

Chapitre 9

ÉCONOMIE MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE

1. Décrivez les diverses fonctions de la monnaie.

La monnaie est un bien complexe qui permet de simplifier et de développer les échanges entre les individus. Elle remplit quatre fonctions principales dans une économie : c'est un moyen d'échange, une unité de compte, une réserve de valeur, et un moyen de paiement différé.

a. La monnaie comme moyen d'échange

Quelle que soit sa forme, la monnaie est avant tout un moyen d'échange : elle sert à payer les biens et services que l'on achète. Son rôle est d'autant plus fondamental que cette monnaie se rapporte à une économie complexe dans laquelle les échangistes deviennent plus nombreux. La forme de la monnaie changeant justement au fur et à mesure que les rapports d'échanges deviennent de plus en plus sophistiqués. En effet, dans une économie de troc où les biens et services sont échangés directement les uns contre les autres, *les coûts de transaction* sont élevés car les individus doivent trouver quelqu'un qui possède un bien ou service qu'ils désirent *et* qui souhaite acquérir le bien qu'ils ont à offrir. La monnaie permet d'augmenter l'efficacité économique en diminuant ces coûts de transactions et facilitant la spécialisation et la division du travail : la double coïncidence des besoins est évitée et chacun se consacre à ce qu'il sait faire de mieux.

b. La monnaie comme unité de compte

La monnaie est aussi une unité de mesure de la valeur, c'est l'étalon des échanges. En situation de troc, personne ne pourrait dire combien de litres de lait vaut une voiture. La monnaie permet de mesurer le prix relatif des biens, c'est à dire le rapport du prix d'un bien au prix d'un autre bien. Elle doit pouvoir fournir « la transparence » dans les transactions et être acceptée en tant que telle par les différents partenaires. Dans les périodes d'hyperinflation, la monnaie nationale peut perdre son rôle d'étalon des valeurs. Une monnaie stable est donc une bonne unité de compte.

c. La monnaie comme réserve de valeur

La monnaie n'est pas seulement un moyen d'échange et une unité de compte, elle est aussi une réserve de valeur. En la possédant, nous ne visons pas toujours l'échange immédiat et nous la conservons parce qu'elle permet de transférer dans le temps un certain pouvoir d'achat. Ainsi, lorsque la valeur de la monnaie est stable (lorsqu'il n'y a pas d'inflation), la monnaie est alors une bonne réserve de valeur. Si au contraire la valeur de la monnaie se déprécie rapidement (particulièrement dans les périodes de forte inflation), alors on assiste à une *fuite devant la monnaie* : on cherchera à s'en débarrasser à tout prix. La volonté de conserver des valeurs pour un usage ultérieur se reportera sur d'autres objets : titres, œuvres d'art, mais également vers des monnaies étrangères qui deviendront alors des substituts de la monnaie nationale. C'est ce que nous avons vu ces dernières années, aussi bien dans les ex-pays communistes, que dans certains pays d'Amérique latine où le dollar devient la monnaie courante : c'est ce qu'on appelle la *dollarisation de l'économie*. Ce type de substitution correspond cependant aussi à un effondrement de toute une partie des économies nationales concernées. En règle générale, nous sommes dans une période d'*hyperinflation* lorsque la hausse des prix dérape au delà de 10 % par mois. Ainsi, une monnaie est un bon moyen d'échange parce qu'elle est d'abord une bonne réserve de valeur : c'est ce qui fait qu'elle est reconnue par un grand nombre d'agents. Plus la monnaie est utilisée par un très grand nombre d'individus, meilleure est sa fonction de réserve de valeur. C'est en partie cette reconnaissance de monnaie internationale qui fait que la valeur du dollar peut décrocher durablement de l'évolution des variables macroéconomiques fondamentales de l'économie.

d. La monnaie comme moyen de paiement différé

Si la monnaie est une bonne réserve de valeur, elle conserve alors une valeur suffisante pour pouvoir différer notre consommation ou nos paiements dans le temps. Cette dernière caractéristique est importante pour les emprunts de longue durée, comme pour la constitution de l'épargne, et pour l'investissement en général. On remarquera qu'une monnaie stable remplit plus facilement ce rôle, et

cela se traduira par des taux d'intérêt nominaux relativement modérés qui faciliteront les investissements. Dans le cas contraire, l'instabilité de la valeur intrinsèque de la monnaie se paiera d'une prime de risque équivalente à une hausse du taux d'intérêt.

L'ensemble de ces quatre fonctions de la monnaie montre combien elles sont emboîtées les unes dans les autres. En outre, la valeur de la monnaie dépend de la « confiance » que nous lui accordons. Une des raisons de la lutte contre l'inflation, qui est aussi une lutte pour la stabilisation de la valeur de la monnaie, réside dans cette nécessité de construire un environnement stable pour le développement à long terme.

