

MONNAIE ET FINANCES

Pr. Béatrice MAJNONI D'INTIGNANO, site avec cours polycopié :

www.bmajnoni.fr.st

année 2008-09, L2, 1^o semestre

24 h, avec TD (10 séances) ; Chargé de TD : Mme Do & Mr Thiebaud

Actualisé 15 septembre 2008

Manuels :

* *L'instabilité monétaire*, B. Majnoni, Que sais-je ? 2003

* *La monnaie & ses mécanismes*, D. Plihon, Repères, 2008

Documents fondamentaux : les rapports annuels des Banques centrales, en particulier celui de la BCE (annuel et mensuel), disponibles sur Internet.

Sites conseillés :

Fonds monétaire international : www.imf.org

Banque centrale européenne : www.ecb.int

Banque de France : www.banque-France.fr

Réserve fédérale : www.federal-reserve.org

Chapitre I : MONNAIE, DEFINITION ET FORMES

§ 1 : 11 formes historiques

§ 2 : Monnaies actuelles et régimes monétaires

§ 3 : Définition de la monnaie

§ 4 : Fonctions de la monnaie.

§ 5 : Demande d'encaisses monétaires

§ 6 : Formes de la monnaie et agrégats

§ 7 : Vitesse de circulation

§ 8 : La courbe de demande de monnaie

Chapitre 2 : LA CREATION DE MONNAIE

§ 1 : Par le crédit : multiplicateur des crédits et des dépôts.

§ 2 : Par le financement monétaire du déficit du budget de l'Etat

§ 3 : Par entrées nettes de devises

Chapitre 3 : LES DESEQUILIBRES MONETAIRES

§ 1 : Définitions

§ 2 : Effets des déséquilibres monétaires

§ 3 : Causes de l'inflation et de la déflation

§ 4 : L'inflation dans la sphère financière

§ 5 : Existe-t-il une inflation optimale ?

Chapitre 4 : LES FONCTIONS DES BANQUES

§ 1 : Banques centrales

§ 2 : Banques de second rang ou IFM

§ 3 : Bilans des banques

§ 4 : Gestion des banques

§ 5 : Les grands systèmes bancaires

§ 6 : Les conséquences de l'intégration européenne.

§ 7 : Demande et Offre de monnaie

Chapitre 5 : LES CREDITS (financement intermédié).

§ 1 : Crédits aux entreprises

§ 2 : Prêts aux particuliers

§ 3 : Financements et crédits, hiérarchie des taux d'intérêt

Chapitre 6 : MARCHES DE CAPITAUX ET TAUX D'INTERET (financement direct)

§ 1 : Le Marché monétaire (capitaux à court terme)

§ 2 : Le Marché financier, bourse (capitaux à long terme)

§ 3 : Le marché des changes (devises)

§ 4 : Marchés à terme et d'options

§ 5 : Les taux d'intérêt et de change

TD projetés

TD N° 1 : Monnaie & création des monnaie

TD N° 2 : Déséquilibres monétaires et bulles financières

TD N° 3 : Politique monétaire

TD N° 4 : Banques et taux d'intérêt

TD N° 5 ?

Chapitre I : MONNAIE, DEFINITION ET FORMES

§ 1 : 11 formes historiques. Sociétés primitives : marchandises à valeur d'usage (sel, troupeaux). Ex. Equateur : Sucre

12 Empires et royautes : pièces à valeur intrinsèque et fiduciaire (bronze, argent, or). Franc créé sous Jean le Bon en 1346, prisonnier des Anglais pour régler sa rançon (rex francorum).

13 19^e siècle : billets émis par les banques privées puis centrales. (origine : Chine 13^e, Suède 16^e, droit d'émission Law 18^e, assignats révolutionnaires).

A l'origine le volume de billets émis était lié à celui des pièces et ils étaient convertibles en pièces. Deux régimes de convertibilité ont existé : le bimétallisme (or et argent) puis le monométallisme or généralisé à partir de 1870. La Loi de Gresham : « La mauvaise monnaie chasse la bonne » ; ex : Russie (Rouble et dollarisation). Billets rattachés à l'or et convertibles en principe.

14 : Monde moderne : la controverse théorique sur la création monétaire (billets) de 1810 à 1840 entre Currency school avec D. Ricardo (monnaie exogène à l'économie réelle ; => contrôler l'offre monétaire) et Banking school avec S. Mill, (demande de monnaie endogène ; => laisser le volume de monnaie s'adapter). Le premier principe, adopté par la GB en 1844, renaîtra chez les Monétaristes dans les années 1980 et inspire toujours les politiques anti-inflationnistes. Le second a été choisi par la France jusqu'aux années 1980.

15 Dématérialisation de la monnaie : cours forcé des billets (guerres et crises : 1848, 1870, 1914, 1940), convertibilité restreinte aux lingots à la conférence de Gènes en 1922 : *Gold Bullion standard*. Puis à *Bretton-Woods* en 1944 : *Gold exchange standard* (principe des changes fixes ; choix de la référence entre or et \$; \$ seul convertible en or, autres monnaies par l'intermédiaire du \$; convertibilité des monnaies européennes restaurée en 1957). Suspension de la convertibilité/or en 1971 par les USA puis 1976 pour l'ensemble des monnaies (accords Smithsonian Institute). Le déficit commercial américain comme source de la monnaie internationale (J. Rueff).

Le pouvoir de *battre monnaie* fut exercé par les Empires (Rome, Chine), puis par les grands féodaux au Moyen âge, les Royautés, puis au XIX^e siècle par des banques privées, enfin au XX^e siècle par un système mixte composé de banques privées et d'une banque centrale (BC) publique. Le pouvoir de contrôler la création monétaire est un élément de la souveraineté nationale dans les démocraties modernes.

Le 19^e siècle restera celui de l'Etalon-or et de la stabilité monétaire, et de la £ comme monnaie internationale ; le 20^e siècle a été celui de l'instabilité monétaire et du \$ monnaie internationale ; le 21^e siècle verra-il la fin de

l'inflation ou son retour comme moyen de dévaloriser les droits excessifs à la retraite définis par la génération présente ?

§ 2 Monnaies actuelles et régimes monétaires. Deux monnaies représentent plus de 80% des opérations réelles ou financières dans le monde : \$ et euro. SMI bi-polaire.

21 Monnaies de réserve (COFER, Official foreign exchange reserves) détenues par les banques centrales 6875 Mds \$ (\$ 64% ; euro : 25%, yen : 4%, £ 3%), + 10% or. Surtout détenues en Asie (55% : Grande Chine, Chine + HK + Taïwan) ; USA + + RU + UE = 10%).

22 Monnaies de transaction, utilisées pour les échanges commerciaux (\$ 85-100% matières premières et énergie ; 50% autres transactions, euro 30%, yen 5%). Les monnaies utilisées pour les emprunts et émissions d'actions (45% \$, 30-40% euro, 15% yen)

23 Régimes de change. Convertibles ou non. Convertibles : Changes fixes et flottants.

Monnaies flottantes (Euro, \$, yen japonais, £ Livre sterling, Franc Suisse, Rand sud-africain, Peso argentin et Real brésilien depuis 2002, monnaies du SEA, Baht thaïlandais, Won coréen... depuis 1997, Rouble depuis 1998, Zloty depuis 1990...). Généralisation du flottement depuis milieu années 1990.

Liées par une parité fixe (*peg*) à une monnaie de référence (ancree) avec parité centrale et tunnel de variation (ancien SME 1979-99 ; 1Ff = 3,36 DM). Liées +/- au \$ ou à un panier de monnaies : SEA jusqu'en 1997, Peso Argentin. de 1991 à 2002 (1 peso=1\$), PECO. Restent en régime de taux de change fixe : le \$ de HongKong (ancree : \$), le forint hongrois (€) et le rom roumain (€). Et aussi les 14 pays de la Communauté financière d'Afrique (CFA).

Régime fixe glissant : la roupie indienne.

Régime de flottement administré par rapport à €: couronne tchèque.

Flottement administré par rapport à panier \$ et €: Russie, Maroc, Tunisie.

Le currency board (Argentine années 1990, \$ HK actuel : émission de monnaie nationale en fonction des réserves de change).

Le yuan ou renminbi chinois (Monnaie du peuple) a été lié au \$ par un peg (1\$ = 8,27 yuans ; bande de fluctuation : +/- 0,1%) de 1994 à 2005 ; il est aujourd'hui lié à un panier de monnaies (\$, euro, yen) avec une marge de fluctuation de +/- 3% et le taux de change ajustable après une appréciation sensible : \$ = 6,84 yuans septembre 2008 (+ 17%).

Un nouveau Bretton Woods ? De nombreux pays d'Asie ou d'Amérique Latine et tous ceux du Moyen Orient sont revenus volontairement et sans engagement à un régime fixe par rapport au \$ depuis les années 2000. Une réalité mouvante, car certaines s'apprécient récemment, Baht, Real..., mais

cet état de fait crée une quasi zone \$ et impose aux banques centrales de ces pays de soutenir leur monnaie et d'accumuler des réserves de change.

Exemples d'instabilité des taux de change : PECO années 1990, Sud-Est asiatique 1997, Afrique du Sud & Turquie 2001, Argentine et Brésil 2002.

24 Monnaies non convertibles : en général pays non démocratiques et non développés (Afrique...).

25 Nouvelles monnaies : DTS 1974, FMI, à vocation universelle type Bancor inspiré par Keynes ; ECU du SME de 1979 à 1999, panier de 12 monnaies ; Euro monnaie unique de la zone euro depuis 1999, 12 pays (UE – RU, DK, S) + Slovénie en 2007, Chypre et Malte en 2008. Les autres ne devraient pas l'envisager avant 2010. SME bis préparant cette entrée (Danemark et pays Baltes). Critères d'entrée : déficit budgétaire <3% PIB ; dette publique < 60% PIB ; inflation ne dépassant pas de + 1,5% la moyenne des trois pays ayant la plus faible dans la zone euro.

§ 3 : Définition de la monnaie.

La monnaie est à la fois un moyen de financement de l'économie et l'élément liquide du patrimoine des ménages. Ce patrimoine (avoirs ou actifs non dépensés et placés) se compose d'immobilier et d'éléments financiers qui eux-mêmes se décomposent comme suit depuis 1990 (tableau). Il a augmenté plus vite que le revenu des ménages, traduisant leur enrichissement (patrimoine financier x 3 depuis 1990 et revenus X 2) : La part liquide a diminué et la part placée à long terme augmenté considérablement.

Patrimoine des ménages (hors immobilier)

<u>Epargne liquide</u>	1990	2007
Liquidités (M1) --	15,5%	8%
Livrets --	19%	12,5%
Comptes à terme--	11,7	4,5
OPCVM monétaires	-	1,5
Total --	53%	27%
<u>Epargne à long terme</u>		
PEL,PEP...	8%	7,6%
Obligations OPCVM	16,8%	7,5%
Actions ++	8,6%	23,7%
Assurance vie ++	13,3%	34,5%
Total ++	47%	73%

31 Définition : Ensemble des actifs liquides convertibles en biens et services ou actifs financiers sans coûts (temps ou financier) et sans perte en capital, acceptés dans une zone géographique. Elément liquide du Patrimoine (immobilier, foncier, financier, monétaire). Actions, obligations, monnaie ? : non

32 Emission : par le système bancaire : inscrite à l'actif des agents non bancaires et au passif des banques et institutions financières. Ex : bilans.

33 Supports permettant à la monnaie de circuler (billets & pièces 7%, chèques 32%, cartes de crédit 5% des montants, ordres de prélèvement et virement...). Portefeuille informatique rechargeable : Monéo , réservé aux petits paiements, substitut des pièces ou billets (1 centime/30€). PayPal permettant d'effectuer des paiements par Internet. Aujourd'hui entre 80 et 90% des mouvements monétaires se font par traitement de données informatiques sur des réseaux bancaires.

Supports (2008)	% montants	% opérations
chèque	32%	22,5%
virement	40%	14,5%
Débits directs	23%	22%
Cartes	5%	41%

§ 4 : Fonctions de la monnaie. Selon qu'elle est utilisée par les agents économiques ou par les banques centrales, McKinnon lui attribue plusieurs fonctions. Fonctions privées : instrument de transactions et de composition des patrimoines, échelle des valeurs. Fonctions publiques : monnaie de réserve, ancre pour des devises étrangères, monnaie d'intervention des banques centrales.

41 Instrument des transactions marchandes et contrepartie des échanges. Fonction essentielle dans les économies modernes : permet la rupture du troc, un gain de temps, la spécialisation des tâches, donc accroît le productivité des facteurs de production. Contre-exemple le retour du troc : guerres, Russie années 1990.

42 Mesure des valeurs d'échange. Valeur monétaire chez les néoclassiques et valeur travail chez les classiques, D. Ricardo. Le marché dégage des prix relatifs, essentiels dans l'évolution de la fonction de production, le choix des entreprises & consommateurs. Travaux de Jean Fourastié. Exemples : le prix du gaz Russe dans les pays de l'Est ; le prix des voitures en France et en Russie depuis 1980.

43 Réserve de valeur dans le temps (J.M. Keynes), faussé par l'inflation. Les patrimoines se composent en partie de liquidités en fonction des rendements et risques relatifs et des projets de placements.

44 Instrument d'accumulation du capital. Karl Marx. La capacité d'investir est fonction de l'accès aux moyens de financement pour engager le processus de production.

45 La monnaie comme Lien social & bien public Joseph Schumpeter, Michel Aglietta : relations sociales et entre les générations, calcul économique, anticipations.

*Citations : L. Walras : **La monnaie est un voile (neutre). Le besoin de monnaie n'est pas autre chose que le besoin de marchandises qu'on achètera avec cette monnaie (bien privé).** J.M. Keynes : **La monnaie est le pont entre le présent et le futur.** Marx : **La monnaie est pouvoir.** Banque mondiale : **La différence entre les pays riches et les pays pauvres c'est l'efficacité avec laquelle ils utilisent leurs ressources. Et le système financier est à même d'accroître cette efficacité (bien public). L'interéchangeabilité universelle (Paul Valéry)..***

§ 5 : Demande de monnaie (encaisses monétaires).

