capitaux** : grandes entreprises ont désormais choisi financement dans banques ou direct sur marché capitaux. Indicateur stat qui mesure poids banques dans éco : **taux d'intermédiation financière.**

Doc j évolution du taux d'intermédiation financière

En %		1977	2006	2009
... au sens strict =	$\frac{\text{crédits accordés par les établissements financiers}}{\text{ensemble des financements obtenus par les ANF}}$	67	41	40,2
... au sens large =	$\frac{\text{crédits accordés et titres acquis par les établissements financiers}}{\text{ensemble des financements obtenus par les ANF}}$	76	59	54,5

Données Banque de France

Taux donne part de financement d'une économie gérée par les banques : déf générale. On peut faire estimation au sens strict et au sens large du taux d'interm fin :

- Sens strict : inter fin = **crédits bancaires**. Pour le calculer : **calcule part crédits accordés par banques sur ensemble des financements obtenus pas ANF** (agents non financier : Etat, ménages, entreprises...). A l'air d'avoir fait mal aux banques. Avant : 2/3. 2010 : plus que 41% financement éco. A cette lecture, on voit que banques ont subi désintermé car métier tradi banques.
- Rôle au sens large : calcul taux en prenant compte **crédits accordés par banques + tous titres** qu'elle acquièrent. Rôle d'acteur sur marché financier, agissent sur marché financier donc se sont adaptées à désintermédiation financière. Ecart s'est accru : **déclin rôle banques mais déclin à relativiser car banques restent acteurs majoritaires du financement de éco quand on prend en compte actions et obligations.** Relativiser recul banques

Pour Landier et Thesmar : **banques se sont adaptées à désintermédiation fin.** Pour eux : cette **désintermédiation a fait pression qui les a rendues plus efficaces.** Soulignent que le cout du financement de l'éco, supporté par agents à besoin de financement, s'est beaucoup réduit. **Banques de plus en plus concu entre elles (universelles) + concu implicite entre banques et marchés de capitaux.** Auj quand banques négocient avec Renault : ne pas fixer taux d'int très élevé car peut aller autre part ou émettre obligation sur...

→ **Banques devenues plus efficaces et concurrentielles**

Agents non financiers

Ils disent que **agents à besoin de fin et à cap de fin bénéficient de désintermédiation financière.** Comme banques soumises à concurrence, elles rognent sur **marge bancaire.** Ce qui fait profit des banques : **différence tx d'inté qui rémunèrent banques et tx d'intérêt sur dépôt** (auxquels banques rémunèrent dépôts de leur clients). Ils remarquent que **différence a diminué depuis 80's-90's.** Favorable aux agents non financières : profitent aussi de désinter fin.

Effets positifs qui se révèlent sur les marchés de capitaux

CF les libéraux: Hayek...

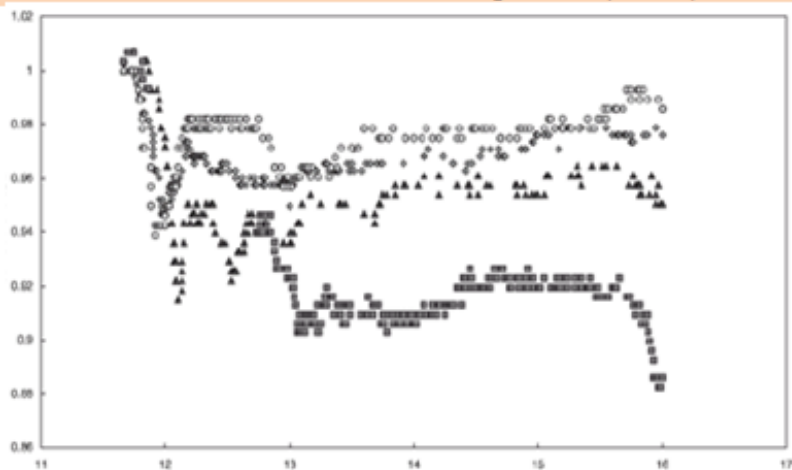
Cours BL

Ils soulignent que **marchés de capitaux outre le financement ont rôle de circulation de l'info.** Soulignent que le cours d'une action, d'un titre = prodigieux condensé d'infos. Prix de l'action d'une entreprise dépend de l'offre et de la demande d'action donc de décision d'une multitude d'intervenants sur marché, multitude d'actionnaires : **décisions motivées par infos détenues par chacun.** Marché financier : processus extrême économie pour faire circuler de l'info : pas besoin d'éplucher tous articles sur Renault : peut regarder cours de l'action : condensé d'info sur Renault. Confiance sur info car **synthétise pensée multitude d'action.**

Reprennent une théorie éco : **théorie de l'efficacité informationnelle des marchés financiers** : met en avant efficacité des marchés à faire circuler infos. Énoncée en premier par **Eugène Fama 1970** (« Efficient capital market », *Journal of finance*) : théorie stipule que **marchés financiers sont un moyen d'améliorer significativement circulation d'info.** 3 versions de cette théorie :

- **Version faible.** Marchés financiers condensent toute l'info qu'on peut extraire du passé (Infos historiques)
- **Version semi forte.** Marchés financiers et cours des actifs financiers incorporent toutes les infos publiques pertinentes : peuvent porter sur passé ou avenir. Ex : perspectives de dév de l'entreprise. Ex : dév marché auto dans marché en dév. Cours de l'action synthétique
- **Version forte.** Cours du titre incorpore toutes les infos pertinentes y compris ce que je n'imagine même pas sur Renault. Cours de Renault l'incorpore. Prix incorpore cette info. **Passé/présent/futur, toutes infos.**

doc. k Evolution du cours de l'action des entreprises impliquées dans la construction de Challenger dans les heures suivant l'explosion (11h40)



Pouvoir marché financier **« The complexity of price discovery in an efficient market: the stock market reaction to the Challenger crash », Journal of Corporate Finance, 2003** considérable.

<http://www.ecopubli.eu/2010/12/la-bourse-cu-la-vie-la-rationalite-des.html>

Episode qui a accrédité

version forte selon laquelle meilleure source d'info sur entreprise = cours de son titre. Doc k : **explosion de la navette Challenger 1986.** Résultat d'une décision absurde : pas assez attention à température basse. Ce résultat officialisé après une longue enquête : voir qui est le coupable de la défaillance. **Longue enquête pour NASA : à peine 2 heures pour marché financier** : article qui montre que marchés financiers ont déjà achevé enquête . Preuve : évolution cours des titres des entreprises impliquées dans Challenger. Navette explose peu avant midi : cours s'effondrent, panique puis stabilisation. Fin de journée : stabilisation pour plusieurs entreprises. Une qui s'effondre à nouveau : coupable. Montre que les marchés financiers font circuler info. Aussi des économistes qui en déduisent corruption ou non des personnes du gouv si effondrement cours à mort

Bilan :

- **Désintermédiation financière par libéralisation et innovation**
- **Elle a permis financement plus fluide de l'économie**

Pour eux : aspects positifs dominant. Un des points positifs : circulation de l'info extrêmement puissant (navette challenger). Efficacité informationnelle déjà théorisé par Fama et corroborée.

- ✚ Toujours dans ces avantages : ils montrent que cette désintermédiation financière a permis de résorber les pbs écos hérités de l'éco d'endettement.

Objectifs attendus de désintermédiation financière ont été atteints. Notamment on reprochait à éco d'endettement d'être mode de financement peu concurrentiel et peu efficace car la réglementation rigidifiait ce financement (spécialisation très rigide de banques et marchés financiers : financement éco à caractère bureaucratique). Pour eux : financement devenu plus concurrentiel et plus efficace dans 1980's : au grand bénéfice des agents non financiers : agents à capacité de financement (ménages et des entreprise) : rendement plus élevé. A besoin de financement : taux d'intérêt plus faible

→ Avantages microéconomique

- ✚ Avantages macroéconomiques aussi.

(1) 1^{ère} vertu macroéco : croissance économique : forte croissance éco des 1990's essentiellement aux EU : reprise vigoureuse de croissance éco avec une nouvelle révolution industrielle : industries de info et télécommunication (surtout internet et modes de communication par satellite). Années 1990 : pour eux, révolution techno financée grâce à la désintermédiation financière.

Ex : USA dans 90's : ouverture du NASDAQ : segment de la Bourse de Wall Street dédié aux entreprises de nouvelles technos : start up (tq Google, Yahoo) : financés par NASDAQ. Pas hasard si reprise de croissance d'abord aux EU : désintermédiation la plus rapide et forte. Même chose France dès 1997-98 : taux de croissance supérieurs à 3% plus connus depuis 1973.