2. Donnez les principaux motifs de détention de la monnaie dans l'analyse keynésienne.

Dans l'analyse Keynésienne, la demande de monnaie dépend des diverses motivations des agents économiques. L'idée est que chaque sorte de motivation de demande de monnaie ne joue pas sur les mêmes mécanismes, et surtout ne met pas en relation les mêmes variables. Globalement, trois motifs principaux incitent les agents économiques à détenir la monnaie :

a. La demande de transaction

Les individus détiennent de la monnaie pour sa fonction de moyen d'échange, afin d'effectuer leurs transactions quotidiennes. La demande de transaction a pour but de faire face à des paiements réguliers et courants. Keynes suppose que cette composante de la demande de monnaie est principalement déterminée par le volume de transactions effectuées par les agents, et que celles-ci sont proportionnelles au revenu. La demande de monnaie pour un motif de transaction est proportionnelle au revenu.

b. La demande de précaution

Les agents économiques détiennent de la monnaie non seulement pour effectuer des transactions mais aussi pour faire face à des besoins inattendus. Par exemple, une personne se promène sur un marché. Elle passe devant un étalage qui propose une remise exceptionnelle de 70% sur les robes d'été. Elle peut profiter de l'offre et acheter tout de suite une robe si elle détient de la monnaie pour faire face à ce type de dépenses imprévues. Dans le cas contraire, elle ne peut pas profiter de cette remise. La demande de monnaie de précaution peut aussi servir pour des dépenses imprévues comme des frais de réparation automobile ou des dépenses de santé.

Notons que les encaisses de précaution sont de moins en moins nécessaires avec le développement des moyens de paiement modernes. Le montant de ces encaisses est principalement déterminé par le montant anticipé des transactions qui est supposé proportionnel au revenu, il est donc lui aussi proportionnel au revenu.

c. La demande spéculative de monnaie

Fondé sur l'idée que la monnaie est une réserve de valeur, Keynes ajoute un motif de spéculation en faisant la distinction entre deux catégories d'actifs : la monnaie et les titres. La demande spéculative de monnaie est en général reliée à la dévalorisation des actifs financiers et elle recherche un rendement lié au taux d'intérêt, dans le cas où il est supérieur à celui d'un placement boursier. Par exemple, considérons une situation où une hausse du taux d'intérêt est anticipée. On s'attend à une baisse du prix des titres et, par conséquent, à une perte en capital. Si la hausse des taux d'intérêt est suffisamment forte, la perte anticipée peut être supérieure aux intérêts reçus et le rendement anticipé des titres négatifs. Dans cette situation, la monnaie offre un meilleur rendement et il vaut mieux conserver sa richesse sous cette forme.

Comme un taux d'intérêt élevé conduit à anticiper une baisse future, la demande de monnaie de spéculation diminue. Cette demande de monnaie est donc une fonction décroissante du niveau des taux d'intérêt.

Keynes regroupe les trois motifs de demande de monnaie en une équation de demande de monnaie unique. Les agents économiques souhaitent détenir un certain montant *d'encaisses réelles* M/P (quantité de biens obtenue pour un montant donné d'encaisses nominales), qui est liée positivement au

revenu Y et négativement au taux d'intérêt i par le biais des trois motifs. La demande de monnaie étant additive, elle est égale à la somme des demandes pour motif de transaction L_t , de précaution L_p et de spéculation L_s . L'équation de demande de monnaie (ou fonction de préférence pour la liquidité) peut s'écrire de la façon suivante :

$$\frac{M}{P} = L(i, Y) = L_t + L_p + L_s$$

Notons pour finir que ces différentes sortes de demande ne s'adressent pas au même type monnaie : elles ne pèseront pas de la même manière sur sa détermination. Les deux premiers motifs ont comme objet essentiellement M1, tandis que le motif de spéculation est plutôt associé à M2 et M3.

3. Quels sont les moyens d'intervention de la Banque centrale sur le marché monétaire ?

Le marché monétaire est le marché des capitaux à court et moyen terme. Depuis 1986, en France, ce marché qui comprend deux compartiments n'est plus réservé aux seules banques : l'un est le marché interbancaire proprement dit, et l'autre le marché des titres négociables à court terme, accessible à tous les agents économiques sans exception. C'est la raison pour laquelle on nomme ce dernier *l'open market*. C'est par le biais du marché monétaire que l'action de la Banque centrale se transmet au reste de l'économie.

La Banque centrale dispose de plusieurs instruments pour intervenir dans l'économie :