51 Encaisses de transaction, fonction croissante du PIB.

52 De précaution (sécurité sociale, aléas, chômage).

53 De spéculation (tirer parti des opportunités de placement), fonction décroissante des taux d'intérêt. Influence des taux d'intérêt (coûts d'opportunité) et de la croissance sur leur volume : évoluent en sens inverse des taux et comme le PIB. => la demande de monnaie dépend de trois facteurs fondamentaux : activité économique, prix, taux d'intérêt.

§ 6 : Formes de la monnaie et agrégats dans l'Union économique et monétaire (UEM). 4 agrégats classés par ordre de liquidité décroissante, donc en principe de rendement croissant, ou selon le mode de détention des liquidités (individuel ou collectif).

MO (réserves + billets).

M1(billets et pièces, dépôts à vue) ; non ou peu rémunérés.

M2 (M1 + dépôts à terme et dépôts avec préavis -3 mois) ; rémunérés à des taux administrés (fixés par l'Etat).

M3 (M2 + pensions, titres de créance, titres d'OPCVM monétaires, instruments du marché monétaire (TCN : certificats de dépôt des banques, billets de trésorerie des entreprises et bons du Trésor) ; rémunérés au taux du marché monétaire. M3 est la Masse monétaire au sens habituel : exprime le pouvoir d'achat disponible dans la zone de la monnaie considérée. Graphique agrégats.

Les agrégats et indicateurs de la zone € mi-2008

M1	3 837 Mds€ +1,4%	Réserves 466	V1 = 2,6
M2	7 665 + 9,4%	Billets 688	V2 = 1,3
M3	9 022 + 9,5%	PIB* 10 000	V3 = 1,1

Dans la zone €, En principe M3 : + 4,5%/an (+ 2% croissance potentielle ; prix < 2% ; + ajustement pour la vitesse de circulation). En fait, plus rapide. Forte dérive de la croissance M3 par rapport à l'objectif de la BCE depuis 2000 (M3 > de 12% à ce qu'elle aurait été si l'objectif +4,5% avait été respecté). Mi-2008, croissance M1 : +1,4%, M3 : + 9,5% pour une croissance PIB* + 1,32% et des prix + 3,6%, soit au total + 5%. Forte croissance aussi des agrégats de crédit ces dernières années. Ces agrégats subissent un fort ralentissement depuis la crise financière de 2007 : + 4,5% pour les prêts à la consommation et le logement mi-2008.

La masse monétaire mondiale augmente ainsi à un rythme plus soutenu que l'activité .

? § 7 : Vitesse de circulation de la monnaie. $V = \text{PIB}/M$. V1, V2, V3. Exemple chiffré : $V3 = \text{PIB zone €} / M3 : 10\ 000 / 9022 = 1,1$. Baisse marquée de la vitesse à long terme. Années 1980 : 5 ; 3 entre 1990 & 2000 ; comprise entre 1 et 2 actuellement. Cette réduction de la vitesse traduit la forte liquidité de l'économie.

§ 8 : La courbe de demande de monnaie : $L_d = L_1(\text{PIB}) + L_2(\text{Tint})$; fonction croissante du revenu national et décroissante du taux d'intérêt ; schéma.

Chapitre 2 : LA CREATION DE MONNAIE

Créée par un système bancaire hiérarchisé, Banque centrale (BC) et IFM.
Trois sources de création de monnaie.

§ 1 : Par le crédit : multiplicateur des crédits et des dépôts. Bilan des agents concernés.

$k = 1 / (r+b-rb)$ (formule macroéconomique et microéconomique).

Interprétation en termes de multiplicateur et de diviseur de crédit et

application chiffrée pour la zone Euro. Deux conceptions de la monnaie

s'opposent alors. 1 La création de monnaie exogène par rapport à

l'économie réelle ; l'offre de monnaie est déterminante ; la banque centrale

contrôle la quantité de monnaie disponible dans l'économie à travers la

monnaie banque centrale et les réserves des banques. Cette conception

professée par D. Ricardo & la Currency school, est le fondement de la

Théorie quantitative de la monnaie d'Irving Fisher et des politiques

monétaristes inspirées par Milton Friedman. Ces écoles sont partisan d'un

fort activisme de la BC et de règles rigides. 2 La création de monnaie

endogène à l'économie ; créée à l'initiative des agents économiques ;

contrepartie des crédits accordés par les banques pour financer leur

consommation & leur investissement ; la demande de monnaie détermine la

volume de monnaie. Cette conception a dominé la Banking school, partisan

d'un moindre activisme. Les BC seraient dès lors moins actives.

§2 : Par le financement monétaire du déficit du budget de l'Etat : avances directes de la BC à l'Etat ou rachat de titres de créances de l'Etat,

(seigneuriage ou planche à billets). Dangers et exemples (Allemagne nazie :

financement de l'armement par la Reichsbank). Interdit dans l'UEM. La

politique de création monétaire du Japon en 2001-2 pour échapper à la

déflation ; financement du déficit budgétaire ; rachat de titres bancaires

privés. Le rachat de bonds (*treasury bonds*) américains par les BC asiatiques

finançant 70% du déficit américain.

Bilan des agents concernés.

§ 3 : Par entrées nettes de devises (solde des relations avec l'étranger) ; effet des exportations et importations et mouvements de capitaux. Exemples

historiques : Allemagne & Japon. Actuel : Chine, dont les réserves de

change augmentent par achats de \$ pour empêcher le yuan de s'apprécier

et respecter son taux de change fixe, et en contrepartie des entrées de

capitaux. D'où des tensions inflationnistes. Ces entrées peuvent être

stérilisées (les autres contreparties diminuant en conséquence). Types

d'entrées de capitaux : IDE, portefeuille, capitaux flottants à court terme.

Bilan des agents.

Exemple : la Chine en 2004. Entrées nettes (X-M) = 70 Mds \$, = 4% PIB ; IDE = 60 Mds \$; Investissements portefeuille = 20 ; Capitaux à court terme = 27. Total = 177 Mds \$. Accroissement réserves de change : = + 220 Mds \$ (total = 660) Accroissement spontané masse monétaire induit : 220Mds \$ x 8,28Yuan/\$ = 1 821Mds Yuans. Stérilisation 50% par accroissement des réserves obligatoires des banques et émission de titres à court terme auprès des banques. Ainsi M2 a augmenté de + 14% pour une croissance réelle de + 9,5%.

Dans le monde, la forte croissance monétaire s'explique par les politiques de change et monétaires depuis le début des années 2000. 1) Politique de bas taux d'intérêt durable de FED et BCE, qui ont stimulé la demande de crédits et financé l'immobilier, favorisant des bulles. La création monétaire émanant des excédents de BPC de la zone Asie, politique de monnaie faible, pour acheter des \$ qui financent le déficit PBC USA, repoussant son ajustement. La base monétaire mondiale a cru de 8 à 14% du PIB mondial entre 1997 et 2007.

§ 4 : Importance respective : contreparties de la monnaie (créances sur l'économie constituant l'essentiel, sur l'Etat, en déclin, et sur l'étranger, variable).

Contreparties M3	Mds €	%
Créances sur l'extérieur	376	2%
Créances sur les Etats	2 430	16%
Créances sur l'économie	12 558	82%
Total	15 365	100%

Chapitre 3 : LES DESEQUILIBRES MONETAIRES

Les déséquilibres monétaires furent fréquents et divers. Ils touchent les trois prix essentiels dans les économies développées : biens & services, actifs financiers, foncier & immobilier.

§ 1 : Définitions. 11 **Inflation** dans les sphères réelle et/ou financière et/ou immobilière : hausse permanente et généralisée des prix des biens, des revenus et des actifs financiers. Détérioré la valeur de la monnaie et des encaisses liquides. Exemples : l'entrée d'or en Europe au XVI^e siècle, qui provoqua une inflation, à partir de l'Espagne, chez tous ses partenaires commerciaux. L'inflation était nulle en moyenne à long terme, mais cyclique, sous le régime de l'Etalon or, 1870-1914. Pendant les 30 glorieuse, 1945-75, inflation rampante moyenne de 4-5% ; inflation due aux chocs pétroliers 1973 et 79. Elle avait presque disparu en 2006. Elle a augmenté avec l'accroissement des prix des matières premières. Actuellement partout comprise entre 2 et 10% excepté Venezuela, Zimbabwe, Russie, Argentine, Arabie saoudite, Pakistan et Égypte (tableau). Inflation surtout un phénomène de pays peu développé ; reste modeste dans les PECO.

12) **Inflation** et **prix relatifs**. A ne pas confondre. Une hausse limitée à certains prix n'est pas de l'inflation, mais une modification des prix relatifs. Exemple : 2008 . La hausse des prix de l'alimentation, des matières premières et de l'énergie traduit une rareté relative et nouvelle de ces biens due à la forte demande mondiale et au transfert de richesse qui en résulte des pays consommateurs vers les pays producteurs. Il ne s'agit pas d'inflation selon la définition classique tant que ces hausses de prix ne se diffusent pas.

Inflation	2008 (06)		2008		2008
USA	+5,6% (2)	Indonésie	+ 11,8%	Chine	+ 6,3%
Zone €	+ 3,6% (1,9)	Argentine	+ 9%	Inde	+ 8,3%
Japon	+2,3% (0,3)	Venezuela	+ 34%	Pologne	+ 4,8%
RU	+4,4% (2,7)	Russie	+ 15%	Turquie	+ 12%
		Arabie S.	+ 11%	Pakistan	+24%
		Afrique S.	+ 13%		

Ex : inflation du prix des biens & services en 2007 : France 2,6% contre 1,4% un an plus tôt, hors pétrole 1,8 et hors alimentation 1,4%. Par secteur : produits frais +3,4% ; tabac +6,6% ; produits pétroliers +17% ; loyers +3,4%.

13 **Hyper-inflation** (Critère de Philip Cagan : inflation forte et incontrôlée > 50%/mois. Peu d'exemples : Allemagne & Europe centrale 1923, Chine fin années 1940 ; Amérique latine années 1970-80 (Argentine : +20 à

266%/mois entre 1989-90), Russie, (Rouble années 1990) ; Zimbabwe 2006 (inflation de 1100% en 2006). Graphique : Amérique Sud & Russie.

Pays 1970-90	Inflation/an moyenne
Nicaragua	1168% hyperinflation
Bolivie	702% «
Argentine	530% «
Brésil	430% en partie
Turquie	40% non

14 **Désinflation** : résorption de l'inflation, années 1980 dans OCDE ; années 1990 dans PECO ; début années 2000 dans la majorité des PED. Amorcée par les USA et le RU en 1980. Paul Volker, président de la Fed, parlait de « Tuer le dragon Inflationniste ».

15 **Déflation** : baisse généralisée des prix, des actifs et des revenus + croissance négative ; rare ; 1873-79 ; RU années 1920 ; PI années 1930 ; Japon années 1990 ;

16) **Stagflation** : combinaison d'inflation et de récession (Angleterre fin des années 1970). Rare. Réapparaît depuis 2007 avec la combinaison du 3^o choc pétrolier, qui fait augmenter les prix, et de la crise financière de 2007, qui ralentit la croissance.

17) **Inflations de transition** dans les PECO après la chute du communisme (Zloty 1990-93). Elles ont permis de dévaloriser l'épargne accumulée et de faire disparaître les marchés noirs. Exemple. La thérapie de choc, stabilisation des prix et convertibilité du Zloty, en Pologne par Leszek Balcerowicz en 1980. Succès. Le zloty perdit la moitié de son pouvoir d'achat en 2 semaines, mais les marchandises réapparurent dans les magasins, les files d'attente cessèrent et les prix se stabilisèrent spontanément.

Graphiques sur les inflations historiques.

§ 2 : Effets des déséquilibres monétaires. 21 Effet sur la consommation. L'inflation **diminue le pouvoir d'achat** des salaires et des encaisses. Elle agit en fonction des anticipations. Une inflation forte pousse à précipiter les achats (par crainte de hausse des prix) ; une déflation pousse à les repousser (dans l'attente de la baisse des prix) ; dans les deux cas le déséquilibre monétaire accentue le déséquilibre macroéconomique réel. Pousse à préférer les investissements en actifs réels/financiers et à court terme/long terme. Ce qu'on appelle « Fuite devant la monnaie ». Effets marqués sur la demande d'immobilier, d'or et de devises étrangères jugées « valeurs refuge ». Enfin, une inflation forte et durable dévalorise la

monnaie nationale à long terme, diminuant le pouvoir d'achat des nationaux en biens étrangers (Russie années 1990).

22 L'hyper-inflation brouille la perception des prix relatifs.

23 Effet d'encaisses réelles (Pigou) : pousse à augmenter l'épargne pour compenser la perte de pouvoir d'achat des encaisses, diminuant ainsi la consommation (effet inverse du précédent).

24 Effets sur la répartition des revenus. L'inflation favorise les emprunteurs, dont les dettes diminuent en pouvoir d'achat, donc les jeunes et les titulaires de revenus variables (salariés, commerçants) ; au détriment des prêteurs, des vieux et des titulaires de revenus fixes (retraités, familles)

Ex : les 30 Glorieuses ; la Russie. La déflation elle profite aux prêteurs.

L'inflation rampante des 30 glorieuses a coïncidé avec une population jeune ; la désinflation avec son vieillissement ; ce changement d'attitude monétaire est-il lié à la structure démographique ? Importance des anticipations dans la propagation des déséquilibres monétaires.

Principaux bénéficiaires de l'inflation ? Surtout les ménages propriétaires du logement ou d'un patrimoine ? A priori non selon le tableau ci-dessous ; pour en juger, il faut tenir compte des remboursements d'emprunts en monnaie dévalorisée (*monnaie de singe*).