(2) 2^{ème} vertu macro éco : désinflation. 1980's : désinflation dans toutes les écos avancées : en partie due à désintermédiation financière. Car dans l'éco d'endettement : financement se faisait par crédit bancaire : tendance à création monétaire trop forte, inflationniste. Après désintermédiation fin : financement de l'éco davantage par les marchés de capitaux moins inflationnistes.

- ✚ Autre avantage mis en avant par eux : porte sur gouvernance d'entreprise

Aspect majeur pour eux : aspect qu'ils abordent dans le doc I. Gouvernance entr : prise de décision et gestion de l'entreprise. Comment montrer que libéralisation financière bénéf ? dans sens commun : idée que bourse, libéralisation financière a détérioré la gouv d'ets car bourse et libé mettraient les ets sous diktat des actionnaires au détriment de salariés et pérennité ets. Dernières décennies : entreprises restructurées, parfois démantelées suite à prises de contrôle à la bourse.

Ex : OPA : offre publique d'achat : un acteur financier fait offre publique d'achat d'action pour prendre le contrôle de l'entreprise. Ces OPA : quasi inexistantes dans 30 Glorieuses : très courantes après désintermédiation financière. Peuvent être absorbées dans un groupe. => Ex : Gameloft a OPA du groupe Vivendi. Gameloft édite jeux vidéo. Vivendi fait partie du CAC 40. Il possède des entreprises dans secteur divertissement (ex : Canal plus) : jeux vidéo, disques, ciné... Il a lancé une OPA : propose de racheter actions pour prendre contrôle de Gameloft. OPA ont mauvaise presse surtout quand sont hostiles (càd que entreprise visée pas forcément favorable à absorption par groupe). Peut être hostile car direction entreprise peut avoir peur départ + crainte de licenciement : Vivendi a d'autres éditeurs jeux vidéos : peut licencier lors de fusions. Licenciement boursier souvent consécutif à une OPA (souvent restructurations qui entraînent licenciement). Cf film Merci patron (LVMF). Cout sociaux assez spectaculaires.

Pourtant Landier et Thesmar défendent fait que OPA avantage pour collectivité. Pourquoi ?

- Libération financière (financiarisation) a effet de discipline sur dirigeants : dirigeants entreprise contrôlés par les actionnaires sont sous la pression des actionnaires davantage incités à améliorer performances entreprises. Pendant 30 glorieuses : position tellement stable de dirigeant ets => pas poussés à améliorer perf. Alors qu'après, mandat dirigeant instable : peut être remis en cause par actionnaires, peuvent changer dirigeants par vote, donc dirigeants performants.
- Autre argument : contrairement à représentation médiatique, OPA plutôt favorable à l'emploi. Soulignent que analyse stat contredit les représentations médiatiques (cas spectaculaires de licenciement). Au-delà des cas médiatiques, en général après OPA, entreprises plus dans dynamique d'embauche que licenciement. Toute chose égale par ailleurs, OPA se traduit années suivantes par

Cours BL

augmentation main-d'œuvre employée dans ets. Médiatique : mystificatrice. Analyse éco démythifie : plutôt des vertus (publié en 2007 donc autre époque)

→ Leurs conclusions = **nécessaire de réconcilier Français avec financiarisation éco**. Préconisent de favoriser l'actionnariat auprès de la population : **faire de population française des actionnaires** plus qu'aujourd'hui.

Pour eux une voie serait de favoriser un **système de retraite par capitalisation**. Deux grands systèmes de retraite :

- Par **répartition** : actifs financent retraites des retraités: agents cotisent à la période T pour retraités à la période T = en France.
- Par **capitalisation** : épargne auj finance retraite plus tard (fait des futurs retraités des actionnaires) = toi-même (cf EU: fonds de pension sur marchés financiers = risque car entreprise font faillite)

Pour eux : **pop serait plus intéressée à performance des entreprises : réconcilierait avec capitalisme financiarisé.**

Depuis 2008 : moins bonne presse. Crise => forte diminution des pensions de retraite dans pays où financement est par capitalisation (tq EU).

2. ... et plus instable (aspects négatifs de la désintermédiation financière)

Financement éco devenu plus instable. Cette instabilité se manifeste par des crises financières à répétitions. Deux grandes crises depuis un siècle :

- Krach **1929**
- **2008**

Ce deux grandes crises ont **csq sur éco réelle**, et **survenues à fin de phase de libération financière** (20's, 80's-90's-2000's). Cette libération fina => crise financière à répétition. A eu d'autres csqs moins graves mais **montre instabilité éco à marché de capitaux** :

- **1987** : krach boursier aux USA sans trop de dommages réels
- **1989** : crise financière au Japon après explosion bulle financière
- **1997** : **crise financière en Asie de sud est** (démarré en Thaïlande + propagation dans plupart pays émergents)
- **2000** : crise qui éclate avec explosion de la **bulle internet** (augmente puis cours des titres diminuent brutalement : porte sur les actions/obligations émises par entreprise liées au dev internet)

Montre **instabilité système bancaire et financier quand on le libéralise.**

Qu'est ce qui le rend instable ?

Keynes 1936 (*Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*). Quelques années après crise 29. Keynes fait bilan crise et **montre une instabilité éco de l'entre-deux-guerres s'explique largement par poids pris par les marchés financiers**. Cette critique du poids des marchés financiers **résulte d'une analyse des décisions financières**. Analyse concentrée dans le chapitre 12. Doc m. Pour certain écos : chap 12 est presque sacré « **Keynes du chapitre 12** » (sacré pour économistes post-keynésiens). Chez héritiers de Keynes :

- **Néo keynésiens** : ceux qui réconcilient apports keynésiens avec théorie néoclassique. Retiennent de Keynes les idées qui peuvent être incorporées à théorie néo-classique (ex : Paul **Samuelson**, ceux qui réfléchissent sur fonction conso keynésienne car cette fonction est mathématique : reprend outils analyses néo class)
- **Post key** : écos qui considèrent qu'après Keynes on ne peut plus faire éco comme avant. Retiennent aspects les plus radicaux, qui rompent avec analyse néoclassique.

Dans chapitre 12 : éléments bio : pourquoi met en avant instabilité ? A été acteur sur marchés financiers : analyse qui **repose sur expérience perso d'acteur sur le marché financier** et Keynes a aussi fait des maths (thèse sur les probas). Keynes a réfléchi quand a fait sa thèse sur la nature des probas : qu'est-ce que nous pensons quand nous disons « *il y a une chance sur deux qu'il pleuve* » ? Deux conceptions des probas :

Cours BL

- **Fréquentiste** (estimation qui résulte des observations passées). Ex : observation qu'il a toujours plu le 8 avril => dit que demain (le 8 avril) va pleuvoir
- **Subjectiviste** (c'est mon humeur, ma subjectivité qui forge cette estimation de la probabilité)

En termes de météo : souvent fréquentiste qui guide. Dans vie éco pour Keynes : **conception fréquentiste inopérante** car événements écos se réalisent dans un environnement incertain en général. Donc probas ne peuvent pas être estimées objectivement. Keynes revendique une conception subjectiviste des probas dans sa thèse. Ce keynésianisme boursicoteur et mathématicien aussi lecteur de **Frank KNIGHT** : distinction risque, incertain, incertain radical (pas bonne connaissance événement qui peuvent se produire). Keynes influencé par approche : **décisions éco et financières presque toujours prises dans incertitude voire incertitude radicale.**

On peut dégager des caractéristiques des décisions financières (Doc m reprend ces caractéristiques des décisions financières) :

- **Décisions financières sont court termistes**

Keynes pour faire saisir court termisme utilise **métaphore du fermier** : fermier qui agirait comme un acteur financier vendrait et rachèterait sa ferme au gré des aléas climatiques si observe dégradation de météo pour future récolte : chercherait à revendre exploitation pour placer épargne dans placement, racheter ferme si météo s'améliore. Sur marché fin : s'observe car haut achat et vente actifs sur les marchés financiers. Keynes souligne que dans éco financiarisée : gestion de l'entreprise de plus en plus soumise à l'actionnariat donc **ce court-termisme se transmet du marché financier à la gestion de l'entreprise. Donc premier biais décision fin : court termiste.**

- **Décision fin obéissent très souvent à des conventions (sujet philo!!!!)**

Orléan critiquait thé éco de valeur en mettant en avant que la valeur est souvent construction sociale : relève de conventions (règle tacite qui peut être arbitraire mais que les agents ont intérêt à suivre une fois qu'elle est adoptée). Vie quotidienne remplie de conventions qui facilitent : politesse, au feu rouge on s'arrête (tous int à suivre convention). Keynes dit dans 30's : **décisions financières obéissent aussi à des conventions. Ces conventions donnent une stabilité aux marchés financiers** (ex : si juge que Vivendi en bonne santé fin : stabilité à la hausse sur cours élevé pour action de Vivendi). **Convention** : croyances qui s'auto-entretiennent. Mais **conventions peuvent être brutalement rompues car sont des croyances** (ont caractère subjectif, imprévisible). C'est ambivalent caractère conventionnel. Stabilité convention mais peuvent brutalement se rompre comme dans crises financières.