1. **L'encadrement du crédit** : il impose aux banques des quotas de crédit à ne pas dépasser. Il s'agit de limiter le pouvoir de création de monnaie par les banques. Ce seuil est fonction des crédits accordés l'année précédente. Une banque qui ne respecte pas cette règle est sanctionnée. Ce système a été supprimé en 1987.
2. **Le mécanisme des Réserves Obligatoires (R. O.)** : comme nous l'avons vu précédemment, le taux de R. O. peut augmenter et limiter la création monétaire. Ce taux peut aussi diminuer et entraîner l'augmentation de la création monétaire.
3. **Le mécanisme des Facilités Permanentes** : elles permettent de fournir ou de retirer des liquidités au jour le jour, d'indiquer l'orientation générale de la politique monétaire et d'encadrer les taux du marché au jour le jour. Il existe deux types de facilités permanentes auxquelles les établissements financiers éligibles peuvent recourir à leur propre initiative. La *facilité de prêt marginal* peut être utilisée par les contreparties pour obtenir contre actifs éligibles, sans limites et sans restrictions, des liquidités au jour le jour. Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal est évidemment normalement un plafond pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour. La *facilité de dépôt* permet aux contreparties d'effectuer des dépôts au jour le jour auprès de la Banque centrale, sans limites et sans restrictions. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est un taux plancher pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour.
4. **Le taux de réescompte** : il correspond à une opération de refinancement des banques commerciales. La Banque centrale peut aussi augmenter ou baisser ce taux.
Prenons l'exemple d'une banque qui n'a pas dans ses comptes auprès de la Banque centrale un montant suffisant pour faire face aux paiements de ses clients. Elle est obligée d'emprunter sur le marché monétaire : on parle alors de refinancement. Il en résulte que si le taux sur le marché monétaire est plus élevé que le taux auquel une banque a prêté à ses propres clients, elle perd de l'argent. Ce sont les mécanismes de marché qui vont ainsi réguler la diffusion du crédit dans l'économie. Quand les banques augmentent leurs crédits distribués, sans que la Banque centrale ait augmenté sa base monétaire, il y a une concurrence accrue entre les banques, le taux d'intérêt a tendance alors à s'élever, ce qui accroît naturellement le coût du refinancement des banques auprès de la Banque centrale, et ce qui à terme entraînera une diminution des crédits accordés.
5. **La politique d'Open Market** : l'open market est l'intervention de la Banque centrale sur le marché monétaire. La Banque centrale peut orienter le prix (taux d'intérêt) et agir sur les quantités (quantités de monnaie Banque centrale). Ce taux d'intervention est un taux directeur : ce taux influence le taux d'intérêt proposé aux clients.
Ainsi, la Banque centrale comme les autres investisseurs institutionnels, intervient constamment sur le marché monétaire par l'achat ou la vente de titres financiers, afin de moduler la base

monétaire, mais aussi de peser sur le niveau des taux d'intérêt. Les titres vendus sont des titres d'État (bons du Trésor négociables) contre de la monnaie auprès des banques de second rang, qui à leur tour diffuseront ces titres auprès du public. Cette activité va réduire évidemment la monnaie disponible auprès des banques de second rang et par conséquent, cela réduira la base monétaire et pèsera sur la hausse des taux d'intérêt. À l'inverse, la Banque centrale peut acheter des titres et offrir en contrepartie de la monnaie. Cela amènera un accroissement de la base monétaire et tendra à diminuer taux d'intérêt. Les interventions de la Banque centrale par le biais du multiplicateur sur le marché monétaire influent indirectement sur la masse monétaire en circulation, sur le taux d'intérêt et sur l'activité économique en général.

Notons qu'en pratique, la Banque Centrale Européenne, comme la plupart des autres banques centrales d'ailleurs, intervient plus en modulant son taux d'intervention que la quantité des effets refinancés, ce taux d'intervention se diffusant ensuite dans le reste de l'économie.

La Banque centrale joue également un rôle de *prêteur en dernier ressort* à la fois pour garantir la stabilité du système bancaire, pour éviter des banqueroutes, mais également pour contrôler l'émission de monnaie par le biais du crédit.

4. Argumentez la proposition suivante : « Les crédits font la monnaie, la monnaie fait les crédits ».

Pour répondre à cette question, vous utiliserez un raisonnement mathématique

Comment, concrètement, les banques de second rang génèrent de la monnaie supplémentaire dans l'économie ? Le raisonnement suivant va montrer le fait que *les crédits font la monnaie, et la monnaie fait les crédits*.

Le comportement des agents économiques est tel qu'ils conservent une proportion de monnaie fiduciaire par rapport à leur dépôt telle que :

$$cu = \frac{CU}{D}$$

Tandis que les banques doivent respecter la règle définissant la proportion des dépôts qui constituent les réserves :

$$r = \frac{RE}{D}$$

Partons d'une situation hypothétique où un individu vend à sa banque une action pour 1 euro (on fait cette hypothèse pour faire apparaître une création de monnaie réelle, donc il faut qu'au départ un actif financier soit retiré du marché monétaire). La contrepartie de cette vente va être déposée sur un compte de dépôt. Si on suppose que le comportement de l'individu est le reflet de la moyenne des agents économiques, alors il demandera une proportion de ce dépôt sous forme de liquidités

immédiates. Cette demande sera : $CU = \frac{cu}{cu + 1} M = \frac{cu}{1 + cu}$ et il va conserver sur son compte de dépôt le complément, c'est-à-dire : $D = 1 - \frac{cu}{1 + cu} = \frac{1}{1 + cu}$

Le banquier devra à son tour accroître ses réserves d'une valeur $RE = r \times D = \frac{r}{1 + cu}$ mais il pourra aussi distribuer des crédits supplémentaires pour une valeur de $D - RE = \frac{1 - r}{1 + cu}$.