+%/an, inflation déduite	1970-81, inflation +8%/an	1995-05, inflation +2,4%/an
Portefeuilles boursiers	- 3,4%/an	+7,8%/an
Prix immobilier	+0,9%/an	+4,1%/an
Taux réels crédits immobiliers	1,8%	4,5%

Exemple : l'hyperinflation au Zimbabwe : 1100% 2007. Réduction de l'unité monétaire ; dévaluation de 60% de la monnaie/\$ US ; achats anticipés de fuite devant la monnaie et anticipation de chaos monétaire.

J.M. Keynes, 1919 : « Lénine avait certainement raison. Il n'est pas de moyen plus subtil de renverser les bases d'une société que de corrompre sa monnaie. Cela engage dans la destruction toutes les forces occultes de la loi économique et d'une telle façon qu'il n'est pas un homme sur un million qui soit capable de le diagnostiquer ».

25 : le Seignuriage (Edmond Phelps). L'Etat tire parti de l'inflation en tant qu'emprunteur ; il perçoit des impôts dont la valeur nominale augmente et rembourse sa dette en monnaie dévalorisée. L'inflation comme *impôt de guerre*. L'Etat des pays ayant une monnaie internationale bénéficient du seignuriage, ou valeur des billets circulant à l'étranger. Ex : USA, la moitié des \$ émis (Russie, pays arabes).

§ 3 : Causes de l'inflation et de la déflation.

31 Inflation par la création de monnaie excédentaire et financement monétaire du déficit public : fondée sur la Théorie quantitative de la monnaie. Milton Friedman : *L'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire ; les agents transforment tout excès de création monétaire en inflation*. Cause : les guerres, crises politiques et/ou l'hypertrophie du secteur public (Amérique Latine) ; la résorber exige toujours le reflux des liquidités. Corrélation entre M3/PIB et Inflation : 0,22 à trois mois ; 0,95 à 5 ans ; 1 à 10 ans. L'évolution de M3 délivre peu d'information sur l'inflation à court terme car elle est instable ; mais à long terme, l'inflation reste un phénomène monétaire. Inflations dans l'immobilier par excès de crédit.

Inflation courante dans les régimes dictatoriaux et populistes. Pays d'Amérique Latine vulnérables années 1970-80. Gros déficits budgétaires pour financer une administration pléthorique ou des programmes sociaux. Souvent suivies de stagnation économique. Courante aussi pour financer la guerre : part des dépenses d'armement dans le budget américain, au plus bas après la Chute du Mur de Berlin à 3%. Exemples de financement de la guerre par création monétaire ; dépense d'armement % dépense publique

- Allemagne Nazie : 1933, 11% ; 1938, 59%) ; sans inflation
- Guerre de Corée (années 1950) : 14% avec inflation
- Guerre du Vietnam (années 1960) : 9,5% avec inflation
- Guerre d'Irak (années 2000) : 4,2% tensions inflationnistes

Zone € début 2008. MM => + 12% ; laisse présager l'inflation à long terme? A ralenti depuis à + 4,5% avec la crise financière.

32 L'inflation keynésienne par excès de demande, lorsque la croissance est supérieurs à la croissance potentielle et l'offre inélastique. Inflation des 30 glorieuses ; inflations de transition dans les Pecos ; inflation dans l'immobilier en France.

33 L'inflation sociologique par la spirale prix salaires : 30 glorieuses, résolution monétaire d'un conflit sociologique. Peut être déclenchée par une inflation importée. Ex : les inflations des 30 glorieuses. Les indexations générales qui favorisaient ces inflations ont disparu ; mais subsistent les revenus administrés, SMIC, prestations familiales et retraites, indexés sur les prix.

34 Inflation importée ou par les coûts, due à un choc externe provoquant une hausse du prix des produits importés. Peut provenir a) d'une augmentation des prix des matières premières et de l'énergie b) d'une dévalorisation de la monnaie. Exemples : les guerres de Corée et du Vietnam ; les chocs pétroliers 1973/79 ; la hausse des prix de l'énergie et

matières premières et alimentation en 2007 qui a brutalement fait passer l'inflation dans la zone € de 2 à 3%. La plupart des dévaluations sont suivies d'une hausse des prix qui en annule plus ou moins les effets. Ex : Italie années 1970. Argentine 2002 par dévaluation Peso et Brésil après chute du real ; idem Turquie. La plus fréquente aujourd'hui. Tableau PED. c) L'effet de second tour lorsque la hausse mécanique des prix entraîne celle des salaires et se généralise (spirale prix salaires par exemple). C'est la grande crainte après le choc pétrolier de 2007-08. Pour l'instant, pas d'effet de second tour. Tout dépendra des anticipations. Exemple : revendications salariales fortes en Allemagne en 2008 pour compenser la hausse des prix ; indexation des salaires sur les prix en Italie et en Espagne, qui inquiètent la BCE.

35 Effets des chocs pétroliers. Doubles et contradictoires.

Double effet. a) Sur les prix. Hausse mécanique des prix internes des produits comportant de l'énergie & matières premières d'où perte de pouvoir d'achat. Déclenche l'effet de second tour si les ménages exigent une hausse de salaire pour compenser leur perte de pouvoir d'achat. b) Effet récessif, plutôt inverse ; transfert de pouvoir d'achat des pays consommateurs aux pays producteurs (en 1973 : 3,5% PIB ; en 2007-08 1 à 2% du PIB), donc diminution du pouvoir d'achat, donc de la demande. 2007-2008, sommes-nous face à un nouveau choc pétrolier ? Le prix du pétrole a été x 2 entre 2003-07 puis entre 2007-08. \$ faible compense en partie la hausse nominale ; prix réel du pétrole 100\$ le baril égal en termes réels (inflation déduite) = à son niveau de 1980. La composante énergétique du PIB a beaucoup diminué grâce aux économies d'énergie & à la croissance des services dans nos économies. Importations d'énergie passées de 5 à 2,5% du PIB. Effet inflationniste sera plus fort dans les PED, et par répercussion du coût de leurs importations avec fort % énergie et alimentation dans le PIB.

Différence entre les chocs de 1973-79, chocs d'offre exogène résultant de la décision de l'OPEP de réduire la production (quotas de production par pays) pour augmenter le prix du pétrole, donc la rente pétrolière, et celui de 2007-08, choc de demande endogène à une économie mondiale en forte croissance, résultant de la forte demande d'énergie aux USA et surtout en Asie. La dépendance des pays développés vis à vis de pays politiquement instables (Arabie Saoudite, Iran/Irak, Russie, Venezuela...) accroît le risque de chocs et de ruptures d'approvisionnement futurs et devrait maintenir les prix à un niveau élevé.

Choc exogène pour l'Europe où la croissance potentielle reste faible ?

On a appris à réagir à de tels chocs et les anticipations d'inflation ont disparu, rendant peu probable une spirale prix-salaires, surtout en Europe où PIB < ou = PIB potentiel.

Graphique prix nominal et réel pétrole.

Prix du pétrole/baril en \$ nominal :

1970	2\$	Avant chocs pétroliers	2001	10\$	Ralentissement
1973	13\$	1° choc pétrolier	2006	75\$	Forte croissance
1981	39\$	2° choc pétrolier	01-2008	100\$	= prix réel 1980
1986	28\$	Contre-choc pétrolier	03 2008	140\$	3° choc pétrolier ?
			09-2008	100\$	

Importations pétrole, %PIB

M pétrole %PIB	1973	1974	2005	2007
Etats-Unis	0,5%	1,5%	1,3%	2,1%
Europe	1,3%	3,3%	1,6%	2,5%

Inflation avant et après le choc pétrolier, USA

1973-74 : 8 à 12%

1979-80 : 9 à 15%

2004-06 : 3,5 à 4,3%

Zone €2007-08 : passée de 2 à 4% ; reste faible ; choc externe qui devrait s'amortir si le prix du pétrole se stabilise. Le ralentissement de la croissance a fait revenir le prix du baril de pétrole à 100\$ en septembre après un maximum de 140\$ en mars.

35 Création de nouvelles unités monétaires pour résorber l'inflation :

- Franc français \leq 100 anciens francs en 1958
- Real brésilien (nouvelle monnaie) années 1970 ?
- Lire turque \leq 1 000 000 anciennes liras en 2005
- Leu roumain \Rightarrow Ron \leq 10 000 anciens lei en 2005
- Bolivar vénézuélien \leq 1 000 anciens bolivars en 2008
- \$ Zimbabwe \leq 1 000 anciens \$ en 2008

Conclusion sur l'inflation dans la sphère réelle. Elle a disparu à peu près partout. Il ne subsiste presque pas de pays à inflation à deux chiffres. 3 raisons.

- 1 Fin des anticipations d'inflation due à la politique des banques centrales (désinflation des années 1980 ; cibles d'inflation).
- 2 Mondialisation & concurrence internationale qui poussent les salaires & les prix industriels à la baisse et obligent les entreprises à répercuter leurs progrès de productivité par la baisse des prix plutôt que par la hausse des salaires.
- 3 Pression des nouveaux travailleurs des Pays émergents (Chine...) et des importations qui émoussent la capacité de revendication des salariés

et la puissance des syndicats qui soutiennent leurs actions. Depuis 1985 la mondialisation a fait disparaître l'inflation dans le monde avec une rapidité surprenante. D'où 25 ans de surprenante stabilité des prix. Fin des spirales inflationnistes de ce fait. Enfin le chômage en Europe qui limite les revendications salariales.

Toutefois deux faits tempèrent cet optimisme.

1 Le prix des matières premières, de l'énergie et de l'alimentation va rester élevé ; ces dépenses pèsent plus sur les revenus disponibles des PED dont les salaires devraient augmenter pour compenser et à cause des progrès de productivité.

2 La pression déflationniste due la mondialisation et à la baisse des prix industriels venant de la concurrence exercée par la Chine et le Sud Est asiatique pourrait prendre fin dans un proche avenir. Mais elle subsiste à cause du décalage important de niveau de salaire entre les pays avancés et les autres.

§ 4 : L'inflation dans la sphère financière & immobilière. 41 définitions.

Hausse du cours des actions et du prix de l'immobilier non justifiée par leur valeur fondamentale. Cours déconnectés des fondamentaux. Valeur de principe : somme actualisée des dividendes ou loyers futurs anticipés. Pour les actions appréciation fondée sur le PER (rapport cours/bénéfice), pour les immeubles sur le rapport entre prix par m² et loyers et le revenu des ménages. Formules. Importance déterminante des anticipations.

Anticipations auto réalisatrices et mimétiques (J.M. Keynes ; le *Concours de beauté*) : l'acheteur se détermine en fonction de l'appréciation qu'il porte sur le comportement des autres acheteurs. Comportement moutonnier (ordres de vente automatiques ; gestion collective des fonds). Enfin financement des achats de titres/immeubles par endettement et achats spéculatifs (*Hedge funds*), M.Allais.

2 périodes. a) Période haussière : la hausse génère les anticipations de hausse et les achats, qui à leur tour génèrent la hausse des prix au-delà de toute justification économique. *La hausse provoque la hausse*. Une bulle se forme. En 1996, Alan Greenspan parlait d'*exubérance irrationnelle* sur la bourse américaine. Les boursiers parlent de *Bull market* (marché de taureaux) et les théoriciens de *Mania*. Quand la hausse apparaît exubérante par rapport aux valeurs fondamentales, le marché prend conscience du risque et les ventes commencent puis s'accélèrent lorsque les anticipations s'inversent. b) Période baissière ou éclatement de la bulle. Et alors, la baisse provoque les ventes, qui accélèrent la baisse, au-delà des valeurs fondamentales. *La baisse provoque la baisse*. Les boursiers parlent alors de *Bear market* (marché d'ours) et les théoriciens de *Panic*. Les crédits garantis par la valeur des actifs (actions ou immeubles) accentuent ce phénomène

(crédits hypothécaires renouvelables ou renégociés dont le montant peut augmenter avec la valeur des actifs aux USA en particulier).

Exemple : la crise des sub-prime américaine en 2007-08.

A. Greenspan : « La tendance humaine innée à passer de l'euphorie à la peur semble bien enracinée... » L'histoire abonde en vagues auto entretenues qui se reflètent dans le cycle des affaires.

Illustration : les bulles financières aux USA depuis 1900 R. Schiller : 1920-1929 ; 1987 ; 1995-2001 ; , les bulles immobilières récentes : au Japon 1993, depuis 2001 aux USA, RU et Espagne. Nombreuses bulles de ce type dans les économies émergentes par afflux de capitaux étrangers (SEA en 1997).

Graphiques.

42 Bulles sur les marchés financiers et immobiliers. Analysées par Irving Fisher¹ puis par P. Kindleberger², enfin par R. Shiller³. Les bulles se produisent toujours lors d'une combinaison de deux facteurs : a) une politique de bas taux d'intérêt qui favorise les achats d'actions et immobiliers financés par le crédit ; b) une rupture technologique majeure qui suscite de nombreuses créations d'entreprises et génère des anticipations non justifiées & déraisonnables de profits futurs. Ex : marché des tulipes en Hollande au XVII^e siècle (1634-37) ; les actions de la Compagnie des Indes au 18^e siècle ; les années 1920 (électricité, transports) ; années 1990 (TIC). La phase de gonflement de la bulle s'accompagne d'une croissance rapide du crédit non expliquée par celle du PIB. Aux USA, le dégonflement de la bulle financière en 2001 a déplacé la demande spéculative vers le marché immobilier et généré la bulle immobilière. Quand les cours deviennent irréalistes, l'inversion des anticipations déclenche la phase de dégonflement.