Keynes rompt avec rationalité de l'homo economicus : si obéit à convention, décisions collectives soumises à croyance (VS homo éco isolé, impersonnel qui exploite info objectivement).

- **Décision fin ont caractère mimétique**

Agents financiers ont tendance à suivre décisions financières prises par autrui. **Ce mimétisme a une dimension rationnelle.** Ex : si autres achètent une action, objectivement intérêt à acheter cette action car en fait augmenter le cours. Il y a intérêt financier à suivre autres agents. Si tout le monde vend : cours va baisser donc vendre. **Rationalité d'un tout autre ordre que exploitation objective.** Intérêt à suivre mouvement même si aucun fondement objectif du mouvement. **Métaphore du concours de beauté** : Keynes veut souligner que le mimétisme du marché financier peut être mis en abîme. Choisir visage dont les autres pensent que les autres auront trouvé plus joli. Concours modèle pour décrire prise de décision financière : **deviner non pas quelle est la plus performante mais celle qui va faire converger croyances communes.** Certaines entreprises peuvent connaître variations très importantes cours de leur actions qui dévient largement de leurs perceptions de. **Vivendi** : longue histoire boursière années 90's : explosion cours de son titre. Valeur action Vivendi avait fort aug. En quelques semaines en 2000 : action Vivendi revenue à cours bas (bulle internet). Formation bulle fin 90's puis explosion de cette bulle en 2000. Fondements objectifs car investissement massifs dans nouvelles techno : comme attendait dév spectaculaire nouvelle techno : normal que actions se portent dessus. Mimétisme amplifie cours action : **concentration de croyances sur les perspectives de développement de Vivendi => formation de cette bulle.** Action a augmenté bien au-delà de perspectives réelles de dév de l'entreprise.

- **Esprits animaux**

Cours BL

Métaphore **animaux** pour souligner **caractère pulsionnel de décision financière**. Là, position plus subversive de part de Keynes quand s'applique aux décideurs financiers : choqué pas pour épargnant mais quand dit que pro de finance soumis à pulsions, c'est plus provocateur. Pour lui quand il y a mouvement baisse cours : dû à des pulsions à caractère anomal. Appelle **taureau** et **ours** financier qui prennent des risques (achat d'action : taureau). Ours : plus prudent, retenu avec achat. **Plus ou moins d'ours ou taureau selon période : fait descendre de piédestal décideurs, experts. Distinguer**

- **Logique de spéculation** (cherche plus-value à court-terme= très rapide, pas celui de la conso)
- **Logique d'entreprise**, qui doit être celle de l'entrepreneur (vise pérennité des profits et activité dans le long terme)

Malgré tout ça : Keynes ne condamne pas pros de finance (cf comme pour Marx et les capitalistes) car juge que ce sont **caractéristiques inhérentes à activité financière**, nature même des marchés financiers qui entraîne carac. **Ne dénonce pas enjeux mais poids des marchés financiers dans décisions d'investissement. Estime que les Etat ne devraient pas laisser autant de poids aux marchés financiers dans décisions d'I.** Conclusion : **Etat doivent amener socialisation de l'investissement** : prendre en charge large partie du financement de l'investissement : ce que font pays dans 30 Glorieuses (Nationalisations, politiques économiques). Période où socialisation : rôle des marchés financiers marginalisé.

→ Analyse de Keynes dure 20's-30's

Analyses réactualisées dans 2000's car ressemble bcp à entre-deux-guerres de ce PDV. Dans 2000's : arg keynésiens sont reformulés en **s'appuyant sur l'analyse éco des décisions en environnement aléatoire**. Reformulés avec le langage déjà vu. **Décisions financières particulièrement soumises aux biais de rationalité qu'on observe en environnement aléatoire.**

- **Paradoxe d'Allais** (Maurice Allais, 1953, « Le comportement de l'homme rationnel devant le risque : critique des postulats et axiomes de l'école américaine », *Econometrica*) fait que **individus surestiment toutes petits probas (apparition risque) et moins sensibles à augmentation d'un risque**. Pèse sur décisions financières : peut conduire acteurs financiers à n'être pas assez sensibles à accroissement d'un risque. Ex : **crédits Subprimes** : sous-estimation OK. Ont été étendus : **augmentation des risques sous estimées par banques et acteurs financiers, explique répercussions.**

https://www.lemonde.fr/economie/video/2017/08/11/video-la-crise-des-subprimes-expliquee_5171347_3234.html

- **Paradoxe d'Ellsberg** (Daniel Ellsberg, 1961, « Risk, ambiguity and the savage axioms », *QJE*) : **aversion à l'incertain**. Acteur VS environnement incertain : préfère loterie ou probas connues. Se traduit sur marchés financiers par **aversions VS activités écos les plus innovantes**. Marché fin peuvent être frileux à les financer car pas connaissance. **Depuis 90's**, dév des **business angels** : investisseurs en marge du système bancaire et financier (souvent ets qui ont fait fortune). S'attachent à financer des innovations que banques et marchés financiers refusent de financer. Place pour eux car certaine aversion à l'incertain. (connaître états natures mais pas proba associés: tu sais qu'elle peut faire faillite mais tu sais pas avec quelle chance).

- **Prospect theory** (Daniel **Kahneman et Amos Tversky**, 1979, « Prospect theory : an analysis of decision under risk », *Econometrica*) : dégage certains biais de rationalité qu'on retrouve pour décisions financières.

-> **Biais d'ancrage** : du mal à revenir sur décisions prises par passé : souvent une cause de perte financière. Acteurs fin peuvent avoir du mal à revenir sur mauvaise décision. Ex : tardent à revendre une action qu'ils ont achetée.

-> **Biais de disponibilité** : on déduit hâtivement une proba d'un événement observé. Ex : catastrophe naturelle. **Biais qui peut accélérer propagation crises financières** : quand pro de la finance observe diminution cours d'un titre => peut extrapoler à l'ensemble des titres, se dire que même chose pour autres => ventes attisent baisse.

Crise actuelle a aussi réactualisé analyses en termes de conventions :

Orléan a analysé **crise financière des Subprimes comme crise de rupture de conventions** : il y a des évènements ponctuels qui ont conduit à un basculement des conventions sur les marchés financiers qui étaient orientés à hausse de 2001 à 2007 : euphorie financière. Années interrompues par ruptures de conventions :

- **Été 2007** : groupe BNP interrompt temporairement la cotation de portefeuilles financiers qu'ils gèrent. Normalement banques publient portefeuille. Banque commence à être touchée par défaut de remboursement crédits Subprimes. **Annonce que ne peut pas calculer => a fait basculer vers incertitude**. Reconnaît que plus cap de donner valeur à certains de ses portefeuilles donc cette incertitude pourrait porter sur autres portefeuilles financiers. **Csq en termes de conventions extrêmement importantes.**
- **Faillite Lehman Brothers** : rompt convention « **too big to fail** » : convention années 2000 rompue par la faillite de Lehman Brother => **on bascule dans période d'incertitude**
→ **Crise Subprimes : réactualisation des thèses keynésiennes sur instabilité financière**

IV/ Les défaillances de la finance

A/ Crises financières : pourquoi se répètent et comment expliquer gravité ?

B/ Depuis 2008 : retour réglementation bancaire et financière. Pour éviter crises Subprimes

A/ Les crises financières

- > Expliquer récurrences
- > Comment se propagent ?

Pourquoi banques centrales et Etats ont à intervenir VS crises financières ? Car se répètent + csq graves.

1. La récurrence des crises financières

Cette répétition pose question : comment se fait-il que chat **échaudé** (moumoune) ne craint pas eau froide. Pourquoi acteurs financiers n'ont pas tiré leçon des anciennes crises ?

Expliquer apparition et explosion bulles spéculatives. **Bulle spéculative** = valeur de marché d'un actif dévie significativement à la hausse de sa **valeur fondamentale**. Actif peut être financier (action d'une entreprise) ou immobilier.