À son tour ce crédit va générer une demande de monnaie fiduciaire nouvelle $\frac{1 - r}{1 + cu} \times \frac{cu}{1 + cu}$ de

nouveaux dépôts pour une valeur $\frac{1-r}{1+cu} \times \frac{1}{1+cu}$, une nouvelle augmentation des réserves $\frac{1-r}{1+cu} \times \frac{r}{1+cu}$ et encore une nouvelle possibilité de crédit $\frac{1-r}{1+cu} \times \frac{1-r}{1+cu} = \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^2$. Etc.

C'est évidemment un processus qui va en s'amenuisant. À chaque étape, il y a une création monétaire qui s'accompagne d'une augmentation des réserves bancaires, mais également des crédits distribués. On constate que la Banque centrale est complètement en dehors de ce processus de création monétaire, si ce n'est qu'elle a le pouvoir de fixer la valeur de r .

Nous présentons dans le tableau suivant le processus et son résultat afin de bien comprendre ce qui se passe. À chaque étape la monnaie fiduciaire, le montant des dépôts, les réserves légales et les

nouveaux crédits augmentent en raison de la valeur de $\frac{1-r}{1+cu}$ et comme $0 < r < 1$ et $0 < cu < 1$, il s'ensuit que ;

$$\frac{1-r}{1+cu} < \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^2 < \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^3 < \dots < \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^n$$

et lorsque $n \rightarrow \infty$, on a une suite convergente telle que :

$$1 + \frac{1-r}{1+cu} + \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^2 + \dots + \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^n = \frac{1+cu}{cu+r}$$

Comment obtient-on les multiplicateurs de monnaie fiduciaire, de dépôts, de réserves légales et de monnaie de crédit ?

Les multiplicateurs de monnaie

| Etapes | Monnaie Fiduciaire | Dépôts | Réserves légales | Crédits nouveaux |
|----------------|--|---|---|---|
| 1 | $\frac{cu}{1+cu}$ | $\frac{1}{1+cu}$ | $\frac{r}{1+cu}$ | $\frac{1-r}{1+cu}$ |
| 2 | $\frac{cu}{1+cu} \times \frac{1-r}{1+cu}$ | $\frac{1}{1+cu} \times \frac{1-r}{1+cu}$ | $\frac{r}{1+cu} \times \frac{1-r}{1+cu}$ | $\frac{1-r}{1+cu} \times \frac{1-r}{1+cu}$ |
| 3 | $\frac{cu}{1+cu} \times \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^2$ | $\frac{1}{1+cu} \times \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^2$ | $\frac{r}{1+cu} \times \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^2$ | $\frac{1-r}{1+cu} \times \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^2$ |
| ... | ... | ... | ... | ... |
| $n+1$ | $\frac{cu}{1+cu} \times \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^n$ | $\frac{1}{1+cu} \times \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^n$ | $\frac{r}{1+cu} \times \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^n$ | $\frac{1-r}{1+cu} \times \left(\frac{1-r}{1+cu}\right)^n$ |
| Total | $\frac{cu}{1+cu} \times \frac{1+cu}{r+cu}$ | $\frac{1}{1+cu} \times \frac{1+cu}{r+cu}$ | $\frac{r}{1+cu} \times \frac{1+cu}{r+cu}$ | $\frac{1-r}{1+cu} \times \frac{1+cu}{r+cu}$ |
| Multiplicateur | $\frac{cu}{r+cu}$ | $\frac{1}{r+cu}$ | $\frac{r}{r+cu}$ | $\frac{1-r}{r+cu}$ |

À partir de cet exemple, nous pouvons mesurer l'impact d'une injection de monnaie dans l'économie. Nous constatons immédiatement que lorsque nous voulons réduire l'émission de crédits nouveaux, il suffit d'accroître le taux des réserves obligatoires. En effet, pour une base monétaire donnée, le

$\frac{1-r}{r+cu}$ multiplicateur de crédits nouveaux diminue lorsque r augmente.

Terminons cette analyse par deux remarques :

1. on note que la somme du multiplicateur de monnaie fiduciaire et du multiplicateur de monnaie de dépôt est égale au multiplicateur de monnaie,

$$\frac{cu}{r + cu} + \frac{1}{r + cu} = \frac{1 + cu}{r + cu}$$

2. on constate ensuite que ce processus de création monétaire est dynamique et que ce n'est pas telle banque en particulier qui crée une monnaie qu'elle maîtrise, mais que ce sont les interactions entre les agents économiques. Les dépôts font les crédits et les crédits font les dépôts, et le comportement agents économiques qualifié dans nos équations par cu fait le reste.