Les bulles éclatent soit dans un krach boursier ou immobilier (1929, 1987, 1993, ...) soit en se dégonflant lentement (2000, 2007-08) ; dans le premier cas elles provoquent une déflation : processus cumulatif de baisse des investissements & salaires, protectionnisme, chômage, baisse de la consommation... Ex : années 1930, les prix ont baissé de -20% aux USA, -30% en France ; la production industrielle de -45% aux USA, -30% en France ; les échanges internationaux de -30 à -70% selon les destinations ; le chômage a atteint 25% aux USA, 20% en France.

1929 : Jeudi noir

1987 : Lundi noir

Les bulles peuvent être fondées sur des anticipations rationnelles selon John Muth & Robert Lucas, c'est à dire sur les lois de probabilité des

¹ Booms & depressions, 1922, The debt deflation, 1933

² Manias, Panics and Crashes : A history of Financial Crisis, Basic books, 1978

³ Irrational Exuberance, 2000

phénomènes observés, ou irrationnelles, fondées sur des rumeurs sur les marchés.

La Fed, sous l'ère Greenspan (1987-2006) a engagé des relances systématiques par une baisse des taux d'intérêt au premier signe de récession, contribuant ainsi à nourrir des bulles inflationnistes successives. D'abord en 1996-2000 puis en 2001-2007. Elle reste hantée par le souvenir de la déflation des années 1930 et considère toujours le risque de déflation comme plus menaçant et moins maîtrisable que celui d'inflation. Les BC devraient-elles agir pour les prévenir ?

43 Les BC avancent trois arguments pour ne pas agir contre ces bulles au moment de leur formation : a) comment les identifier avec certitude ? b) se concentrer sur la stabilité monétaire dans le secteur des biens réels est la meilleure façon d'atteindre la stabilité économique ; c) l'arme des taux d'intérêts est trop brutale, en les augmentant on risque de casser la croissance. La FED & la BCE n'agissent donc pas *ex ante* pour les prévenir, mais *ex post* pour limiter les conséquences de leur éclatement en fournissant des liquidités aux marchés. Au contraire, les BC d'Angleterre & d'Australie ont augmenté leurs taux d'intérêt depuis 2005 pour lutter contre leur bulle immobilière. Alan Greenspan est accusé par certains économistes d'avoir encouragé la formation des bulles financière puis immobilière par sa politique de très bas taux d'intérêt au cours des années 1990 & 2000. Cette politique des grandes BC est asymétrique ; elle induit un effet de *Moral hazard* (pousse au risque) en ne pénalisant pas les spéculateurs pendant la période de constitution de la bulle, puis en les protégeant d'une partie du risque résultant de leur comportement pendant son dégonflement. Ils sont donc gagnants dans les deux cas. Les plus grosses bulles se sont formées en période d'inflation basse, de bas taux d'intérêt et de croissance rapide de la quantité de monnaie : fin années 1920 et fin années 1990 aux USA ; début années 1990 au Japon. C'est ce que craint la BCE et justifie sa prudence et ses hésitations à baisser ses taux d'intérêt.

44 Effet de richesse ou effet revenu de l'inflation financière ou immobilière (M. Friedman). Ces deux formes d'inflation exercent un double effet de richesse sur les ménages, les banques & entreprises : réduit leur taux d'épargne ; augmente leur capacité d'endettement. Ces deux effets sont favorables à la consommation et se manifestent puissamment aux États-Unis. Les bulles augmentent la valeur du patrimoine des ménages ; ils en consomment une partie ou obtiennent du crédit supplémentaire sur cette base. Incite à un excès d'endettement. Effet plus fort de l'inflation des actifs immobiliers, plus diffusés dans les ménages. Illustration : USA bulle financière (96-2000) puis immobilière (2003-), qui ont permis à la consommation d'augmenter plus vite que les revenus aux USA pendant

toute la période et d'aggraver le déficit de la BPC. Ces deux effets jouent en sens inverse lors de l'éclatement des bulles. Ex Japon puis Allemagne : éclatement des bulles immobilières milieu années 1990, effet dépressif sur la demande. La baisse des prix immobiliser dans ces deux pays décourage la consommation des ménages depuis 2000. Plus la propriété est diffusée, plus l'effet richesse est fort.

% ménages propriétaires : USA 70% ; France 55% ; Allemagne 42%.

% ménages détenteurs d'action & OPCVM actions en France : 18% en direct & 4,5%.

Eclatement de la bulle immobilière aux USA, ou dégonflement lent, à partir de l'été 2007 avec la crise des crédits immobiliers accordés aux ménages pauvres et devenus irrecouvrables par les banques (*subprime mortgages*). On craint un début de récession.

A l'effet de richesse il faut opposer l'effet d'éviction ou d'exclusion des ménages non propriétaires ou qui ne peuvent accéder à la propriété ou au logement : prix d'achat ou loyer devenus trop importants par rapport aux salaires. Les Français sont plus sensibles à l'effet d'éviction qu'à l'effet de revenu.

45 Effets de la déflation des bulles sur l'économie réelle (Vivendi et France Télécom, secteur TIC en 2002 ; immobilier aux USA en 2008). La déflation et les crises de liquidité; Krach 1987, Guerre Golf 1991, Attentats USA 2001, fin 2002.

La déflation par la dette;(*Irving Fischer ; Kindleberger*). La perte de valeur des actifs contraint les banques à restreindre leur offre de crédit (*credit crunch*) et les entreprises à limiter leur activité ou à débaucher du personnel. Les prix et l'emploi s'effondrent. La dette réelle augmente par la baisse des prix. Les ménages voient leur emploi, leur revenu diminuer et leur endettement augmenter alors que la valeur nominale de leur patrimoine baisse et que le pouvoir d'achat de leur dette augmente.

Accroissement de la dette en % du revenu par baisse du revenu et augmentation de la valeur réelle de la dette. Ils peuvent être contraints de vendre à perte leurs actions/logements. La dette augmente ainsi en % du revenu (par valorisation du pouvoir d'achat de la monnaie, baisse des prix au numérateur et baisse des revenus au dénominateur). La déflation de la bulle se répercute donc sur l'activité et les prix et peut provoquer une déflation dans le secteur réel (*debt deflation*).. Ex : années 1930, Japon années 1990. Les réactions des BC : après les attentats du 11 septembre FED+ BCE : ont injecté des liquidités pour éviter la déflation ; la FED a reparlé de risque de déflation pour la première fois depuis les années 1930. 2007 : la BCE puis la FED ont injecté massivement des liquidités à plusieurs reprises pendant plus de 6 mois sur les marchés monétaires des deux zones pour éviter la propagation de la crise des *subprimes*.

Les trappes à liquidité (Keynes) : quand l'inflation et les taux d'intérêt sont bas, la politique monétaire n'agit plus sur la demande de crédit ; la BC perd alors tout pouvoir de réaction. On entre dans la trappe à liquidité ; injecter des liquidités ne relance plus l'activité. Ceci explique que les BC craignent de maintenir longtemps leur taux d'intervention autour de 0, par crainte de perdre leur capacité de réaction. Aspect très important, qui justifie le désir de la BCE de remonter les taux un jour ou l'autre. ex : le Japon 1993-2003. Quand le taux directeur de la BoJ est 0, si l'inflation est -1, le taux réel est +1%.

§ 5 : Existe-t-il une inflation optimale ? Plus ou moins de 3% ? Inflation sous jacente (hors prix cycliques) et inflation constatée. Graphique. Dans tout pays l'inflation tolérée dépend de la sociologie (information, conflits sociaux), du régime politique (populiste ou autocratique), et des structures économiques (+/- industrie ou services)

Trop basse l'inflation peut dégénérer en déflation : A. Grennspar : « Une inflation aussi basse de 1% dans une société concurrentielle démocratique, comportant quelques traces de populisme –y a-t-il un pays qui en soit exempt ?- ne peut être durable ». Il faut une certaine souplesse pour tenir compte des différences de productivité entre les régions et les secteurs et des chocs. Au-delà de 5% les risques de généralisation sont manifestes.

L'optimum se situe donc entre les deux.

51 Surestimation de l'inflation par les indices de prix pour une raison technique : sous-estime le progrès technique. L'estimation de Boskin : +1% aux USA ; + 0,5% en Europe. Les ménages la sur-estiment aussi en Allemagne, France, Italie. Graphique.

52 Jugements fondés sur ce qui monte (loyers & charges, tabac, alimentation, énergie, services) plutôt que sur ce qui descend (produits industriels, transport) et pas sur la moyenne. Graphique. Effet inflationniste introduction de l'euro ? « Effet arrondi » partiel et passager (café au bistrot passé de 5 francs à 1 euro, soit 6,56 francs, soit + 30%).

Effets d'une inflation tendant vers 0 : certains secteurs (services) ou pays (Allemagne) risquent de se trouver en déflation. Les risques actuels d'inflation ou de déflation sont-ils crédibles ? Non. Niveaux actuels faibles partout. Tableau. Graphique : l'inflation dans la zone € depuis 1999.

Mais certains ménages ressentent ou les médias présentent la déformation de la consommation, au détriment des biens industriels, dont les prix baissent, au profit des services, dont les prix augmentent, comme de l'inflation. L'inflation ressentie varie aussi avec la structure de la consommation des ménages et donc les CPS ; les parisiens et les familles à un seul actif, pour qui le loyer est plus lourd, subissent plus d'inflation que les provinciaux et les ménages de cadres. Il ne faut pas confondre inflation et impact de l'évolution de la structure de dépense.

2001-2006

B&S dont les prix montent	B&S dont les prix baissent
Cigarettes +50%	Voiture - 1%
Plein auto + 40%	Téléphone -34% (1 minute)
Rôti viande + 20%	Ordinateur - 60%
Pain + 16%	Téléviseur - 86%

Conclusion : de la stabilité du XIX^e siècle à l'instabilité du XX^e siècle. La politique monétaire maîtrise bien l'inflation dans la sphère réelle ; mais échoue face à l'inflation dans les sphères financière et immobilière ; elle ne peut rien contre la déflation, plus à craindre de ce fait. Fin de l'inflation structurelle dans les pays OCDE depuis années 1980 et PED depuis fin années 1990 : mondialisation & concurrence internationale, progrès rapides de productivité, anticipations de stabilité des prix générées par les politiques des banques centrales.

Perspectives de retour de l'inflation par 2 voies. 1) Inflation importée par hausse des prix de l'énergie, des matières premières et de l'alimentation (forte demandes des PED très peuplés, spéculation) qui se diffuserait (effet de second tour). 2) Inflation par le financement monétaire de la guerre menée par les USA et de la dette sociale (retraites et santé) liée au vieillissement en Europe ?

Chapitre 4 : LES FONCTIONS DES BANQUES

Système hiérarchisé : BC (Banques centrales) & IFM (Institutions financières et monétaires).

§ 1 : Banques centrales.

11 Organismes publics d'intérêt général dont les objectifs sont définis par leurs textes fondateurs ou la pratique (Royaume Uni). Mettent en œuvre la politique monétaire ; gestion des réserves de change et interventions sur les marchés monétaires ; contrôle de la réglementation bancaire ; prêteur en dernier ressort vis à vis des banques de second rang. Rôle essentiel à long terme et en cas de crise de liquidité. Emission des billets (ou déléguée aux BC nationales en Europe). Objectifs généraux : stabilité monétaire et financière ; croissance et emploi. Négociation des traités monétaires et choix du régime de change sont du ressort du gouvernement ; dans l'Union européenne du Conseil européen (Ecofin, rassemblant les ministres des finances des pays de la zone euro).

Les grandes BC des pays développés (FED : 1913, BCE : 1999, BoJ (1882) , BE...) sont indépendantes ; celles des PED non : Chine, Russie, Inde qui restent sous contrôle du Gouvernement.

12 La structure de la FED: 12 *Federal Reserve Banks*, gérant les réserves des banques régionales ; un *Board of governors* (7 gouverneurs + les 12 Présidents des banques de réserve locales, pour 14 ans non renouvelable) fédéral qui décide et met en œuvre la politique monétaire ; un président (Alan Greenspan => Ben Bernanke) nommé par le Président des Etats-Unis (inamovible, 4 ans, renouvelable) . Un Comité de politique monétaire (FOMC) décidant à la majorité de la politique à engager. Pas d'objectif d'inflation (*inflation targeting*), mais marge de confort 1/3%. Annonce le résultat de ses délibérations ; rend compte 2 fois par an au Congrès ; publie ses délibérations après 5 ans.

La BoE, indépendante depuis 1998, dirigée par un Comité de Politique monétaire de 9 membres. Le ministre des finances définit l'objectif d'inflation à moyen terme (2% +/- 1%).

13 Le Système européen de banque centrale de la zone € (SEBC) est fédéral. Depuis l'Union économique et monétaire (UEM) de 1999 la Banque centrale européenne et la politique monétaire sont communes aux membres de la zone € : 15 pays de l'Union moins GB, Dk et Suède, plus Slovénie, Chypre et Malte. BCE : Francfort ; un Président, Jean Claude Trichet, et un vice-président, élu, inamovible 8 ans et non renouvelable ; structure fédérant les 15 BC nationales, avec Directoire (6 membres, met en œuvre la politique monétaire) et Conseil des gouverneurs (6 + 15 = 19 gouverneurs nationaux, définit cette politique) ; rôle des représentants (intérêts de la zone,

apatrides) ; fin de la zone mark instaurée par le SME ; les petits pays comptent plus de voix et l'Allemagne/Benelux, qui avaient dominé le SME, sont devenus minoritaires. Schéma du SEBC. Le système de paiement TARGET assure les paiements entre les systèmes nationaux. La BCE est totalement indépendante, aucune instance politique n'étant chargée de la contrôler. Les traités monétaires et éventuelles directions politiques prévues par les textes relèveraient eu Conseil Ecofin des ministres de la zone €

14 Les objectifs des banques centrales. Ceux de la FED sont l'emploi et la croissance, la stabilité des prix, et la modération des taux d'intérêt à long terme. Celui de la BCE lui est imposé par le traité de Maastricht : la stabilité des prix, et sous réserve de cet objectif principal, apporter son soutien aux politiques de l'Union (qui comprennent la croissance et l'emploi). Elle définit la stabilité des prix comme une inflation proche de, mais inférieure à, 2%, à moyen terme. L'inflation est toujours restée proche de ce niveau depuis 2000 puis l'a dépassé en 2008. La perspective de la voir régresser est liée à l'évolution des prix des matières premières et au cours du \$. La FED a donc explicitement un objectif d'emploi et de croissance, la BCE implicitement.