- **Actif immobilier** : comment juger qu'un logement/terrain touché par bulle spéculative ? On peut rapporter prix du logement au loyer qu'il peut procurer à son proprio : a explosé dans **région parisien** dans 2000's. ça ou bulle immobilière **Japon (1989)** : explosion : indicateurs très éloquentes : valeur du terrain du palais impérial de Tokyo était équivalent à la valeur du Canada (donne idée de l'ampleur).
- Bulle peut aussi porter sur **action ets.** Ex : **Vivendi 90's** : cours s'élève de façon disproportionnée par rapport au dividende qu'elle versait à ses actionnaires

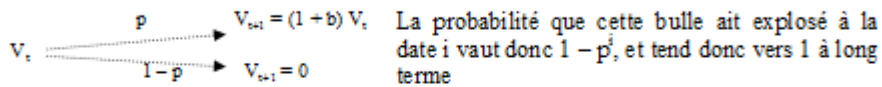
Pourquoi on a des bulles spéculatives à répétition, devenues encore plus fréquentes après libéralisation financière ?

Est-ce que ces bulles sont rationnelles, résultent de comportements rationnels ? Ou est-ce que ces bulles manifestent l'irrationalité des marchés financiers ? Les deux positions peuvent se défendre :

- **Bulles comme manifestation de l'irrationalité des marchés financiers.** **Post-keynésiens** pensent que bulles spéculatives résultent de mimétisme, esprits animaux... : non rationnel.
- **On peut aussi rationaliser les bulles.** Olivier **BLANCHARD** (éco franco-américain) article **1979** (« Speculative bubbles, crashes and rational expectations », *Economics letters*) Montre que **bulles spéculatives = bulles stochastiques rationnelles : caractère aléatoire**. Rationnel car moment de leur explosion a caractère aléatoire. Point de départ de Blanchard : proverbe « **les arbres ne montent pas jusqu'au ciel** » : cours d'une action peut augmenter mais forcément limite et cours action à hausse va connaître un **retournement à un moment**. Notamment quand un actif connaît une bulle : accroît risques de retournement. Blanchard : **comment se fait-il que les individus continuent à acheter actifs qui sont dans des bulles ?** (ex : Japon pourquoi continuent achat logement surévalué fin 80's ? **Homo eco peut avoir intérêt à acheter actifs touchés par une bulle en comparant la plus-value que lui procure cet actif avec les risques d'explosion de la bulle.** Ex : si on achète logement surévalué à Tokyo fin 80's : compare plus-value dans cas positif avec risque que valeur de son logement soit ramené à valeur très faible si explose. **Si plus-value suffisamment forte pour compenser risque d'explosion : peut avoir intérêt à acheter actif touché par bulle.**

Doc n un exemple de bulle stochastique rationnelle

Soit un actif de valeur V_t en t . A chaque période, la valeur augmente au rythme $1 + b$ avec une probabilité p , ou se dégonfle brusquement et retombe à 0 avec une probabilité $1 - p$.



Si un investisseur financier n'a pas d'aversion au risque, il se porte acheteur de cet actif spéculatif si son rendement espéré est supérieur au rendement d'un placement financier non-spéculatif rémunéré au taux d'intérêt r , soit :

$$p(1+b)V_t > (1+r)V_t \Leftrightarrow p > \frac{1+r}{1+b}$$

Ce modèle génère une bulle stochastique rationnelle. L'investisseur financier a intérêt à acquérir cet actif dont la valeur suit une bulle, même lorsqu'il en est conscient, tant que la probabilité de prolongement de la bulle p est forte, ou encore que la bulle croît à un rythme b élevé, ou encore que le taux d'intérêt r est faible

D'après Olivier BLANCHARD,

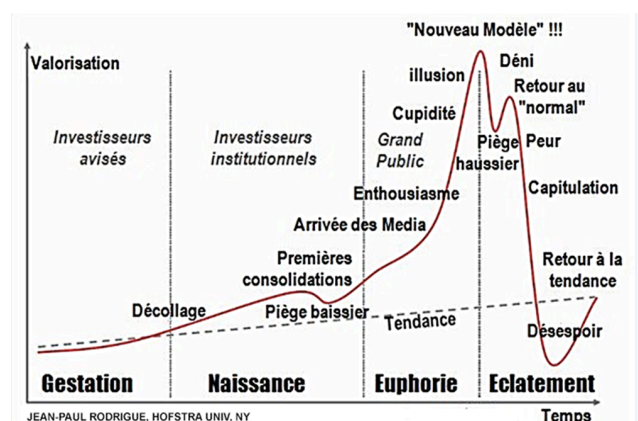
« Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations », *Economic Letters*, 1979.


V_t : cours action, prix d'un appartement, d'un terrain (n'importe quel actif). **B** : rythme de gonflement de la bulle. Ex 10% ou 20% par an. Risque que continue à gonfler. Pour simplifier : quand bulle explose, après explosion, la valeur action revient à 0 (presque 0 pour Vivendi début 2000's : a quand même survécu). Formalisation actif touché par bulle. Augmentation cours actif. Est-ce qu'il est rationnel d'acheter cet actif ? P : proba. $1-p$: proba que valeur actif soit nulle. Simplification : **pas d'aversion au risque**. Si pas aversion : arbitrage investisseur financier choisit entre placement touché par bulle ou placement (ex : livret A) mais avec taux d'intérêt très faible. **On voit que l'investisseur financier a intérêt à investir dans actif touché par bulle si proba de prolongement de la bulle est suffisamment élevée par rapport au rendement du placement certain (r)**. Paramètre b : proba de gonflement de la bulle. Si élevé : incite investisseur financier à acheter actif touché par une banque. Modèle assez puissant car homo eco rationnel qui ne croit pas en la bulle : conscience que cours actif surévaluation => peut avoir intérêt à prendre décision rationnelle d'achat (pense qu'il aura le temps de revendre l'actif avant explosion de la bulle).

→ Avec ce modèle : **rationalisation de la récurrence des crises financières** : agents financiers achètent de façon rationnelle des actifs touchés par des bulles

- Il existe aussi une explication post keynésienne de récurrence des crises financières. **Modèle de l'instabilité financière** développé par Hyman **MINSKY** dans article 1977 (« The financial instability hypothesis : an interpretation of Keynes and an alternative to "standard theory" », *Nebravska Journal of economics and business*). Article qui a une certaine renommée quand publié : se présentait comme avertissement VS risque de libéralisation financière. Un peu oublié dans 80's-90-s : euphorie libéralisation. Depuis 2008 : abondamment lu et commenté. **Thèse : financement de l'éco est intrinsèquement cyclique et instable. Activités financières par leur nature même ont un caractère cyclique et instable. Donc il faut socialiser l'investissement**, que l'intervention publique contrecarre cette instabilité chronique de la finance (comme Keynes).

Modèle : décrit un cycle financier qui fait alterner périodes de boom financier et périodes de krach financier. Partir du début cycle : comment boom peut s'amorcer et comment conduit à krach ? Il fait typo des projets d'investissement selon leur mode de



- 
- 1/**Projets d'investissement à financements couverts** : à chaque date, les revenus de l'investissement couvrent le remboursement et les intérêts de la dette initiale. Ex : entreprise achète machine : finance par endettement auprès d'une banque. Financement couvert si chaque année, elle fait assez de bénéfices pour permettre remboursement dette avec intérêts.
 - 2/**Projets d'investissement à financement non couverts** : revenus du projet financé ne permettront un remboursement régulier qu'à une date ultérieure (revenus inves couvriront dettes que dans 4, 5 ans...) Ex : souvent financement de recherche, médecine. Ex : mise en vente médicament dans 5 ans : financera projet de recherche. Ex 2 : installation longue d'éoliennes.
 - 3/**Projets d'investissement à financements à la Ponzi** : prédécesseur de Kerriell. Rendu célèbre par scandale : a arnaqué particuliers. Rendement pas aussi faramineux qu'il le disait : faisait illusion en se réendettant. Pour rémunérer 1^e qui ont acheté : utilise argent de ceux qui ... Remboursement de dettes initiales financé par de nouveaux emprunts. Seulement à une date ultime que se fera remboursement dette. **Financement le plus spéculatif** : on s'endette sans savoir quand on remboursera.

A partir de là : décrit cycle financier :

->**Début** cycle : système finance **exclusivement des projets les plus surs**, à financement couverts. Minsky introduit logique du profit : conduit acteurs du système (banques et marché fin) à réinvestir les remboursements des dettes dégagent liquidités qui sont réinvesties par acteurs syst. Logique concurrentielle pousse **réinvestissement des liquidités des remboursements**, ne pas les laisser dormir.

->Une fois que tous projets à financement couvert sont financés. Actuel système finance projets non couverts.

->Phase suivante : **liquidités en excédent => financent aussi des projets à la Ponzi.**

Dans normal : **accroît progressivement le risque systémique**. Au sein du système : projets de plus en plus risqués sont financés. **A un moment, acteurs du système réalisent l'accroissement du risque.**

Conduit à une augmentation des taux d'intérêt des financements. Cette augmentation conduit à effondrement système car les emprunteurs ont du mal à honorer les échéances de remboursement.