Aujourd'hui, cependant, l'exactitude de ce type de mécanisme qui conduirait à une création illimitée de monnaie additionnelle est contestée, probablement parce que cette notion de multiplicateur est d'origine keynésienne ! On soutient donc parfois que les crédits ne généreraient plus de dépôts. On avance deux raisons principales pour étayer ce raisonnement :

1. On suppose que si les banques accordent des crédits, elles le font au moyen d'une analyse rationnelle. Donc si cette analyse est rationnelle, les crédits ne peuvent pas exploser au delà de ce que nécessite le marché ! Un tel raisonnement basé sur le principe libéral selon lequel le marché a toujours raison, suppose que la masse monétaire ne peut s'accroître au delà d'un certain seuil. Ce raisonnement paraît peu fiable, d'une part parce que cela ne signifie pas, même si on suppose que la création de crédits par les banques est saine, que les crédits ne font pas les dépôts, et d'autre part parce que les banques gagnent de l'argent sur les crédits distribués et qu'il n'y a pas de raisons de privilégier les projets solides et solvables par rapport aux projets qui sont seulement rentables à court terme ;
2. On avance l'idée selon laquelle les particuliers multiplient les opportunités de rentabiliser une épargne liquide de façon à ne pas laisser leurs liquidités dormir sur un compte de dépôt, et pour cela, ils limitent les sommes déposées. Cette assertion s'appuie sur le développement des nouveaux produits financiers, notamment les SICAV. Cet argument semble sérieux, mais, à l'observation, il ressort que dans la logique du multiplicateur de crédit, ce qui est important, ce n'est pas que les dépôts restent immobiles, mais plutôt que les crédits servent à la formation initiale de comptes de dépôts.

5 Discutez de l'indépendance des Banques centrales.

Pour cela, vous vous concentrerez sur la situation de la Banque Centrale Européenne.

La Banque centrale tient un rôle déterminant dans la production et la circulation de la monnaie. Pour autant, son rôle a considérablement évolué dans le temps : si au XX^e siècle, la théorie comme la politique lui a confié une place de premier rang, il n'en est plus de même aujourd'hui. Dans un contexte de déréglementation des marchés financiers et de libéralisation accélérée des échanges, sa place tend à devenir moins importante.

Pendant longtemps, les Banques centrales ont été placées sous le contrôle direct de l'État, ce qui voulait dire qu'elles étaient devenues au fil du temps le relais de la politique économique des gouvernements. Cependant certains pays avaient consacré l'indépendance de leur Banque centrale, c'est notamment le cas de l'Allemagne qui, dans l'immédiat après-guerre inscrit l'indépendance de la Bundesbank dans sa constitution. L'idée était relativement simple, les gouvernements des années trente n'avaient pas su maîtriser l'inflation du fait de leur action sur la Banque centrale, et c'est ce mouvement d'hyperinflation qui aurait généré de multiples désordres et favorisé la montée du nazisme. L'indépendance de la Bundesbank devait se traduire dans les faits par une lutte contre l'inflation. Peu à peu les autres Banques centrales ont suivi, particulièrement dans le contexte de renouveau des idées libérales dans les années quatre-vingts et quatre-vingt-dix. La France a consacré cette indépendance seulement en 1994. Il existe encore aujourd'hui des Banques centrales qui ne sont pas indépendantes, c'est le cas de la Banque d'Angleterre. Dans ce pays il y a un consensus, y compris parmi les libéraux, pour ne pas changer ce statut. Dans tous les cas, l'indépendance des banques centrales se traduit dans la pratique, par l'objectif unique de stabilité des prix et par une impossibilité pour la plupart des pays de s'écarter d'une politique monétariste. Dans le contexte de la création de l'euro et de l'institution d'une Banque Centrale Européenne, les banques centrales nationales ont vu leur rôle diminuer, leur

disparition est souhaitée par les économistes libéraux, mais on en est encore loin.

La Banque Centrale Européenne établie le 1^{er} juillet 1998 a pour objectif de mettre en œuvre la politique monétaire unique. Dans la réalité, sa politique se borne à contenir la hausse des prix. Pour évaluer la situation monétaire de zone euro, la Banque Centrale Européenne s'appuie sur trois indicateurs :

- le niveau de l'inflation annuelle qui ne doit pas dépasser les 2 % ;
- la croissance de la masse monétaire mesurée par M3 ;
- les perspectives d'évolution des prix fondés sur des indicateurs disparates de l'activité dans les pays de la zone euro.

À partir de là, la BCE agit sur le *taux refi* qui est le taux de refinancement des banques. C'est sa principale arme dans la conduite de la politique monétaire. Les pays n'atteignant pas les normes proposées par les traités de Maastricht et d'Amsterdam (i.e. les critères de convergence), ne pourront pas rentrer dans l'Union Monétaire Européenne¹, et s'ils sont membres, pourront se trouver exposés à des sanctions monétaires.

Cependant les mérites de la monnaie unique ne sont pas évidents pour tous puisque les britanniques comme les danois ont refusé cette possibilité, même si c'est pour des raisons différentes. Les britanniques sont très attachés à la livre qui leur paraît être un symbole important de la souveraineté, tandis que les danois pensent que le rattachement de leur économie à l'euro risque de faire plonger le cours intrinsèque de leur monnaie à l'instar du mark dont la valeur sur le marché international a été, avant sa disparition, pénalisée au milieu de l'année 2000 par la chute de l'euro.