Les deux banques centrales n'ont pas d'objectif de change puisque le \$ et l'€ flottent. La définition de tels objectifs relève éventuellement du Secrétariat au Trésor aux Etats-Unis (Henry Paulson) et du conseil Ecofin (Jean Claude Juncker) en Europe.

15 Les principes de la politique monétaire

La création monétaire affecte 1) la valeur interne de la monnaie (pouvoir d'achat en biens nationaux), directement et souvent 2) sa valeur externe (pouvoir d'achat en biens étrangers) enfin 3) le financement de l'économie (accès au crédit, coût du crédit), donc indirectement l'économie réelle, l'offre et la demande globales.

La politique monétaire a un rôle contra-cyclique à court terme, réduisant les fluctuations conjoncturelles ; à long terme, elle peut éviter l'inflation en décourageant les anticipations et les comportements inflationnistes dans les secteurs financier et réel

16 Les 2 types de PM comportant 3 éléments combinés : action sur la quantité de monnaie (QM), action sur les taux d'intérêt et action éventuelle sur le taux de change.

Politique expansive ou accommodante : accroissement de la QM, baisse du taux d'intérêt, dépréciation de la monnaie (taux de change).

Politique anti-inflationniste ou restrictive : baisse de la croissance QM, hausse taux d'intérêt, appréciation de la monnaie. En principe, la PM est

expansive en phase basse du cycle (pour sortir de la récession) et restrictive en phase haute (pour prévenir l'inflation).

Délais d'action : 18 mois à 2 ans aux USA ; 1 à 1,5 année en Europe. Agit à court terme, sur le cycle, pas à long terme, ni sur le potentiel de croissance, ni sur l'emploi.

17 : les 2 règles d'action.

La règle d'or de Paul A. Samuelson relative aux taux d'intérêt longs donc à l'influence sur l'investissement. Le taux d'intérêt réel à long terme doit rester inférieur au taux de croissance du PIB. Elle est justifiée par la théorie et les modèles de croissance équilibrée. Le taux réel neutre à long terme est égal au potentiel de croissance de l'économie et les investisseurs doivent pouvoir se financer à un taux d'intérêt inférieur à leurs anticipations de rentabilité (en moyenne le PIB potentiel). Situation des trois zones. Ex : la politique anti-inflationniste brutale imposée par la FED en 1979 a fait augmenter les taux d'intérêt à 16 /18 %, donc bloqué la consommation et l'investissement, provoquant la récession de 1981.

09 2008	(1)Taux LT	(2)Inflation	Tx réel (1-2)	PIB potentiel	Règle ?
USA	3,7%	5,6%	- 1,9%	+3,5%	oui
Japon	1,46%	2,3%	-0,84	+1,5%	oui
Zone €	4,15%	3,8%	+ 0,35%	+1,5/2%	oui

La règle de John. Taylor , relative aux taux courts, donc au refinancement des banques et à la trésorerie des ménages et des entreprises. Pragmatique, cette règle est fondée sur l'expérience américaine des années 1980 et 1990. Elle stipule que le taux d'intérêt directeur de la BC, nominal ou réel à court terme, doit être fonction de l'écart d'inflation/norme et de l'écart de croissance/potentiel (*output gap*). Formule :

Taux d'intérêt réel = taux neutre + 0,5(+PIB – PIB potentiel) + 0,5 (P-Pcible). Application chiffrée.

§ 2 : Les Banques de second rang ou IFM. Les banques commerciales gèrent un large réseau d'agences, recueillant des dépôts du grand public, elles accordent des crédits aux particuliers et aux entreprises. Ex : BNP, Société générale, HSBC. Elles transforment et adaptent des dépôts nombreux, à court terme et stables, en crédits à plus long terme et plus risqués ; c'est le métier de base des banques de dépôt. Les banques d'affaires soutiennent la création et la croissance des entreprises par leurs services, leurs crédits et en prenant des participations dans leur capital ; elles gèrent des portefeuilles de titres de particuliers et d'entreprises. 21 Activités commerciales (gestion des moyens de paiement, intermédiation, transformation de terme. Prise de risque vis à vis de la clientèle. Les

banques offrent aux déposants une grande sécurité et supportent le risque de non remboursement des crédits qu'elles distribuent.

22 Activités d'affaires (*Corporate finance*) ; services aux entreprises, interventions sur les marchés ; prises de participation, privatisations, prises de contrôle (*Mergers & Acquisitions, M&A, OPA/OPE* (ex Mittal Steel sur Arcelor), introductions en bourse ; ...gestion d'actifs financiers (*asset management*)). Intégration en **banques universelles**. **23 Activités spécialisées** (logement, crédit à la consommation, exportation ; ex : BFCE (commerce extérieur) ; Dexia (collectivités locales).

§ 3 : Bilans des banques.

31 Ressources (courantes et stables) au passif ; rémunérées par des taux d'intérêt créditeurs.

32 Emplois à l'actif ; rémunérés par des taux d'intérêt débiteurs.

33 Marge bancaire = marge de taux (débiteurs moins créditeurs), + rémunération des services, + dividendes et plus/moins values – coûts de structure et d'intervention sur les marchés. Schéma des marges de taux. Graphique marges.

Marge d'intermédiation

USA	3,4%
Esp/Ital	2,5%
RU	2,3%
All/France	1%

34 Différences de structure de bilan entre les pays.

En % Actif/passif, 2003 OCDE	Etats-Unis	R. -Uni	France	Allemagne	Japon
Actif					
. interbancaire	.18,1	. 24,8	. 41	. 27,4	. 17,3
. <u>Prêts</u>	. <u>60,4</u>	. <u>56</u>	. <u>30</u>	. <u>48,7</u>	. <u>56,6</u>
. actions & obligations	. 21,5	. 19	. 28,7	. 24	. 26,2
Passif					
. interbancaire	. 27,3	. 31,1	. 48	. 43	. 17,6
. Obligations	. 1,7	. 17	. 17,6	. 13,3	. 3,1
. <u>Dépôts clientèle</u>	. <u>62,4</u>	. 47,3	. <u>31,3</u>	. 40	. <u>75,5</u>
. Capital & réserves	. 8,6	. 4,6	. 3	. 4	. 4

Au passif (ressources), on voit que partout le capital et les réserves apportent <5% des ressources, sauf aux USA qui y ajoutent des certificats de dépôt (autres) importants => plus grande solidité financière. Au Japon et aux USA les dépôts clientèle sont une ressource dominante ; moins en Europe. Les obligations émises sont une ressource en Europe ; négligeables aux USA & Japon. En France & Allemagne, les dépôts réciproques inter banques sont très importants.

A l'actif (emplois), prêts et dépôts tendent à s'équilibrer (USA, France). Les banques américaines font peu de dépôts interbancaires et détiennent peu d'actions (spécialisation). Le crédit y est plus important, surtout qu'en France et Allemagne où cette part a beaucoup diminué ; l'Amérique finance sa consommation à crédit et investit beaucoup. En France, le crédit paraît très faible.

35 Titrisation. Elle consiste à regrouper des titres représentatifs de crédits (actif) pour les vendre à des banques d'affaires ou des Hedge funds qui à leur tour émettent des obligations en contrepartie qu'elles placent auprès de fonds de créances (FCC : fonds communs de créances ; formes d'OPCVM). La titrisation permet de transformer des crédits clientèle (petits montants, risques individuels d'agents économiques) en obligations (gros montants, risque lié à la solidité de l'établissement financier émetteur, noté par les agences de notation ; risque moindre donc, sauf en cas de crise financière généralisée ; alors, risque de système). La banque reçoit des liquidités, donc recouvre sa capacité d'accorder de nouveaux crédits. Elle transfère le risque de non remboursement des crédits cédés à l'acheteur. Ces opérations réalisées à grande échelle sur des crédits hypothécaires (au logement, garantis par une hypothèque sur le logement acheté) ont généré la crise des *Subprime* aux Etats-Unis en 2007. Elle s'est généralisée car le risque a été cédé à un grand nombre de banques européennes et asiatiques.

§ 4 : Gestion des banques.

41 Les risques bancaires : liquidité, solvabilité, de taux, de système. Enfin parfois de change. Exemples.

Les S&L (Saving & Loans institutions) américaines en 1980 puis 1994. Recevaient des dépôts d'épargne populaire à court terme sur comptes sur livrets rémunérés à 3% ; prêtaient crédits hypothécaires à long terme à 6% ; marge 3% rémunératrice => risque de taux. L'inflation a fait augmenter le taux servi sur les dépôts au-delà de celui de leurs prêts ; à la fin des années 1980 la majorité était en faillite. Les opérations de portage (*carry trade*) : emprunts à CT & Bas Taux (Japon, proche 0%), prêts à + LT ou à l'étranger & intérêt plus élevé (Australie ou Nouvelle Zélande, 4-5%). emprunts Japon/Europe => prêts USA plus rémunérateur. Risque de change si la monnaie de placement se dévalorise.

42 : Les ratios prudentiels (ratio de fonds propres et ressources stables, coefficient de liquidité, ratio Cooke –ressources stables supérieurs ou égales à 8% des emplois pondérés par les risques-). Les nouvelles règles de prudence : ratio Cooke mis en place à Bâle en 1988 ; sera modifié en 2008 (Bâle 2) pour mieux adapter l'évaluation des risques à chaque banque. Le ration actuel des grandes banques françaises atteint 8,2%.

43 Les indicateurs de performance : produit net bancaire, excédent brut d'exploitation, rentabilité des fonds propres, coefficient d'exploitation. Situation française et autres pays.

44 La crise des Subprime. On appelle crédit *subprime* (à taux d'intérêt plus bas que les taux normaux du marché compte tenu du risque) des prêts au logement accordés à des ménages pauvres et garantis par une hypothèque sur un logement censé s'apprécier. En période de bulle immobilière ces crédits ont permis à une clientèle pauvre d'accéder en grand nombre au logement et provoqué un effet de revenu favorable à la croissance. Mais quand le marché immobilier s'est retourné la valeur des maisons est devenue inférieure au montant des emprunts rendant une partie de la clientèle insolvable. Les banques se sont dans un premier temps trouvées à court de liquidités puis dans un deuxième temps certaines insolvables. Les ventes de logements et de titres ont fait baisser leur valeur et éclater la bulle.

Les BC leur ont accordé des liquidités en masse dès 2007 (BCE, puis FED, puis BoE). Puis elles ont aidé à monter des opérations de rachat de banques ne respectant plus les ratios prudentiels : Bear Stearns rachetée par J.P. Morgan Chase. D'autres ont été rachetées en partie par des fonds souverains étrangers telle Citibank. Les Etats eux mêmes sont intervenus, fait exceptionnel dans le capitalisme anglo-saxon : Northern Rock a été nationalisée au RU, Fannie Mae & Freddie Mac aux Etats-Unis en 2008. L'intervention des BC et des Etats se justifie par le risque de système et la crainte d'un effet domino en cas de faillite dans des systèmes bancaires concentrés et interdépendants.

§ 5 : Les grands systèmes bancaires. Importance de l'histoire & spécificités nationales.

51 USA. 2 Lois fondatrices des années 1930 complétant les Lois anti-trust ; Glass-Steagall Act, 1933, (spécialisation banque commerciale ou d'investissement) ; Mac Faddern Act, 1927, (régionalisation). Régulateur assureur des dépôts) : FDIC (*Federal deposit insurance corporation, 1824*) Fin des contraintes et *deregulation* (1999); concentration et internationalisation ; régulation Loi Sarbanes-Oxley (2001) ; Naissance de banques de dimension mondiale (Citigroup, Bank of America, Chase).

L'Amérique comptait cinq banques d'affaires dominantes dans le monde jusqu'en 2008 : Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch Bear Stearn et Lehman Brothers ; d'autres + plus modestes : Rothchild... *Hedge funds* (Fonds spéculatifs ; opérant sur des crédits ou obligations à fort rendement mais à risque).

Lehman Brothers en 2008. Puissance des Fonds de pensions (retraites) et d'investissement sur les marchés.

Prise de contrôle et concentration de banques pendant les crises financières : Bear Stearn par JP Morgan Chase ; Merrill Lynch par Bank of America en 2008 ; Lehman Brothers en partie racheté par Barclays. Fréquentes faillites bancaires (*run*) et d'établissements spécialisés : S & L (caisses d'épargne) années 1980 & 1990, LTCM (Long term capital management, *hedge fund*, en 1998, souvent recapitalisées avec l'aide de la FED et de l'Etat fédéral au nom du risque de système. Pour les S & L, création d'une structure de défaillance, Resolution trust corporation, qui a porté puis revendu les actifs dépréciés. Une procédure comparable a été utilisée par la Suède au début des années 1990. Crises récurrentes.

Exemple : la dernière en date est la crise des crédits *subprime* en 2007. Les deux « rehausseurs de crédit » garantissant les crédits hypothécaires Fannie Mae (créée à l'époque du New Deal par Roosevelt pour aider les ménages à se loger, privatisée années 1960) et Freddie Mac, sociétés privées cotés en bourse mais bénéficiant d'une garantie de l'Etat américain pour les obligations qu'elles émettent, et refinançant la moitié des crédits hypothécaires USA (1/3 PIB), ne peuvent faire face à leurs engagements, leurs réserves étant devenues insuffisantes. Le Trésor américain a choisi, fin 2008, de les nationaliser partiellement en entrant dans leur capital au fur et à mesure de leurs besoins jusqu'à leur redressement. Ici aussi événement exceptionnel dans le capitalisme américain. La Fed a organisé la reprise de Bear Stearns (mars 2008) ; le gouvernement a refusé d'intervenir pour Lehman Brothers (septembre 2008). Mais FED et Trésor ont *in fine* décidé de faire racheter par le Trésor, donc le contribuable) l'ensemble des prêts immobiliers douteux, dans l'espoir de stabiliser les marchés puis de les revendre ultérieurement dans de meilleures conditions.