Phase descendante du cycle : faillites, surendettement et contraction du crédit : faillites et surendettement conduisent acteurs du système à réduire à baisse crédit (aug taux d'int touche d'abord finan à la Ponzi puis se propage).

→ Minsky montre instabilité intrinsèque à l'activité financière et à son caractère concurrentiel. Instabilité chronique.

⇒ **Donc deux modèles économiques explicatifs de récurrence des crises financières :**

1/Peut être rationnel de placer sur actif à bulle qui va à un moment exploser : rationalité d'avoir bulle et éclatement (Blanchard)

2/Modèle de Minsky : instabilité financière chronique. S'intéresse aux décisions des banques : quand sont mues par logique de profit, elles sont amenées à prendre risque. Phases de crise de risque et krach financier.

Voir que **libéralisation financière depuis 1980's** (de même que libéralisation début XXème) **ont accentué récurrence des crises financières, le risque.** Pour période contemporaine, **des économistes insistent sur responsabilité libérations financière sur récurrence crises.**

- USA : STIGLITZ

- Europe : Economistes atterrés (dont ORLEAN)

Deux ouvrages **2010** qui **dév thèse que libéralisation financière à l'origine de l'aggravation crise finan et not Subprimes. Pas modèles nouveaux** crises financières mais relèvent caractéristiques de libéralisation financière à l'origine d'une aggravation des crises financières. Thèses relativement proches.

- **Stiglitz** a dev modèle du **rationnement/restriction du crédit** : un des économistes contemporains les plus importants. Témoin privilégié de libération dans 1990's : poste d'économiste en chef à Banque mondiale (acteur qui a promu libéralisation financière : il s'y opposait), et conseiller économique de Clinton (1992-2000). Ce gouv a largement poursuivi libéralisation fin entamée dans 80's malgré Stiglitz. Critique assez tôt.
- **Economistes atterrés** formés en **2010** : publient manifeste. Economistes pour bcp hétérodoxes mais pas tous. Se disent atterrés par les politiques écos suivies depuis 1980's et en particulier politique de libéralisation financière

Qu'est ce qui dans libé fin a engendré aggravation des crises ?

Le triomphe de la cupidité (Joseph Stiglitz, 2010) : pour Stiglitz, **libéralisation fina laissé libre cours à cupidité d'acteurs de la finance** (banques, pro finan) et ses acteurs responsables de crise des Subprimes. Triomphe de **cupidité** : intéressant car cupidité est attribuée de l'homo economicus. Mais quand on utilise terme : connotation péjo, moral. Homo éco vu par **moraliste**. Mais dans modèle homo éco : intérêt perso = universel de l'humain. Mais Stiglitz se fait un peu sociologue **pense que libéralisation financière a rendu les acteurs cupides : a introduit des incitation perverses à la cupidité** selon Stiglitz. Quelques exemples d'incitations perverses pointées par Stiglitz :

- **Titrisation** : constitution portefeuilles de créance et les redistribuer sur marchés financiers. A introduit incitation perverse à **brouiller l'info** à dispo de l'acheteur de titre. Montage compliqué : laisse possib experts de finance de dissimuler une partie de info pour faciliter vente des titres. Pour lui : **titrisation a rendu plus opaque financement de l'éco** : opacité au bénéfice de certains acteurs de la finance (tu sais pas que tas des crédit supprimes dans tes titres!!!)
- **Nouveaux modes de rémunération des cadres de la finance**, en particulier dirigeants (bonus et stock-option).
 - **Bonus** : rémunération variable sous forme de prime négociée chaque année entre un salarié et son employeur. Bonus négocié en fonction des résultats du salarié. S'est largement diffusé dans milieux financiers **dès 80's**. Pour certains traders, bonus représente majo de rémunération
 - **Stock option** : distribution aux salariés par employeur de droits à acheter des actions en général à un cours préférentiel. Formes de **rémunération à côté des salaires** : banques peut acheter. Peut exister dans plupart des entreprises mais s'est surtout diffusé dans finance. Pour Stiglitz : introduit incitation perverses : **renforce le court-termisme** (pas arg nouveau car Keynes a montré biais court termiste). Mais dans ce cas, c'est encore plus fort **car négocié annuellement** : donc important : bons résultats à fin de l'année. Biais de court-termisme. Aussi **renforce l'opportunisme des cadres dirigeants** : vont travailler de sorte à maximiser stocks options et bonus plutôt que travailler et faire prospérer leur entreprise. Se voit par des décision de cadre qui permettent de dégager valeurs plus importantes à court terme mais fragilise banques à long terme. **Affaire Kerviel** : ça. Trader de Société générale à qui imputé 5 milliards de perte. A pris des risques pour résultats avantageux chaque année pour bonus mais risque pour banque
- **Concentration bancaire** (libéralisation entraîne forte concentration des banques). **A accentué syndrome du too big to fail** : banques conscientes du soutien potentiel des gouvernements si difficultés : **pousse à prendre des risques**. Incitation perverse intro par libé financière.
- **Modèles écos**. Stiglitz critique aussi exploitation abusive des modèles éco. Eco ont aussi responsabilité dans crise : utilisé pour justifier **libéralisation financière débridée**. Modèles exploités abusivement, instrumentalisés
- **Foi en la modélisation mathématique** (sc éco s'est construite dessus). Modèles écos des anticipations des agents : s'appuient sur des **lois de probabilité**. Ces lois de probas ensuite exportées vers les professionnels financiers. Dernières déc : de plus en plus de décisions financières mathématisées en s'appuyant sur lois de probas. Ce que critique Stiglitz : lois de probas sont surtout des **lois normales** : distribution d'aléas autour de l'espérance. Caractéristique loi normale : événements extrêmes sont rares (courbe de Gauss). **Loi normale inadaptée au système financier**, marché, car dans marchés financiers (du fait de mimétisme, esprits animaux), on peut avoir

événements extrêmes qui sont rares mais csqs boules de neige. **Critique sous-estimation cas extrême par utilisation loi normale pour éco!!!**

- **Efficiency des marchés financiers** (Fama : font circuler info). Effets en termes de normes comptables : activ d'une banque se lit à travers son bilan (actif/passif). Normes prudentielles, leur application se fait par lecture du bilan des banques. Donc enjeu : savoir quelle norme comptable on utilise pour établir un bilan. Notamment quelle norme comptable on utilise pour valoriser actif et passif ? Ex : à quelle valeur on enregistre à actif d'une banques actifs qu'elle détient ? **Economistes autour de Fama qui croient à efficience marché financier : il faut enregistrer actions à valeur de marché car reflète a priori bien infos pertinentes.**
Avec libéralisation financière, s'impose **Mark-to-market** : inscrire dans bilan **valeur de actifs à leur valeur de marché**. Csq : quand marchés orientés à la hausse : permet de présenter bilans très flatteurs car hausse cours des action dope leur actif donc leur fond propre : **conduit à surestimation fonds propres**. Quand krach financier : rapidement fonds propres négatifs. Cette norme est plébiscitée par banques dans années d'euphorie **90-2000**. **Après 2008** : mark-to-market a accentué difficultés financières.
→ Quelques défaillances de la finance consécutives à libéralisation financière

2. La propagation des crises financières à la sphère réelle

Question de propagation des crises. Question importante car si crise financière ne pénalise que investisseurs financiers : on pourrait s'en laver les mains. Crises financières **en elle-même pas forcément pb de politique publique. Le deviennent car se propagent à sphère réelle**. Enjeu : **comment se propagent ?**

Se sont construites à observation crise 1930's : crise finance qui a effets dramatiques sur act éco réelle. **Toute crise financière ne se traduit pas forcément par des csqs de même ampleur sur activité éco réelle**. Peuvent se révéler inoffensives sur éco réelle. Ex crise de : très peu d'incidence sur éco réelle. 2000 : **éclatement de bulle internet** : aussi crise extrêmement violente : effets sur act éco réelle (récession USA 2001) mais effets modérés comparés aux Subprimes (mondial et ralentissement éco jusqu'à aujourd'hui). Donc **propagation pas automatique**.

3 gds canaux de propagation de crises financières à sphère réelle (mis en évidence à observation crise années 30) :

1^e canal de propagation : Canal des prix

On parle aussi de **spirale dette-déflation** : propage crise fin vers sphère réel. Modélisé par Irving **FISCHER** 1933 (The debt-deflation theory of great depressions », *Econometrica*). Eco néoclassique : a construit modèle arbitrage intertempo : économiste qui a déjà longue carrière quand crise arrive.