Par ailleurs, l'adhésion à la monnaie unique prive les États d'une alternative à la politique monétariste fondée sur un contrôle de l'inflation. Dans la tradition française, l'État est fondamentalement interventionniste, et la Banque centrale a travaillé longtemps en coopération étroite avec les gouvernements successifs, le ministre des finances restant en relation directe avec le gouverneur de la Banque de France, lui-même nommé par le gouvernement. L'autorité en matière monétaire est alors partagée entre l'État et la Banque de France.

La marque fondamentale de l'Union économique et monétaire européenne est d'abord un transfert de souveraineté qui s'opère des autorités nationales vers la Communauté. Dans ce contexte, l'Union Monétaire Européenne implique nécessairement une indépendance des Banques centrales vis-à-vis de leurs gouvernements respectifs. Le fondement théorique de l'indépendance des banques centrales, un des aspects les plus controversés du Traité de Maastricht, réside dans la notion de « crédibilité ». Selon certains économistes, même si les décisions des pouvoirs publics procèdent des meilleures intentions, les agents économiques peuvent les suspecter d'électorisme, on peut penser qu'elles essaient, à la veille des élections, de créer des conditions favorables pour la réélection des équipes en place.

Par exemple, une inflation suscitée par les autorités monétaires qui n'aurait pas été anticipée par les agents économiques, peut produire des effets doublement avantageux : la valeur réelle de la dette publique serait diminuée, et cette poussée inflationniste stimulerait artificiellement la croissance par le biais d'une distribution d'un pouvoir d'achat factice supplémentaire. On suppose qu'une Banque centrale indépendante poursuivant l'objectif de stabilisation des prix, serait en revanche beaucoup plus crédible. L'équilibre attendu est théoriquement plus élevé en terme de bien-être car on a moins d'inflation pour des niveaux d'emploi et de produits similaires. On peut également avancer que l'indépendance des Banques centrales accroît leur crédibilité sur le marché international des capitaux, ce qui apparaît important dans un mouvement croissant d'internationalisation des économies.

Les décisions de politique monétaire sont maintenant centralisées vers la Banque Centrale Européenne dont le siège est à Francfort en Allemagne, relevant seulement de la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE.

Cependant, dans une première phase, la politique monétaire n'est pas centralisée, elle est appliquée à travers une structure qui s'inspire du modèle fédéral américain. Le Conseil des gouverneurs définit la politique monétaire générale qui doit être menée au niveau européen. Le Directoire, qui est l'organe exécutif de la Banque Centrale Européenne, met en œuvre la politique monétaire donne les instructions nécessaires aux Banques centrales nationales, il est de plus responsable de la gestion

¹ En effet, peu de pays membres parviennent à satisfaire ces critères rigoristes. Et ces dernières années, il a bien fallu l'admettre, sans pour autant que la politique monétaire change véritablement.

6 Décrivez les mutations du système financier français.

Vous expliquerez notamment le phénomène de désintermédiation.

Une économie nationale peut faire face à ses besoins de financement de trois manières distinctes :

- d'une part par l'*autofinancement*, c'est la part la plus importante dans le développement du capital des entreprises, environ 80 % de l'investissement est réalisé ainsi. Ce système est parfaitement sain, mais peut se révéler insuffisant notamment pour les investissements dans les secteurs innovants;
- d'autre part, un appel au *système bancaire* par l'expansion monétaire et le crédit, mais cela peut mener à une économie d'endettement, avec les problèmes d'inflation que cela suppose. On considère généralement que ce type de financement favorise les secteurs innovants;
- et enfin, il y a une possibilité de plus en plus grande pour les entreprises de faire appel aux *marchés financiers*.

L'avantage des marchés financiers dans le financement de la croissance passe par l'émission de titres boursiers (actions et obligations) qui permet de collecter une épargne dormante et de la rediriger vers l'investissement productif. Le rôle de ces marchés financiers devient de plus en plus important au fur et à mesure qu'apparaissent de nouveaux produits financiers.

La transformation récente des économies développées d'*économie d'endettement* en *économie de marchés financiers* est ce qu'on appelle le phénomène de désintermédiation. La désintermédiation est le recours direct des opérateurs internationaux aux marchés financiers (*finance directe*) sans passer par les intermédiaires financiers et bancaires (*finance indirecte*) pour effectuer leurs opérations de placement et d'emprunt.

Ce phénomène est aussi le résultat logique de l'évolution historique des économies. En effet, à la sortie de la Seconde guerre mondiale, les besoins en investissement sont très largement supérieurs à ce qui peut être collecté sous forme d'épargne, on est alors obligé de s'orienter vers une économie d'endettement. Mais lorsque l'effort de reconstruction a porté ses fruits, l'épargne dégagée peut devenir importante, et, il paraît raisonnable à ce moment là de s'orienter vers une économie de marchés financiers.