Tous ces mécanismes et interventions publiques créent un *Moral hazard*, ou incitation au risque, puisque les profits tirés de opérations risquées sont conservés par la Banque alors qu'en cas de faillite les coûts seront supportés par le contribuable.

52 Allemagne. Banques universelles (*Hausbanks*) spécialisées dans les grandes entreprises dont elles sont aussi actionnaires : Deutsche Bank, Dresdner bank/Commerzbank. Faible rentabilité. Importance des caisses d'épargne publiques, décentralisées et spécialisées dans les PME. Difficultés

d'adaptation aux réalités anglo-saxonnes et européennes. Faible concentration. Pertes de marché des *Hausbank* au profit des *Hedge funds* et Fonds d'investissement.

Le système bancaire allemand (% crédits)

Banques publiques . régionales (<i>Landesbanken</i>) . Caisses épargne (<i>Sparkassen</i>)	37%
Banques privées (3 <i>Hausbank</i>)	25%
Mutuelles	13%
Ets Crédit hypothécaire	20%
Banques spécialisées	4%

Le système bancaire français en 2005 (parts de marché, % dépôts)

Banques capitalistes privées	Mutualistes ou publiques
BNP 7%	CA.LCL 20,3% ?
SG 7%	C.Epargne 12,3%
CIC 3,4%	Cr. Mutuel 5,7%
<u>Total</u> 17,4%	B. populaires 5,3%
	<u>Total</u> 43,6%
	B.Postale 9,2% ?
Autres 30% ?	<u>Total</u> 51,8%

53 Japon : Banques de grande dimension ; forte concentration. Régime triangulaire de participations croisées entre trusts industriels (hérités de la période historique), banques et assurances, maisons de commerce. Schéma triangulaire. Protectionnisme & créances douteuses. Peu implantées à l'étranger et peu ouvertes aux implantations étrangères.

54 France. Banques privées jusqu'à la 2^e guerre mondiale ; BF nationalisée en 1936. Importance des nationalisations de 1945 et 1981 (80% de l'activité bancaire nationalisée) ; circuits sectoriels privilégiés (Crédit Agricole; Crédit national ; Crédit foncier) distribuant les crédits bonifiés pour la reconstruction et privilégiant les entreprises d'Etat ; privatisations en 1996. Importance des grandes banques et du secteur mutualiste : Crédit agricole, LCL et Calyon, PNP-Paribas, Société générale, Caisse d'épargne, Crédit mutuel. Rôle de la CDC & Natixis. Réglementation (Ni-Ni, ni rémunération des dépôts, ni facturation des services) et fin de l'exception française (concurrence et autorisation de rémunérer les dépôts) en 2005 ; reste marginal dans la pratique. Emergence de La Banque postale en 2006.

Distorsions de concurrence : Livrets A (intérêts non soumis à l'impôt) réservés à La Poste & Caisses épargne jusqu'en 2009.

55 Chine : 4 grandes banques publiques de secteur : Big four : Industrial & Commercial Bk of China, ICBC, Bank of China, BoC, China Construction Bk, CCB, Agricultural Bk, AB, puis Bk of communication, BoCom, + nombreuses banques décentralisées, City Banks. Système public sous-capitalisé, soutenant les entreprises d'Etat sur instruction du gouvernement, plombé par les crédits irrécouvrables. S'ouvre à l'international (prises de participations de HSBC, Royal Bk o Scotland, UBS...) ; création d'un régulateur : China Banking regulatory commission, CBRC ; respect progressif des normes internationales imposé par OMC à partir de 2006. Les difficultés des banques asiatiques : faible rentabilité, explosion du crédit, corruption dans certains cas, difficile confrontation avec les normes internationales.

Graphique : les grandes banques mondiales

Banques commerciales ou universelles	Banques d'affaires	Fonds d'investissement
Citigroup (USA) HSBC (RU) Bank of America (USA) J.P. Morgan Chase (USA) Crédit Agricole groupe (F) Royal Bank of Scotland (RU) Mitsubishi Tokyo financial group (J) Mizuho financial group (J) Santander central Hispano (E) BNP Paribas (F)	Goldman Sachs Morgan Stanley JP Morgan Merril Lynch Lehman Brothers? Lazard Rothschild UBS CH BNP Paribas F	Blackstone USA KKR Kohlberg, Karvis, Roberts Carlyle USA Starwood Capital (Taitinger) F Butler Capital USA/F Eurazéo F

Le secteur bancaire est beaucoup moins concentré aux USA où les 10 premières représentent 50% des actifs, contre 87% en France et 93% au RU.

§ 6 : Les conséquences de l'intégration européenne.

61 Principes du Marché unique : libre circulation des hommes, des capitaux, des biens et services & concurrence. Pour les banques : libre circulation des capitaux et fourniture de services ; unité d'établissement ; concurrence et transparence.

62 Les 4 dynamiques d'intégration.

Constitution de banques de dimension européenne ou mondiale (Deutsche bank/Bankers Trust (Allemagne/USA) ; UBS/SBS (Suisse), HSBC/CCF (Royaume-Uni/France, 2000), Compagnie de Banque/Fortis (Belgique/Europe, 1998), BSCH/Abbey National (Espagne/Grande Bretagne, 2004) ; Unicredito/HVB (Italie/Allemagne, 2005) et

Unicredito/Capitalia (Italie, 2007), Chase Manhattan/Robert Flemming (USA/RU, 2004) ; Sanpaolo/Banca Intesa (Italie, 2006). ABN/Amro & Royal bank of Scotland + Santander+ Fortis (France/RU/Espagne).

Rapprochements pour créer des banques universelles et pour l'*exploitation de synergies* (Crédit Agricole/Indosuez/Crédit Lyonnais : Calyon, 2004 ; BNP/Paribas, Banques populaires/Caisses d'épargne & Natixis (BFCE ?, Crédit foncier, Natexis, Ixix).

Bancassurance : banque + assurance (logique : mettre en commun le réseau sous-exploité de la banque et les capitaux abondants de l'assureur) :

(Groupama/Société Générale ; ING/AETNA) ;

Allianz/Dresdner/Commerzbank ; Crédit agricole/Prédica ; AGF.BK) ; grandes ambitions sans suite ?

Enfin *banques + Internet* (Cortal). Importance, performance, problèmes de développement du secteur mutualiste en France.

Ces fonctions (banques, assurances, finance) représentent 3% de l'emploi, versent 5% des salaires et génèrent 7% de la valeur ajoutée en Europe.

§ 7 : Demande et Offre de monnaie. $L_d = L_1(Y/P) + L_2(Tr)$, fonction croissante du revenu national et décroissante du taux d'intérêt. $L_o = MM$, contrôlée par la BC. Formules intégrées dans les modèles macro-économiques IS/LM. La trappe à liquidité. Schéma.

Chapitre 5 : LES CREDITS

(rappel : financement intermédié, schéma). Ils sont accordés par les IFM qui se financent soit en collectant des dépôts d'un large réseau public, soit par dépôt d'une autre banque, soit sur le marché financier en émettant des obligations ou actions. Besoins de financement à court et long terme des entreprises & ménages.

Attention à la terminologie : un particulier fait un « emprunt », pas un « crédit » ; il bénéficie d'un « prêt » ; Il est débiteur ; le banquier est créancier ; le client paie des intérêts (agios) en fonction de la durée du crédit, de sa forme et des risques de non remboursement qu'il présente.

§ 1 : Crédits aux entreprises.

11 A court terme, crédit de trésorerie ou par découvert pour financer la trésorerie (décalages entre dépenses et recettes) ; crédits commerciaux pour financer les délais de paiement (CMCC : crédit de mobilisation des créances commerciales) ; affacturage : financement et gestion du compte client (*factoring*, FactoFrance).

12 A moyen terme : crédit bail (*leasing*) pour financer les équipements (camions, informatique, outils de production) :

13 A l'exportation : crédit documentaire accordé au fournisseur national ; crédit acheteur accordé au client étranger. Risques spécifiques : non paiement (10% des entreprises non payées à 1 an en Chine) et juridiction étrangère en cas de litige. Assurances crédits (Euler-Hermes, Coface). Coface assure pour le compte de l'Etat les grands contrats, dans les pays risqués, risque supporté par le budget de l'Etat, et à titre privé les entreprises exportatrices.

14 : Crédit global d'exploitation (CGE) .

15 Création d'entreprise : capital risque (prise de participation + crédit + accompagnement) et micro-crédit (crédit inférieur à 5000 €), Très petites entreprises & secteur informel ; initié par Muhammad Yunus, prix Nobel de la Paix, au Pakistan, et très utilisé en Asie ; Adie, France Initiative Réseau ; destiné aux personnes n'ayant pas accès au réseau bancaire classique, souvent femmes.

Les délais de paiement aux entreprises, longs en France/étranger (en général un mois), pénalisent les fournisseurs, surtout les PME.

Délais paiement	consommateurs	Entr. privées	Secteur public
normaux	28 jours	52	50
réels	38	66	69
retard	10	14	18

Source : CAE, rapport Betbeze

§ 2 : Prêts aux particuliers.

11 A court terme : prêts personnels (fondés sur le revenu) ; accordés par le banquier habituel, non affectés ; crédits renouvelables (*revolving*) ; crédits à la consommation, affectés, accordés par des établissements spécialisés en général filiales de grandes banques et qui s'internationalisent (Cetelem, Sofinco, Sofinoga -1° & 3° filiales de BNP-Paribas, 2° filiale de Crédit Agricole-), pour financer les achats de biens durables (automobile, électroménager, informatique) ; on parle de ventes à tempérament.

Les avances par découvert (cher).

Exemple : mars 2008, prêts personnel ou patrimonial : euribor + 2%, soit 6,7% ; découvert : 18% (décompte journalier) ; TEG : 20% à la Société Générale.

12 A long terme : prêts au logement (CEL, PEL, prêts personnels) ; leur durée tend à croître. Le crédit immobilier est un produit d'appel et de fidélisation du client pour la banque. Il est garanti par une Caution, une assurance ou une hypothèque. L'annuité (mensualité) s'évalue en fonction d'un loyer ; la part de remboursement, faible au début, augmente avec le temps ; au contraire, la charge d'intérêt, forte au début, diminue avec le temps. La durée maximale des prêts a été allongée de 30 à 50 ans en 2006.

Avantage : réduit l'annuité ou la mensualité, la rapproche d'un loyer.

Inconvénient : augmente la charge d'intérêt et le risque. Tableau exemple.

Prêt 100 000 €, durée	Taux intérêt + avec durée	Mensualité - avec durée	Charge intérêts totale ++ avec durée
15 ans	3,85%	762 €	37 240 €
30 ans	4,40%	564 €	93 250 €
50 ans	5,10%	504 €	202 625 €

13 Les prêts hypothécaires (*mortgage loans*), fondés sur le patrimoine (garantie immobilière; marché hypothécaire). A partir de 2006, prêts voyageurs hypothécaires, remboursables sur la succession et destinés à augmenter le revenu courant; crédit hypothécaire rechargeable : avances liées aux valeurs immobilières, droit à l'emprunt reconductible après remboursement même partiel. Effets de richesse attendus : augmenteront le pouvoir d'achat ; tradition et expérience anglo-saxonnes. Risques spécifiques de cet endettement : pour les pauvres, devoir vendre le logement principal, et pour les héritiers, voir s'envoler une partie de la succession.

14 Le montant des intérêts : selon la durée et le taux. Prêts à taux fixes (si < 30 ans) ou taux variables (obligatoire si > 30 ans).

Crédits, France, mars 2008	Total	% total	% par catégorie
<u>Administrat.</u>	165	9%	
<u>Entreprises</u>	722	37%	
Invest.			40%
Trésorerie			28%
Autres			32%
<u>Ménages</u>	900	46%	
Logement			73%
Trésorerie			16%
Autres			9%
<u>IMF + Ass.</u>	155	7%	
Total	1940 Mds €	100%	

§ 3 : Financement et crédits, hiérarchie des taux d'intérêt. Schéma. Part respective des différentes formes de crédit. Taux d'usure ; taux effectif global (TEG) plafonné. Niveau actuel des taux d'intérêt.

Les Français sont peu endettés : encours crédit à la consommation : 2150 € en France, 2800 € en Allemagne, 4300 au RU en 2004. L'encours des prêts à la consommation en % du revenu est stable autour de 18% depuis 2000 alors que celui des prêts au logement a augmenté de 30 à 45% pour les ménages emprunteurs.

§ 4 : L'endettement intérieur total (EIT). Cet agrégat recense tous les financements obtenus par endettement, donc externes, (par opposition à l'autofinancement, donc interne) :

- crédits des banques
- financement à CT & LT sur les MM & MF
- « obtenus à l'étranger.

France, 2007/%		Dont
Crédits France	50%	Ménages 50% Entreprises 40% Etat & Adm. 10%
Crédits étranger	10%	
Marchés	40%	Entreprises 23% Etat & Adm. 77%

Chapitre 6 : MARCHES DE CAPITAUX ET TAUX D'INTERET.

Capacités et besoins de financement. Agents excédentaires +, prêteurs, et déficitaires -, emprunteurs, en liquidités et épargne. Offre et demande de capitaux à court terme (liquidités) et à long terme (épargne) se confrontent soit sur les marchés (Financement direct) soit par l'intermédiaire des banques (Financement *intermédié*). Les taux d'intérêt à court et à long terme traduisent le coût des moyens de financement et contribuent à équilibrer offre et demande de capitaux sur les marchés.