Dans 1910'-20's : **avait défendu libéralisation financière** : cohérent avec modèle : épargnant rationnel => libéralisation financière permettait à rationalité de l'épargnant de s'exercer (plus d'opportunités de placement, mieux ajuster son budget). Veille crise 1929 (quelques jours avant jeudi noir) : « **Le prix des actifs a atteint ce qui semble être un plateau élevé permanent** » : très optimiste. Pour lui : 1/libéralisation finan a permis dynamisme éco en fluidifiant 2/Années prohibition a permis tempérance des ouvriers (plus production). Pour lui libéralisation + prohibition = programme gagnant. A aussi bcp investi à Wall Street.

Commence à douter de ses convictions. Fait théorie dette déflation des grandes dépressions pour **comprendre comment événement que n'avait pas imaginé pouvait arriver**. Pour Fisher : **violence crise années 30 s'explique par contexte d'un endettement élevé des ménages et surtout entreprise années 20** : euphoriques, investissement élevé des entreprises. Aussi début société conso USA, ménages s'endettent pour acheter auto... Donc contexte fort endettement voire surendettement. Or **quand crise financière survient, les agents économiques cherchent à réduire leur endettement ou sont aussi contraints à le réduire** car il y a moins de ressources financières dispos à prêter. Pour réduire endettement, ils **liquident leurs actifs** (vendent maisons pour ménages, stocks de marchandises pour entreprise voire une partie de capital). Or cette liquidation d'actifs correspond à des ventes massives

Cours BL

d'actifs et de marchandises => entraîne un excès d'offre et donc une baisse des prix. **Entraîne une déflation** (observé dans années 30). Spirale s'amorce : **déflation alourdit poids de la dette**, car

- Quand prix baissent, revenus tirés de l'activité éco baissent. Revenus deviennent faibles, **insuffisants pour rembourser dette contractée par le passé** (dette contractant en anticipant revenus plus élevés que le sont en fait). Revenus en réalité plus faible que ce qui était escompté => poids de dette s'alourdit.
- Et quand on a déflation, **valeur réelle de monnaie augmente** donc valeur réelle de monnaie empruntée aussi.

Dette => Déflation => accroît dette (agents plus endettés : vendent encore plus pour rembourser dette...) **Cette spirale a fait propager crise financière à sphère réelle dans 1930's.**

2ème canal de propagation : canal du crédit au sens strict

Modélisé par les économistes Milton **FRIEDMAN** et Anna **SCHWARTZ** **1963** (*A monetary history of the United States, 1867-1960*). Publient livre 1963 : l'histoire monétaire des USA : retracer de 1867 à 1960 hist monétaire. Place importante à crise 1929. **FRIEDMAN** : modèle revenu permanent. S'est opposé à analyse keynésienne : agents rationnels long termistes donc conso dépend du revenu permanent (néoclassique et libéral). Mais **pour crise 1929 : responsabilité de propagation à sphère réelle incombe à la FED** (banque centrale EU). Pour eux, FED a commis des erreurs de politique monétaire qui tiennent à une erreur d'analyse éco.

- Erreur politique monétaire : FED n'a pas conduit expansion monétaire autant que nécessaire (il aura fallu expansion massive).
- Erreur analyse éco : FED a trop mécaniquement appliqué le principe du **multiplicateur de base monétaire**.

Expansion monétaire pas assez vigoureuse car ils se concentrent sur diff banca. **1929** : actifs bancaires s'effondrent. Banques ont bilan très fragilisé donc **réduire risque donc contractent crédit**. Dès 1929 : éco américaine souffre de **pénurie de monnaie** (de crédit). Donc EU 30's a besoin expansion monétaire centrale : que banque centrale pousse banques commerciales à créer monnaie. Quand on reprend décisions banques centrales : FED a été consciente de la nécessité de l'expansion monétaire => a gonflé base monétaire, fait relance monétaire. Mais relance presque cosmétique par rapport au nécessaire. Relance modérée seulement. Pourquoi erreur ? **FED gonfle base monétaire sous hypo que masse monétaire gonflerait de manière proportionnelle : applique principe de multiplicateur de base monétaire**. Or en réalité masse monétaire n'a pas suivi dans 30's la hausse de base monétaire. Masse monétaire n'a pas augmenté. **30's : montrent limites multiplicateur de base monétaire : pas mécanisme fiable dans périodes de crise** car banques tendance à thésauriser (conserver liquidités en réserve plutôt une distribution sous forme de crédits). Fallait créer bcp plus de monnaies car en crise => incertitude donc veulent pas trop accorder de crédit. => d'où la **solution de l'hélico de billets**. Cf Keynes et Mirdal.

Depuis ces travaux de Friedman : analyse éco a adopté approche alternative sur relation base/masse monétaire. Eco ne considère pas que va forcément de base monétaire/masse monétaire : pas proportionnalité. Mais analyse éco considère que analyse relève plus de **diviseur du crédit** : **base monétaire se déduit de masse monétaire**. Masse monétaire fixée en premier. Idée de cette approche : banques commerciales octroient des crédits en fonction de leurs anticipations. Dans un second temps : elles s'occupent de leur refinancement, satisfaire régulation financière donc **base monétaire s'ajuste à masse monétaire**. Change tout car si diviseur du crédit qui est la relation correcte base/masse monétaire : **veut dire que banque centrale ne maîtrise plus masse monétaire en fixant base monétaire**. Analyse 1929 par FR et SCH : coeff multiplicateur de base monétaire a diminué : aurait impliqué multiplication base monétaire bcp plus massive. **Donc propagation à sphère réelle par canal du crédit : credit krash** : contraction du crédit = > moins de conso => contraction activité éco.

3e canal de propagation : Canal du crédit au sens large

Formalisé par Ben **BERNANKE** 1983 (« Non monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression », AER). Bien après crise années 30. Reprend travaux de Friedman et Schwartz :

considère aussi que canal du crédit fait propagation à sphère réelle mais met accent sur rôle des asymétries d'infos dans cette propagation. Se surajoutent pour expliquer contraction du crédit. Il y a asymétries (antisélection, aléa moral : Stiglitz et Weiss). Montre que ces asymétries se sont révélées dramatiques dans 30's. Pour se protéger de ces asymétries d'infos : banques prêteuses exigent collatéral des emprunteurs (Actifs qui sert de garantie à l'emprunt). Après 1929 : asymétries d'info s'approfondissent. Banques ont une connaissance encore plus imparfaite qu'auparavant du risque de défaut des emprunteurs. Banques accroissent exigences de collatéral après 1929. Collatéraux de valeur plus forte pour accepter d'octroyer crédit. Mais valeur de marché des collatéraux s'effondrent car période de déflation. Donc restriction du crédit encore plus forte qu'expliqué par Friedman et Schwarz.

⇒ Donc trois canaux qui se sont cumulés (Fischer accent déflation, F et S respo banques centrale, et Bern accent sur asymétrie d'info)

LA CRISE DE 2008: processus communs

En 2008 : à la tête de la FED : Bernanke. Spécialiste crise 1929 nommé à tête quelques jours avant crise 2008. Comment crise Subprimes s'est propagée à sphère réelle ? Cf diapo. Est-ce qu'on retrouve canaux de propagation ?

- On retrouve défauts de crédit (crédit Subprimes)
- On retrouve spirale dette déflation :
 - A touché particulièrement marché immobilier. Pour rembourser emprunts : vendent maisons => accentue baisse prix de l'immobilier (ex : quartier abandonné Détroit). Touche tous les collatéraux de tous crédits immobiliers. Donc se retrouve en 2008
 - Se joue aussi coté marchés financiers. Ce qui joue en plus 2008 : titrisation = vecteur spirale dette-déflation. Défaut de crédit s'est traduit par baisse prix des actifs financiers
- On retrouve restriction du crédit. Défaut crédit réduit actifs des banques => ces banques réagissent par restriction du crédit. Ces deux canaux font baisser activité intérieure : donc propagation sphère financière à réelle. Crise USA se transmet par commerce extérieur à éco euro.
- En 2008 : autre canal de propagation risque = effet richesse négatif. Après crise financière : épargnants moins riches. Cet effet richesse négatif pèse sur consommation. Encore plus puissant en 2008 que 1929 : société où bcp de proprios en 2008 : bcp de ménages qui subissent cet effet.

→ On retrouve en 2008 canaux de propagation 1929

Mais en plus, banques centrales (et FED en particulier) ont tiré enseignement crise 1929 : conscience de nécessité d'une expansion monétaire massive. Donc si crise actuelle pas aussi profonde que crise années 30 pour plupart pays, c'est notamment parce que relance monétaire massive et précoce dès 2008 aux USA.

B/Quelle réglementation aujourd'hui

Bilan plus structure : Subprimes a entraîné retour réglementation financière et bancaire. Permet-elle de réduire risque ?