Les mutations du système financier sont longues et s'effectuent par palier. Vers la fin des années soixante, la fin de la spécialisation bancaire va permettre d'activer la concurrence entre les établissements bancaires, y compris entre les banques publiques. Cela va avoir pour conséquence une multiplication de l'ouverture des guichets et donc un accroissement des comptes de dépôts, d'autant plus qu'au même moment, avec la mensualisation des salariés (la loi de 1968), la majorité des salariés va détenir un compte bancaire.

Au début des années soixante-dix, sous la poussée des revendications salariales, les taux de marge des entreprises sont en forte chute, ce qui a pour conséquences de diminuer radicalement leur taux d'autofinancement. La Banque centrale est obligée d'augmenter en permanence ses capacités de refinancement. On se trouve dans une période de forte inflation (le phénomène est mondial à cette époque), il s'ensuit que les ménages préfèrent une épargne courte et liquide plutôt que d'investir sur des placements longs, notamment les produits peu abondants du marché boursier. Les produits financiers liés à l'assurance et aux retraites sont alors peu développés, ce qui veut dire que le marché financier est peu actif dans le financement des entreprises. Mais nous sommes alors dans une période de forte croissance de la consommation, notamment parce que les salaires explosent, et qu'il faut tout de même accroître les capacités de production et renouveler les technologies utilisées. Dans une période relativement brève, entre 1965 et 1974 (juste après le premier choc pétrolier), le système bancaire va voir son poids dans le financement des entreprises passer d'un peu plus du tiers à près de 60 %. Il est difficile de juger de l'efficacité d'un tel système, néanmoins il a permis une croissance soutenue et surtout une amélioration des plus bas salaires.

C'est le premier choc pétrolier qui fait prendre conscience de l'importance de l'inflation puisqu'elle alourdit de fait la facture pétrolière d'autant. On en a donc déduit que l'inflation était une mauvaise chose. Le combat contre l'inflation même s'il a été long, a été assez bien admis par les salariés notamment parce qu'alors même que s'accélérait l'inflation, on assistait à l'envolée du chômage. On a pu soutenir à droite comme à gauche que l'inflation était l'ennemi de l'emploi ! En réalité, des éléments

plus sérieux poussaient les hommes politiques et les autorités monétaires à combattre l'inflation, c'était principalement le laminage des profits des grandes entreprises et la disparition de l'épargne des ménages. Bien évidemment, l'économie d'endettement et l'inflation s'entretiennent l'une l'autre, puisque l'inflation et son accélération permettent de diminuer rapidement les dettes ! Ce système s'était d'ailleurs généralisé au delà des entreprises pour atteindre les ménages qui étaient désireux d'accéder à la propriété. Pour combattre ces tendances, le gouvernement français avait mis en place un système d'encadrement du crédit pénalisant plus particulièrement, par son aspect discrétionnaire, les entreprises les plus innovantes.

Dans la mesure où l'Etat intervenait pour contrôler le crédit puis l'activité économique, on a abouti à un cloisonnement des circuits de financement. En effet, l'Etat a essayé de favoriser certains circuits de collecte de l'épargne (les caisses d'épargne et les réseaux mutualistes), mais aussi d'aider le financement des secteurs considérés comme prioritaires pour asseoir le développement national (le logement, l'agriculture et les secteurs exportateurs). Ce système qui a permis de multiplier les formes de crédit à taux bonifié présente évidemment des inconvénients : d'une part, il fausse le jeu de la concurrence et organise la pénurie de capitaux pour les secteurs qui n'apparaissent pas comme compétitifs aux gouvernements. Et d'autre part, il empêche l'émergence de nouvelles formes de crédit. Dans la mesure où les banques pouvaient refinancer de façon illimitée les crédits octroyés auprès de la Banque de France, il n'apparaissait pas nécessaire d'élargir des capitaux vers un actionnariat populaire notamment.

C'est donc au début des années quatre-vingts que le marché financier français va se réformer en profondeur. A cela, deux raisons qui sont évidemment liées :

1) après les deux chocs pétroliers de 1973 et de 1979, les économies occidentales sont dans un état de langueur, et le chômage atteint des niveaux que l'on croyait impossibles. En outre, cette situation a engendré des déséquilibres importants dans les paiements internationaux qui font que les pays occidentaux cherchent à attirer des capitaux étrangers en mal de rentabilité. De ce point de vue la concurrence entre les pays fait rage, et il faut trouver sans cesse créer de nouveaux produits financiers pour attirer ces capitaux flottants. C'est probablement là le fondement de la transformation des marchés financiers internationaux.

2) Les entreprises face à la pénurie de capitaux longs vont faire pression pour obtenir une réforme des moyens de financement.