Le **capitalisme américain** fait plus appel au marché, le **capitalisme européen** plus au crédit bancaire. Les crédits représentent seulement 50% du PIB aux USA, contre 100% au Japon et 110% dans la zone euro. Les Pecos font encore largement appel à l'intermédiation bancaire.

Revoir le tableau sur le patrimoine des ménages, sa décomposition et son évolution (Chap. 2). La part du patrimoine placée à long terme sur les marchés obligations et actions a beaucoup augmenté.

La mondialisation des d'abord et surtout financière. Elle se matérialise par les prêts internationaux liés au commerce international, la diversification des portefeuilles des banques et des entreprises, des particuliers, des fonds de pensions (retraite), les fusions/acquisitions d'entreprises, enfin l'UEM européenne. Ces facteurs ont provoqué et l'internationalisation et le développement accéléré des marchés de capitaux depuis 1990.

Financement entreprises	USA	UE	PED
banques	1/3	2/3	9/10°
marchés	2/3	1/3	1/10°

Les marchés : mondiaux, 24h/24, information parfaite, accessibilité, réseaux de salles de marchés. Dominés par les techniques, les pratiques et les règles comptables anglo-saxonnes. De plus en plus non localisés : réseaux mondiaux de salles de marché informatiques des grandes banques ou des intermédiaires. Exception : Wall Street.

Intermédiation ou primauté des marchés ? L'intermédiation bancaire a diminué de 62% des financements à 46% de 1994 à 2005.

Qualités des marchés ? Plus efficaces (centralisent instantanément tout l'information disponible et la traduisent dans les cours et les taux d'intérêt) et plus liquides, mais plus volatils, moutonniers : risques de bulles spéculatives et krachs accrus. Intermédiation : plus stable, mais risques de réseau, préférences politiques, sélectivité (grandes entreprises ou publiques). L'emprunteur s'appelle *l'émetteur* (du titre émis en reconnaissance de l'emprunt), le prêteur, ou l'acheteur, *le porteur* du titre émis. S'y échangent des liquidités ou de l'épargne contre des titres de

créance. Les marchés offrent des titres standard et permettent aux prêteurs de retrouver leur liquidité.

§ 1 : Le Marché monétaire : capitaux à court terme, J/J à moins de 1 an ; 7 ans pour le moyen terme. 2 compartiments : le marché interbancaire réservé aux BC et aux IFM (J/J à 1 an) ; le marché élargi ouvert aux entreprises et autres opérateurs (J/J à 7 ans).

11 Intervenants : BC, banques et IFM, CDC, Etat, grands entreprises. Chaque pays a son propre marché monétaire. Titres échangés : TCN (certificats de dépôt des banques, billets de trésorerie des entreprises, bons du Trésor public ; aux USA : *Commercial paper & Fed funds*). Fonctions : refinancement des banques, mise en œuvre de la politique monétaire de la BC (prêteur en dernier ressort sur le marché, régulateur), financement à court terme Etat et grandes entreprises.

Notation et agences : Moody's, Standard & Poor's, Fitch, évaluent les risques propres à chaque opérateurs qui déterminent les primes de risques demandées sur le marché. Tableaux.

12 Procédures d'intervention des BC. Appels d'offres, pensions, Open market, encadrement des taux du marché monétaire (taux directeurs américain sur *Fed. Funds*, et européens.

Les taux d'intérêt en Europe s'appellent : *Euribor* à 3 mois, *Eonia* au J/J.

Illustration : les taux d'intérêt de la BCE sur le MM, graphique.

Le marché hypothécaire est un compartiment du MM réservé aux créances hypothécaires (1/20 ans). Il permet la titrisation des créances nées des prêts au logement des banques et des IFM spécialisés.

§ 2 : Le Marché financier, bourse (*stock market*) : marché des capitaux à long terme (3 à 15 ans ou plus). Les bourses ont été réformées dans les années 1980. Retrait de l'Etat et diminution de l'intermédiation. Les marchés boursiers sont libéralisés, concurrentiels et mondialisés. La cotation à la criée centralisée (autour de la Corbeille, Palais Brongniart à Paris) disparaît au profit de la cotation assistée par ordinateur (décentralisée).

Après la fusion NSE/Euronext cet ensemble est devenu la première bourse mondiale avec capitalisation de 19 000 Mds \$ mars 2007.

<u>Bourse (Nb sociétés cotées)</u>	<u>Indices</u>	<u>Capitalisation</u> Act. Mds \$, 2006		<u>Cap./PIB</u>
NYSE (Wall Street; (2300)	Dow Jones 30,			
Nasdaq	S&P 500	NYSE 13 300	30%	USA : 140%
London Stock Exchange	Nasdaq	Nasdaq 3 600	8,2%	
Bourse de Tokyo (TSE)	FTSE 100	LSE 3 058		RU : 130%
	Nikkei 225 & Topix	TSE ? 4 570	10,3%	
Euronext*(1230)	CAC 40 ; SBF 250;	EuroN 2 700	6,1%	40%
Deutsche Börse (760)	Eusostoxx 50, Eurofirst 300	DB 1 200	2,8%	40%
10 premières	Dax		<u>75%</u>	

* Paris, Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne Source : CAE, rapport sur la consolidation des bourses mondiales

21 Intervenants : fonds de pension +, caisses de retraite +, assurances+, banques +/-, OPCVM actions & obligations +, *Private equity funds* (fonds d'investissement) +/-, *Hedge funds*, +, entreprises -, ménages particuliers +, Etat - . Régulateurs : SEC aux USA ; AMF (Autorité des marchés financiers) en France.

Distinguer : Marché primaire ou des émissions (apportant des moyens de financement à l'entreprise par introduction sur le marché ou augmentation de capital) et marché de revente (permettant à l'actionnaire de recouvrer sa liquidité). En France : Euronext avec Eurolist où les entreprises sont classées selon leur taille (capitalisation >1Md€ ou *Blue Chips* ; 150m€ < Cap. < 1Md€ ; Cap < 150m€ Aux USA : NYSE & Nasdaq (entreprises innovantes).

Fonctions : financement des entreprises, Etat, introductions et privatisations, prises de contrôle (OPA & OPE), sanction mauvaise gestion, stratégie de croissance externe des entreprises, redistribution des risques.

Capitalisme anglo-saxon (de marché), d'Etat, ou Rhénan (d'intermédiaires financiers). La question du contrôle et de la stabilité du capital des entreprises : familial, actionnariat dispersé grand public, fonds de pensions, banques d'affaires,. Ex : France, 40% du capital des entreprises cotées CAC 40 détenu par des fonds de pension étrangers ; USA 2/3 actions détenues par fonds collectifs (*mutual funds*).

22 Titres échangés & définitions. Actions (*stocks, equities*) part du capital de l'entreprise, l'actionnaire participe au bénéfice (dividendes) et aux pertes (à concurrence de la valeur nominale de son action).

Obligations (*bonds*) : titres représentant un prêt à long terme contre

intérêt ; l'obligataire est créancier et à droit à être remboursé de la valeur nominale d'émission. Titres intermédiaires (droits de souscription d'actions ; obligations convertibles en actions...).

23 Facteurs agissant sur les cours. Distinguer cour d'émission (nominal, apport en capital à l'entreprise) ; capitalisation (cour du jour X volume titres cotés) ; volume échangé. Cours des obligations : évolution inverse de celle des taux d'intérêt à long terme. Formule : $C_i = (C_0 \times T_0) / T_i$. Cours des actions : en principe, valeur d'une action = somme actualisée des dividendes futurs anticipés, + anticipations générales, croissance de la zone, du marché, de l'entreprises sur son marché, ruptures technologiques, politique monétaire & taux d'intérêt + rumeurs. Le rendement est inversement lié au risque.

Mesure : PER (*price earning ratio* = cours action/dividende ou cours/bénéfice net par action. Se compare à l'inverse du taux d'intérêt sur obligations. Ex : PER = 20 => rendement 5% ; PER = 15 => 6,6%.

La différence entre taux des obligations et rendement des actions reflète le risque supporté par l'actionnaire (prime de risque) tenant à la plus grande volatilité des cours des actions lié des cours et au risque de faillite.

Rendement respectif des obligations/actions. A long terme, rendement réel actions > celui des obligations à long terme + forte variabilité des cours à court terme par effet des anticipations. Justifie la prime de risque versée à l'actionnaire : 4 à 5% en moyenne long terme. Aujourd'hui plus élevée.

Graphique depuis 1950.

Les bourses sont elles-mêmes des sociétés cotées (NYSE étant la dernière) en concurrence les unes avec les autres.

Les bourses mondiales sont dans une phase d'intense consolidation. Déjà fusion en 2006 du Chicago Mercantile exchange & Chicago Board of Trade (CME & CBOT). Elles recherchent les économies d'échelle pour abaisser leur coût d'intervention, et l'internationalisation, pour accroître la liquidité et réduire le coût d'accès au capital. Un vaste monopoly est engagé pour consolider les bourses occidentales. Euronext a absorbé Liffe et devient un marché polycentrique européen. Nasdaq possède 27% du LES et souhaite en acquérir le contrôle. NSE a absorbé Euronext en 2007 après l'échec du projet de consolidation européenne Euronext/DB. Consolidation transatlantique générale avec Nasdaq/LES + NYSE + Euronext et demain Chicago + DB ? Si les accords ne sont pas consensuels, les actionnaires tranchent. Deux questions épineuses resteront à régler :

- Quelle régulation ? Les régulateurs sont pour l'instant nationaux, et les règles diffèrent USA/UE. SEC, AMF, Etat de Hesse pour DB ? Lequel s'imposera ?
- Quelle gouvernance : les Européens conserveront-ils leur autonomie ?

L'intérêt d'une consolidation transatlantique est d'offrir une cotation de qualité mais moins coûteuses et moins exigeante aux sociétés des pays émergents : Russie, Chine, qui hésitent à être cotées au NSE. Les sociétés des pays émergents ou des Pecos ne désirent pas être cotées à NY pourront l'être à Euronext.

§ 3 : Le Marché des changes. Forex, comme le marché monétaire, réseau de salles de marché. 31 : Importance : 3200 Mds\$/jour (pour 12 100 Mds\$ CI/an et 4600 Mds réserves de change –stock- & 660 Mds IDE/an). Porte sur liquidités M1. Surtout échanges \$/€(30%) puis \$/yen et \$/£ (15% chacun). \$ monnaie véhiculaire, intermédiaire dans 90% des opérations : pour se procurer de la roupie indienne avec des reals brésiliens, on passe par le \$. Donc le \$ domine le marché depuis 1945, comme la £ jusqu'alors. La majorité des transactions se fait à Londres (30%), contre 20% à New-York et 10% à Tokyo. Les Tch. varient quand O/D d'une devise sont en déséquilibre. Opérateurs : BC, banques & IFM, importateurs et exportateurs, particuliers, OPCVM.

Opérateurs : entreprises, particuliers, banques, parfois BC, souvent par l'intermédiaire de courtiers.

32 : Définitions : 1) Cotation *au certain* -£ et Euro ex : 1euro = 1,56\$ dollar. Cotation *à l'incertain* : autres monnaies ex. : cotation du Yen => 1 \$ = 1,02 Y (pour 100 yens); cotation du \$ => 1£ = 2,04\$. Taux de change croisés The Economist.

Les arbitrages : achats/ventes de devises pour tirer parti des différences de cotation d'une monnaie entre les marchés ; égalisent les taux de change d'une place à l'autre. Tch \$/€ = Tch €Y x Tch Y/€

Ex : Si 1€ = 1,56\$ et si 1\$ = 1,02 Y => 1€ = 1,56 x 1,02 = 1,59 Y coté Tch €Y = 1,57

Ex. €\$ = €Y x Y/\$ => 1,56 x 0,98 = 1,55 en direct coté Tch €\$ = 1,566.

Taux de change nominal ou du marché ; réel (déflaté des taux d'inflations respectifs) ; effectif (pondérés par le volume respectif du commerce international) ; au comptant (du jour) ; à terme (taux de change fixé lors du contrat, livraison et règlement au terme. Quand le Tch effectif augmente, la compétitivité diminue et vice versa. Les taux à terme révèlent les anticipations d'évolution des devises par les opérateurs.

Ex : Taux réel X/Y = taux nominal X/Y x PX/PY.

Tch effectif	1990	1995	2000	Mars2008
\$	67	78,5	100	60
Y	55,5	92,5	100	85
€	89,5	109,5	100	145

33 Risque de change : 1) quand position nette en devises sur le marché.

Position débitrice si dettes en devises > créances en devises –importateurs- ; position créditrice si créances > dettes en devises –exportateurs-

2) Quand recettes et coûts d'une entreprise se forment en des devises différentes : aéronautique, ventes en \$ et coûts en €

Les entreprises internationales ont une gestion globale du risque de change. Elles y échappent en localisant la production dans la zone monétaire de la commercialisation (*hedging*), ce qui peut être facteur de délocalisation. En s'endettant dans la devise où elles sont créancières ; ou en prêtant dans la devise où elles sont débiteur. Les petites entreprises achètent et vendent à terme les devises.

Ex : opérateurs commerciaux et spéculateurs sur les marchés à termes de devises : les opérateurs commerciaux cherchent à se débarrasser de leur position de change, les spéculateurs à en prendre une. Les seconds étant contrepartie des premiers contribuent à équilibrer le marché. Importateurs achètent devises à terme ou options d'achat ; Exportateurs vendent devises à terme ou achètent options de vente. Ils cherchent à limiter leur perte et doivent trouver une contrepartie. Schémas.

Termaillage : délais anormaux de paiement/règlement pour rester en position de change, donc spéculative. Importateur qui craint appréciation devises de règlement, accélère le règlement ; Exportateur qui anticipe appréciation devise de règlement, retarde de règlement.