1. La re-réglementation...

Doc. o la régulation bancaire et financière

en France et en Europe	aux Etats-Unis
1945 : nationalisation de la Banque de France et organisation de la supervision bancaire.	1913 : la Réserve Fédérale est responsable du contrôle réglementaire des banques
1994 : loi bancaire de libéralisation en France	1933 : le Glass-Steagall Act crée le système d'assurance dépôt F.D.I.C. (Federal Deposit Insurance Corporation) et sépare les banques d'affaires des banques de dépôt.
1995 : libéralisation des marchés de capitaux en France	1999 : Abrogation du Glass-Steagall Act
1998 : Les accords de Bâle I harmonisent les bases juridiques en matière de surveillance bancaire et fixent à 8% le ratio minimal du ratio de solvabilité (ratio Cooke)	2008 : Le ratio de solvabilité pondéré de la banque d'affaires (ratio McDonough), l'estimation des risques étant déléguée en partie aux banques d'investissement. Ces accords étaient en cours d'application au moment de l'éclatement de la crise des subprimes.
2004 : Les accords de Bâle II assouplissent la régulation prudentielle, en mettant l'accent sur la discipline de marché et l'autorégulation. Le dénominateur du ratio de solvabilité pondéré de la banque d'affaires (ratio McDonough), l'estimation des risques étant déléguée en partie aux banques d'investissement. Ces accords étaient en cours d'application au moment de l'éclatement de la crise des subprimes.	2010 : la loi Dodd-Frank durcit la réglementation financière et bancaire : - limite et encadre les activités de marché pour les banques commerciales, et en particulier les opérations pour compte propre, la titrisation, et les marchés dérivés. - renforce la protection des consommateurs - les agences de notation sont soumises à un cahier des charges. - crée un organisme public responsable de la gestion du risque systémique : le Financial Stability Oversight Council.
2011 : directive européenne sur la réorganisation des traders et dirigeants de banques	
2012 : interdiction des positions à nu sur les CDS	
2012 : Taxe sur les transactions financières en France	
2013 : union bancaire européenne : - supervision (depuis fin 2014) - résolution des faillites bancaires (en 2016) - garantie des dépôts (définition européenne, application nationale)	
2013 : loi de séparation et de régulation de activités bancaires en France	2014 : Réglementation FAT CA (Foreign Account Tax Compliance Act)
2016 : 10 pays européens devraient appliquer une taxe sur les transactions financières dans le cadre d'une coopération renforcée	

(Voir photocopie à part et tableau fait en plus)

Remonte aux origines contemporaines. Gauche : France et en Europe (se fait à échelle euro après). Droite : EU. Milieu : monde entier. Se fait à échelle mondiale, nationale, UE.

- **Début XXème** : construction réglementation assez coercitive (éco d'endettement Trente glorieuses). Système bancaire très réglementé. USA : aussi très réglementé. **Réglementation bancaire s'est accentuée avec loi Glass-Steagall Act** : crée système d'assurance dépôt. Assurance à l'échelle du système bancaire dans système actuel : si banque fait faillite aujourd'hui, au moins remboursée 100 000 euros (si on les a sur le compte). Suite à ruine petits épargnants. Glass : sépare banques d'affaire/banque de dépôt.

- **Années 1980 : Libéralisation**

->France : loi bancaire 1984

->Milieu 1980's : passage à éco de marché de capitaux. USA, sous Clinton malgré avertissement Stiglitz : abroge loi Glass : libéralisation. Libéralisation dans 80-90.

->Au même moment comme globalisation financière : se construit **régulation bancaire mondiale**.

Comité de Bâle : réunit gouverneur banques centrale : adoptent régulation à échelle mondiale. Notamment se met en **place ratio de solvabilité** doivent avoir fond propre = au moins 8% de leurs actifs Régulation mondiale assouplie en 2004 : accords de Bâle II : gds principes maintenus mais **accent sur discipline marché et autorégulation**. Toujours ratio de solvabilité (8% de fonds propre par rapport aux actifs). Mais estimation active laissée aux banques elles-mêmes et estimation des risques auxquelles soumises aussi à elles. Plaisent aux banques estimations de leur propre risque. Incitations perverses : banque peut avoir intérêt à réduire risque auquel elle est exposée : image et moins contrainte par régulation financière. En train d'être mis en place quand crise éclate. Après ce n'est plus d'actu.

- **Durcissement réglementation financière après crise 2008**. Montrer que **supervision des banques et marchés financiers s'est** :

- **Unifiée**
- **Étendue**
- **Resserrée**

- **1/ S'est unifiée**. Europe 2013 : **union bancaire européenne** : régulation bancaire qui s'impose aux grandes banques européennes. **Début 2016** : pas complètement achevé mais largement mis en place. Depuis 2014 : supervision des banques se fait à banque centrale euro. Avant deutsche bank, banques de France... Depuis 2014 : Banque centrale euro : régulation.

->Volet supervision

->Volet résolution des faillites bancaires : qui on rembourse en premier quand banque fait faillite et à quelle hauteur ? Entre clients des banques, ceux qui ont prêté aux banques (ont obligations), et les actionnaires : qui remb en premier ? Distribuer recettes actifs bancaires pour rembourser partie. Principe général : d'abord remboursement clients (épargnants) ensuite ceux qui ont obligation (prêteurs), et ensuite actionnaires (censés avoir conscience que soumis à un risque). Principe général donne lieu à questions pratiques. Commun en UE.

->Garantie des dépôts : D'ici quelques mois on devrait avoir définition commune garantie des dépôts.

⇒ Supervision plus unifiée aussi parce que les accords de Bales es sont étendus

- **2/ Étendue.** Depuis Subprimes : **régulation bancaire et financière s'est étendue à des activités et des risques qui n'étaient pas régulées auparavant.**

->Rémunération des financiers, pros de la finance. Stock option et bonus ont fait objet de réglementation (Europe : directive 2011)

->Produits dérivés désormais régulés pour certaines. Ex : depuis 2012 : interdiction position à nu. Produits dérivés avant peu régulés : le sont de plus en plus. EU loi Dodd-Frank : porte aussi sur marchés dérivés (régulés depuis cette loi) : limite opérations pour compte propre (quand banques font des opérations financières mais pour elles-mêmes). Quand font opérations compte propre : expose à des risques. En France, même extension de supervision par loi de 2013 : réguler marchés dérivés et limitation des opérations des banques sur les marchés financiers.

->Toujours dans idée de supervision étendue : s'est étendue au **risque systémique financier** (Risque qu'implique faillite d'un établissement sur ensemble du système). Ce risque : on en a réalisé ampleur avec faillite Lehmann Brothers : a approfondi crise financière, accéléré. La réglementation bancaire et financière porte désormais sur ce risques systémique. Cas avec la loi Dodd-Frank et de l'union bancaire européenne : mise en place des **stress tests**. Ce qui peut être stressant pour banques : faillite d'un autre banque : on demande aux banques de simuler effets sur leur bilan de faillites autres banques.

->Supervision étendue aux **agences de notation** (agences qui notent les risques de défaut des Etats et entreprises). Agences critiquées au moment de crise des Subprimes pour avoir eu notation trop gentille avant crise (sous-estimation risques => a participé au surendettement). Aussi parce qu'après crise : ont brutalement abaissé leurs notations => a accentué panique financière. Pb des agences : sont dans relation de clientèles avec entreprises qu'elles notent. Entreprises sont clients et évaluées par agences de notation : peut entraîner confusion des genres. EU : soumises à cahier des charges. « Triple A » =pays très sur (Ex: Allemagne)

->Supervision s'est aussi étendue à **l'évasion fiscale** et aux **paradis fiscaux**. Ex : **Panama papers** : de nombreux riches ont dissimulé du patrimoine. Fait que affaire surgit après d'autres affaires montre qu'on commence à essayer de lutter VS : manque à gagner pour pouvoirs publics + banques dissimulent dans paradis fiscaux activité problématique dans PDV réglementation (dissimule activités risquées). Europe très suiveuse. Plutôt US qui ont amorcé lutte avec régulation FATCA (2014) : impose échange d'info bancaire. Fin du secret bancaire en suisse. Initiative américaine. Un certain nombre de paradis fiscaux en train de disparaître. Europe commence à en bénéficier car Suisse a signé avec pays européens : a priori communiquer son info sur compte dans banques suisses de ressortissants français

- **3/ Resserrée.** Supervision plus stricte depuis crises des Subprimes. Meilleur exemple : **accords de Bâle III À PARTIR DE 88 AU CONGRÈS DE BALLE EN SUISSE**: resserrement des normes prudentielles.

->Ration de fond propre passé de 8 à 10.5%.