Ces bouleversements s'accompagnent aussi de transformations importantes sur le marché des changes. C'est l'avènement des changes flottants et la politique monétaire restrictive anglaise et américaine qui rendent l'environnement de plus en plus incertain. Ainsi les taux de change comme les taux d'intérêt peuvent varier très rapidement dans un sens ou dans l'autre. Face à ce renouvellement des risques financiers, les nouveaux produits financiers vont apparaître attractifs, d'autant plus que la tendance à la hausse des taux d'intérêt va rendre les placements boursiers particulièrement rémunérateurs. Au même moment, on découvre que de nombreuses places boursières sont sous capitalisées, c'est le cas notamment de la place de Paris, ce qui signifie qu'il y a là des opportunités d'investissements relativement peu risqués pour peu qu'on diversifie les portefeuilles.

Au début des années quatre-vingts, les ménages sont obligés de diminuer leur épargne pour continuer à consommer parce que les revenus des salariés ont tendance à baisser et que les nombreux chômeurs ont des revenus en forte baisse. On pourrait dire encore que l'épargne des ménages faiblissant rapidement, il est urgent de rationaliser ses placements. Mais, avec la montée des taux d'intérêt réels, les entreprises se trouvent dans l'obligation de se désendetter tout en continuant de renouveler leur capital. Pour cela, elles compriment leurs coûts de façon à accroître leurs marges d'autofinancement mais aussi pour dégager des bénéfices permettant des rendements élevés sur le marché boursier afin de mobiliser les fonds privés extérieurs à l'entreprise. Cependant, le rôle des entreprises dans la transformation du marché financier ne s'arrête pas là. Dans une conjoncture morose, plombée par un chômage de masse de longue durée, les entreprises vont dégager des excédents financiers considérables et être davantage attentives aux possibilités de placement sur le marché financier, s'éloignant ainsi de leur principale raison d'être. D'autres raisons vont contribuer à une accélération de la modernisation des marchés financiers. L'Etat se trouve lui même dans un contexte d'endettement croissant, et le refinancement dans un système d'endettement est à la fois coûteux et inflationniste. Il est donc pour lui avantageux d'emprunter sur le marché financier plutôt que de bénéficier des avances de la Banque de France.

L'État, en tant qu'organisateur des règles de fonctionnement du marché financier va suivre dans un contexte de fort endettement trois objectifs différents :

- lever des fonds pour un coût faible ;
- éviter l'effet d'éviction que cette levée de fonds pourrait produire vis à vis des entreprises du secteur privé ;
- et enfin, contribuer à la modernisation du marché financier de façon à attirer des capitaux étrangers, et à concurrencer les autres places financières étrangères.

La plupart de ces objectifs seront atteints à travers la production de nouveaux mécanismes, mais également à travers le décloisonnement des marchés qui se révèle coûteux puisqu'il ralentit objectivement la concurrence entre les différents segments du marché financier.

Donnons quelques exemples de ces transformations :

Dans la gestion des capitaux, on voit se développer tout un éventail de produits financiers sophistiqués qui permettent aux opérateurs de se couvrir contre les risques de perte en capital liés aux variations des cours des valeurs : c'est le *marché des produits dérivés*. Ainsi, on crée le Marché à Terme International de France (MATIF) qui est une structure de la gestion du risque dans la variation des taux, puis le Marché de Options Négociables de Paris (MONEP) qui gère les fortes variations des cours boursiers.

Mais une des innovations les plus importantes est certainement la création, en 1983, d'un *second marché*, qui permet aux petites et moyennes entreprises d'accéder au marché boursier. Cette dernière innovation permet d'élargir le volume de la capitalisation boursière et d'accroître l'offre de titre sur le marché boursier. De plus, les entreprises de petite et moyenne taille qui commencent à être considérées comme la partie la plus dynamique de l'économie, vont pouvoir poursuivre leur processus d'innovation en appelant le marché financier. De même, le *nouveau marché* créé en 1996 permet à de jeunes entreprises innovatrices d'avoir accès aux capitaux à long terme.

D'autres innovations vont concerner l'amélioration de la gestion du cours de titres vis-à-vis des acheteurs, principalement grâce au développement des nouvelles technologies de l'information et des télécommunications. Ainsi, à partir de 1984, les titres vont être informatisés, ce qui signifie que les propriétaires de titres ne vont plus posséder de support papier, et que cette dématérialisation accélère à la fois les échanges et les cotations sur le marché.

C'est vers cette époque que les marchés financiers du monde entier vont être reliés les uns aux autres, donnant aussi bien de nouvelles opportunités de placement aux particuliers que de nouvelles possibilités de crise boursière, liées aux mouvements spéculatifs rapides sur les marchés. L'objectif de l'ensemble de ces réformes est de permettre à un plus grand nombre de Français d'accéder au marché boursier et de transformer une épargne liquide en une épargne boursière destinée aussi bien au financement des entreprises qu'à celui de l'État. Pour simplifier cet accès en Bourse, les agents de change vont perdre le monopole des opérations en Bourse. Cela va permettre à la cotation de se réaliser en continu, et d'améliorer la fluidité des marchés. À partir de ce moment, le marché monétaire va être scindé en deux parties : le marché interbancaire et le marché des créances négociables à court terme. Le marché monétaire et le marché financier des capitaux à long terme font aujourd'hui le fonctionnement au quotidien des marchés financiers.