->Accords de Bâle III ajoutent **ratio de liquidité** (coeff de réserve obligatoire à l'échelle mondiale)

-> Porte aussi sur endettement de banques

->Caractère maintenant **contra-cyclique**. Normes prudentielles avec Bâle 3 : plus resserrée dans phases hautes de système éco. Dans phases de dynamisme éco (souvent tendance au surendettement) : on essaie d'être plus coercitif pour que banques ne cèdent pas à tentation de donner trop de crédit. Dans phases de crise : réglementation plus souple. Permet d'amortir ces crises financières.

Aussi plus resserrée car projet de taxe sur transaction financière. En France : on en a depuis 2012. Devrait être mis en place en 2016 : 10 pays euro devrait appliquer cette taxe

→ **Re-réglementation censée réduire l'instabilité financière**

2. ...est-elle suffisante ?

S'interroger sur suffisance de cette réglementation. **Est suffisante pour stabiliser la finance ? Doutes émis par des économistes viennent à la fois d'économistes attachés à libéralisme financier et atterrés.**


Doutes venant des plus libéraux

Réglementation inopportune : **pas nécessaire**. **Xavier GABAIX** (éco fr installé aux USA). A dev une approche originale des crises financières : l'**éconophysique** (importer des sciences physiques instruments pour analyser crises éco). Il a coécrit articles avec des physiciens. Est-ce que méthodes sciences physiques peuvent être mobilisées pour comprendre crise éco ? Ex : outil q : lois de probabilité : événements physiques obéissent à lois de probas. Lois alternatives aux lois normales pour mieux prendre en compte événements extrêmes : notamment pour analyser séisme : lois de proba qui donne plus de poids aux événements extrêmes. **Gabaix a montré que récurrence des crises financières semble obéir à lois mathématique similaires (aux séismes...)**. Avance même que serait cas de tous les événements catastrophiques (guerre...) : fatalité liée à des lois mathématiques. Idée économphysique : **naturaliser crises financières et écos : nécessité à la récurrence des crises financières et écos**. Peut conduire à laisser faire : on ne peut pas prévenir récurrence donc inutile de réglementer. Lui ne va pas jusque-là : **rôle de réglementation mais certaines mesures sont inutiles :**

- **Mesures qui portent sur rémunération stock option et bonus** : inutile d'encadrer car pas responsable des crises. Pour lui, preuve = **crise Japon 1989**, et pourtant pas stock option et bonus. Pour lui : bonnes raisons d'en adopter (raisonnement fallacieux)
 - **VS extension et resserrement de la supervision**. Car nuit aux activités des banques donc au **financement de l'économie** : particulièrement pénalisant. Car 2016 : encore contexte où pas assez de crédits.
- ⇒ Critique des mesures prises.

En parallèle : préconise mesures alternatives :

- **Pour prévenir crise éco : interruption temporaire de bourse** (fermeture des marchés financiers quand il y a krach). Krach = moment de panique, peuvent amener décisions intempestives. Si on ferme bourse : peut être au moment de réouverture (décision plus rationnelle).
- **En amont : réduire concentration bancaire de financière**. Entretenir concurrence entre les banques pour éviter banques trop grosses : représentent risque systémique.

 ⇒ **Pour écos plutôt libéraux : réglementation inopportune. Pas besoin de réglementation, mais on peut limiter risques crises avec mesures alternatives**

Critiques par hétérodoxes : les plus critiques VS libéralisation financière

Considèrent que **mesures opportunes mais trop faibles**, très loin du compte. Pour **économistes atterrés** (constitués en France 2010) : on devrait revenir à **socialisation de l'investissement** (déjà idée de Keynes). Aujourd'hui : **voudrait dire immuniser de l'impact nocif des marchés financiers**. Parmi multiples mesures, particulièrement critiques : **exemptions**. Loin de régulation des actifs financiers en France censé limiter risque, on prévoit encadrement activités de marché des banques mais prévoit aussi des exemptions. **Certaines activités de marché des banques restent libéralisées, non encadrées = les opérations où banque joue un rôle de teneur de marché** (veut dire que banque est un acteur dominant sur le marché : permet liquidité du marché). Comme banque acteur dominant achète et vend selon décision autres acteurs du marché => garantit fluidité de ce marché. Ne pas trop encadrer pour que continue ce rôle. Critère juridique : si banque joue rôle social difficilement remplaçable. Mais comment délimiter activités de marché à encadrer ou libéraliser ? En fait cette application a considérablement

Cours BL

réduit l'impact de la loi. On estime après adoption de cette loi qu'elle n'encadre qu'une faible fraction des activités banques (1% de activité totale environ). Pour écos atterrés, cette insuffisante de ces lois tient à des raisons d'éco politique et notamment activité de lobbying des banques : permet préservation intérêts après crise 2008.

Parmi écos atterrés : Frédéric LORDON (hyper engagé, il est partout). Economiste spécialiste entre autres de finance. Hétérodoxe : analyse de crise financière, de son traitement, à partir de paradigme alternatif à homo oeco : se propose de développer une économie spinoziste. S'inspire de philo spinoziste : idée que reprend à Spinoza = idée que « chaque chose s'efforce de persévérer dans son être » (Ethique, Spinoza). Se traduit par idée que groupes sociaux pour comprendre comportements humains, il faut s'attacher aux groupes sociaux auxquels appartient et leur effort à pérenniser activité. **Pas décisions rationnelles d'individus désincarnés, mais décisions impulsées par des mécanismes de reproduction et de domination.** Applique à crise financière et son traitement : pas des homo oeco qui agissent mais groupes sociaux. Ex : les banquiers : une certaine cohérence et tend de persévérer dans être : agit pour conforter sa position. Lobbying intense permet aux gdes banques de traverser sans trop de dommage crise financière. Pour lui, on devrait s'étonner que gdes banques ont autant tenu. Doc p.

Conclusion

A rattraper

Trente Glorieuses : économie encastrée. Autre phase de désencastrement dès les années 80. Effets économiques : concurrence avivée + financement de l'économie plus dynamique et plus instable. Consensus parmi les économistes : libéralisation financière est bien une cause de la crise des Subprimes. Préconisations : débats parmi les économistes : est-ce que cette finance libéralisée doit être réformée ? Une réforme suffit ou refondation nécessaire ?

->**Réforme** : s'agirait de réencadrer finance. Mesures prises après la crise.

->Pour d'autres économistes : besoin de **refondation** : souvent économistes post-keynésiens, hétérodoxes (comme Lordon, Stiglitz). Consisterait à ce que les pouvoirs publics prennent en charge une partie du financement de l'économie et interviennent plus résolument sur le pouvoir de création monétaire

Ouverture sur globalisation financière.

Ce chapitre : vu dans économie fermée. Mis de côté mobilité internationale des capitaux donc chapitre un peu artificiel. Globalisation : levée des barrières à la circulation internationale des capitaux.

Globalisation financière : mobilité internationale des capitaux + libéralisation financière.

Phénomènes qu'on a vus : se sont faits aussi par mobilité. Aujourd'hui : sommet à Londres anti-corruption. Petit pb : ont reconnu que des corrompus sont présents au sommet mais montre que mesures contre corruption plus que par le passé.

Des économistes ont fait article appel qui fait lien entre Panama papers et sommet. Panama papers : papiers qui dévoilent noms de personnes. Message : pour lutter VS corruption, lutter VS paradis fiscaux. Or 1/3 sont dans des pays du Commonwealth : lien fort avec GB. Parmi signataires de cet appel : Gabriel ZUCMAN (La Richesse cachée des Nation. Enquête sur les paradis fiscaux, 2013 cf Le Triomphe de l'Injustice = inégalités aux EU=> riches paient - d'impôt = Trump's Lois mais avant riche imposés à 95%) : a fait bcp avancer la connaissance des paradis fiscaux et donc la lutte contre. **Première fois qu'il y a une estimation du poids des paradis fiscaux dans le financement de l'économie.** Travail gigantesque de collecte de données. S'appuie par exemple sur données administrations fiscales. Donne estimation poids des paradis fiscaux. Pour Europe : 12 % du patrimoine financier européen serait détenu dans des paradis fiscaux. Dette publique française : environ ¼ de cette dette est la conséquence de l'évasion fiscale. Si pas de paradis fiscaux, dette française serait ¼ moins importante. Zucman extrapole des données partielles. Fait estimation à partir de capitaux rapatriés. Ce ne sont que des ordres de grandeur. Dans livre : dit surtout que ce ne serait pas si compliqué de lutter contre. On pourrait pousser Suisse à ne plus être paradis fiscal. Ex : taxe sur chocolat. Très facilement, on pourrait faire taxe sur produits : pourrait suffire pour qu'abandonne rôle de paradis fiscal.