Formule : Tch. à terme X/Y = Tch. au comptant X/Y x (1+Taux intérêt Y)/(1+Taux intérêt X). Attention : formule avec taux de change à l'incertain (non valide pour € et £ à inverser avant de l'appliquer). Anticipations de variation de Tch. : devises en *report* et en *déport* ; illustration.

34 Forte instabilité des taux change J/J, à CT, mensuels. Se mesure par la volatilité du taux de change. Diminue depuis les années 2000. Des monnaies peuvent rester sur-évaluées ou sous-évaluées/PPA de 5 à 10 ans.

Les anticipations de variations de taux de change => primes de risque. Taux d'intérêts plus élevés dans pays à monnaies faibles. Ex : €\$. Graphique.

35 Les mécanismes de la spéculation contre les devises. Anticipation de dépréciation d'une monnaie ; emprunts dans cette monnaie (dette nominale fixe), conversion dans une monnaie forte (\$, euro) et attente de dévaluation ou dépréciation, pour racheter la monnaie initiale à bas taux de change et rembourser. Coût faible : intérêts sur quelques jours/mois ; gains potentiels élevés : espérance mathématique de gain = taux de dévaluation. Ou anticipation d'appréciation : emprunt dans un pays à bas taux d'intérêt (Japon) pour convertir en \$, actions, obligations bénéficiant d'anticipations

d'appréciation ou à fort rendement (*carry trade*). Ex : carry trade du yen vers les \$ canadien et australien depuis 2004.

Politique BC contre la spéculation : augmenter les taux d'intérêt, avec le risque d'étouffer la croissance, vendre des devises pour stabiliser le cours de la monnaie nationale, avec le risque d'épuiser ses réserves de change (faibles % opérations de change quotidiennes). Peu efficaces en régime de taux de change fixe.

§ 4 : Marchés à terme (futures) et d'options. Ce sont des marchés de produits *dérivés* dont la valeur est incertaine mais liée à un *sous-jacent* financier ou matériel. Marchés à terme nés à Chicago, comme dérivés des marchés de matières premières, *Chicago Mercantile Exchange market*. Similitude entre risques et variabilité des matières premières & devises, puis actions. Fort risque de change lié au flottement du \$ (1971-73) puis aux chocs pétroliers sur les MF. Désir de céder ou acquérir des positions de change. => International Money market de Chicago (1972, 1^o marché totalement informatisé, 24h/24) & Liffe (London International Financial futures) à Londres contrôlé par Euronext. Ces marchés font le lien entre opérations financières au comptant et dans l'avenir, entre les MM, les MF et les marchés des changes.

Fonctions : ils permettent de se couvrir contre les risques de perte en capital liées aux variations des cours des actions, des devises ou des taux d'intérêt ou de change. 3 opérations :

- à terme : achat/vente à prix & volume fixés au comptant, livraison & règlement à terme ;
- swaps : échange de créances en devises différentes, à taux d'intérêt fixe/variable, sur pays différents, à différents termes, pour diversifier/optimiser les portefeuilles de créances des banques & entreprises ;
- options : droits d'achat et vente (*Call, Put*) d'une devise, action, obligation, à un cours fixé pendant une durée déterminée, date d'exercice au choix du détenteur de l'option, livraison & règlement à la date d'exercice de l'option. Ex : stock options attribuées aux créateurs d'entreprises ou aux cadres des grandes entreprises, pour les intéresser à la valorisation de la société.

Schémas opérations sur devises et stock options.

Conclusion (§ 2 à 4). Les trois marchés (financier, changes, futures) organisent la négociation, la compensation, enfin la livraison & le règlement des titres financiers, des devises, des futures en continu dans l'ensemble des régions du monde, contre paiement d'un coût d'intervention (*fee*, par titre ou par ligne, ou pour des blocs). Opérations de ++ techniques et

sophistiquées, exigeant fiabilité et rapidité, donc de lourds investissements.

Ils ont trois fonctions essentielles :

- . adapter capacités et besoins financement à court terme, épargne et investissement à long terme ; grand succès : forte liquidité mondiale et bas taux d'intérêt ;
- . redistribuer les risques ; allé trop loin ; risque dissocié du prêteur et réparti sans évaluation ; crise des *subprimes* été 2007 ;
- . gestion des portefeuilles et des patrimoines ; développement interne et externe, concentration des entreprises. Les marchés ont favorisé les opérations internationales et la redistribution mondiale des capitaux et des risques ; en ce sens ils ont repoussé l'ajustement aux déséquilibres financiers mondiaux (PBC américaine) rendu tolérable par leur développement.

Conclusion § 1 à 4 : les trois marchés (MM, MF, MC) organisent la négociation, la compensation, enfin la livraison et le règlement des titres financiers, des devises, des futures en continu dans l'ensemble des régions développées du monde, contre versement d'un coût d'intervention (*fee*, par titre, ou par ligne, ou pour des blocs) ; Opérations de +/- techniques et sophistiquées, exigeant fiabilité et rapidité, donc de lourds investissements.

Ils ont trois fonctions essentielles :

- adapter capacités et besoins de financement à court terme, épargne et investissement à long terme ;
- redistribuer les risques ;
- gestion des portefeuilles et des patrimoines ; développement interne et externe, concentration des entreprises.

Ils ont connu de grands succès ; mais leur développement a contribué à la forte liquidité mondiale donc aux risques d'inflation, et redistribué les risques, donc généré de l'instabilité. La crise financière de 2007 montrent qu'ils restent mal contrôlés et que leurs succès peuvent masquer des risques de systèmes aux opérateurs.

§ 5 : Taux d'intérêt : le taux d'intérêt rémunère la disponibilité du capital dans le temps et le risque du prêteur.

51 définitions : Taux nominal, taux d'inflation et taux réel. Relation de Fisher :

$$(1+T_n) = (1+T_i) \times (1+T_r) \text{ ou } T_n - T_i = T_r$$

Le taux d'intérêt permet de faire le lien entre les valeurs présentes et futures.

S₀, placée au taux T_n, valeur future en t : $S_t = S_0 (1+T_n)^t$;

S₀, valeur actuelle S_t disponible en t : $S_0 = S_t / (1+T_n)^t$

52 Courbe des taux (Yield curve) : taux longs supérieurs aux taux courts. Situations d'inversion des taux d'intérêt : politique anti-inflationniste avec anticipations de réduction de l'inflation. Taux d'intérêt neutre réel $r = n + g$ (taux de croissance démographique + taux de croissance du progrès technique) estimé être compatible avec l'équilibre macroéconomique à long terme (règle d'or de F. Ramsey). Entre 3,5 et 5,5% ? En 2008, la courbe des taux européenne est presque inversée taux courts > taux longs et les taux réels sont positifs bien que bas ; signifiant que la politique monétaire est redevenue plus restrictive et que les opérateurs anticipent une baisse de l'inflation. Tableau. Au contraire, les taux réels courts comme longs sont négatifs aux Etats-Unis comme au Japon, signifiant que la politique monétaire est très expansive.

Sept. 2008	Inflation	T court nominal	T long nominal	T court réel	T long réel
USA	5,6%	2,1%	3,7%	- 3,5%	-1,9%
Japon	2,3%	0,75%	1,46%	-1,55%	-0,84%
Zone euro	4%	4,96%	4,15%	0,96%	0,15%
RU	4,4%	5,7%	4,5%	1,3%	0,1%

53 : Facteurs déterminant les taux d'intérêt réels. 1 : Taux à court terme comprennent : l'inflation, une prime de durée, prime de risque (taille de l'entreprise, publique/privée, nature de l'activité, risque pays) et une prime de rareté des capitaux liée aux besoins de liquidité des banques. Influence de la politique monétaire et des mouvements de capitaux. Politiques de lutte contre la spéculation. Graphique & tableau : les taux courts diffèrent d'une zone à l'autre selon les politiques monétaires menées ; marque des périodes de spéculation. Exception japonaise due à la déflation.

Ex : taux d'intérêt d'un prêt pour 5 ans à une PME (avec un taux de refinancement sur le MM au J/J de 4%) :

6%, dont

- . coût de l'argent pour la banque (MM ou Bourse) : 4%
- . frais généraux bancaires (structure & personnel) 0,4%
- . coût du risque lié à la PME (variable) 0,8%
- . solde = marge de la banque (frais divers ; profit) 0,8%

2 : Taux à long terme = somme des anticipations de taux courts (emprunter à 5 ans, TLT, ou tous les ans, TCT, pendant 5 ans ?). Le choix dépendra des anticipations d'inflation. Les taux longs comprennent l'anticipation d'inflation ; puis ils reflètent l'équilibre entre épargne et investissement et déficits publics. Exemples USA/zone Euro/Japon ; graphique. Les taux

longs diffèrent peu actuellement d'un pays à l'autre (un peu plus élevés en Europe) et convergent vers un niveau historiquement bas, reflétant la mondialisation des marchés de capitaux et l'abondance de l'épargne au niveau mondial. Exception japonaise.

Le faible niveau actuel des taux longs : fin des anticipations d'inflation, excédent de liquidité, politique monétaire laxiste au niveau mondial ? Les analyses diffèrent. Pour le FMI & Alan Greenspan, aucune explication convaincante : *The bond market remains a conundrum* (énigme). Pour la première fois, depuis 2004, l'augmentation des taux courts USA & RU ne se répercute pas dans les taux longs, ce qu'aucune théorie n'expliquerait. Pour Ben Bernanke, il y a un excès mondial d'épargne et de liquidité a *saving glut* (excès, indigestion d'épargne). Le problème résiderait chez les pays asiatiques, dont les BC interviennent sur le marché des changes pour empêcher leurs monnaies de s'apprécier et qui placent une partie de leur excédent d'épargne aux USA. Ils devraient plus investir chez eux, les recycler sur leurs propres marchés, plutôt qu'aux Etats-Unis, où ils financent et encouragent le double déficit américain du budget public et du commerce extérieur. Ce phénomène est accentué par les pétrodollars accumulés par les pays producteurs de pétrole depuis 2003 (+BPC 480 Mfs \$ en 2006 ?) qui en placent une partie aux Etats-Unis.

Les travaux du FMI distinguent 2 situations opposées. Dans les pays du Nord, l'épargne et l'investissement chutent depuis les chocs pétroliers et ils ont un besoin de financement. S diminue surtout USA & Japon. Dans les pays du Sud S & I augmentent depuis la même époque ; mais alors qu'I>S jusqu'à la crise financière de 1997 ; depuis, S>I ; ils ont une capacité de financement. UE & Japon n'ont pas de besoin de financement au contraire des USA. Graphiques FMI.

§ 6 : facteurs déterminant les taux de change sur les marchés

61 Leur instabilité au jour le jour et à moyen terme. Ex : l'€\$ et le Yen.

62 Le sur-ajustement par anticipations rationnelles : Rudiger Dornbush.

Les anticipations de variations de Tch sont immédiates ; elles réagissent aux modifications de la PM ou des BPC alors que les ajustements de prix sont lents (délais d'action de la PM) ; ces anticipations modifient immédiatement l'offre/demande de devises et les taux de change varient plus que ne le justifieraient les fondamentaux. Ex : + offre de monnaie => - taux intérêt => anticipations hausse prix => forte baisse du change, qui s'ajuste ultérieurement si l'inflation ne se manifeste pas. Lorsque les ajustements de prix se sont réalisés, les taux de change se rapprochent de la PPA. Cette théorie explique le mouvement de balancier autour de la PPA constaté pour la plupart des devises.

63 2 catégories d'opérateurs sur les marchés. Chartistes & fondamentalistes. Quand taux de change proche de PPA, chartistes

dominant et le taux de change dépend des rumeurs, bruits... il est instable et imprévisible. Le hasard en est meilleurs prédicteur que tout autre facteur ou tout modèle. Quand le taux de change s'éloigne de la PPA et s'approche des bandes de fluctuation +/- 20%/PPA, les fundamentalistes dominent le marché. Plus la différence/PPA grandit, plus la probabilité de retour à la PPA augmente. Donc les taux évoluent dans la bande de fluctuation. Quand ils en sortent, les anticipations s'inversent et/ou les BC interviennent (1985, 2000). Illustration : graphiques Deutsche Bank.

64 l'appréciation des Tch des pays en rattrapage économique. Effet Balassa-Samuelson (Bela Balassa & Paul Samuelson). PED : prix plus bas, surtout pour les B&S non échangeables dans les secteurs abrités de la concurrence internationale, services, car productivité plus faible, compensée par salaires plus bas. Choc d'ouverture au CI. Prix et salaires augmentent dans le secteur ouvert, par accroissement de productivité et diffusion des niveaux de prix internationaux. Hausse des salaires se diffuse au secteur abrité, par effet de contagion. Le Tch réel s'apprécie par hausse du taux nominal ou hausse de prix internes. Ex : Espagne & Irlande intégrant l'UE ; €yen ; PECO actuellement : Tch réel augmente en Pologne, justifiant le flottement du zloty ; tendance à l'appréciation du Yuan.

62 Facteurs économiques jouant à long terme. Voir cour Economie internationale : BPC, Mouvements de capitaux, spéculation.

A court terme, taux change volatils et imprévisibles ; à long terme, dominés par PPA et BPC. Risques pour la banque et l'emprunteur.

CONCLUSION GENERALE et évaluation du cours.

Taux d'intérêt	Taux d'usure
Crédits aux particuliers	
Découvert, consommation 13 %	17,44%
Immobilier 4,4%	5,87%
Crédit aux entreprises (dégressif/montant)	
Escompte 2,7 à 4,7%	
Découvert 3,7 à 8,7%	
Moyen/long terme 3 à 3,8%	

Ensemble des financements, France, fin 2005

Origine	Dont :
Crédits des IFM 1478	Privé 91% Public 9%
Etablissements de crédit aux entreprises 564	Investissement. 40% Trésorerie 27% Autres 33%
Etablissements de crédit aux ménages 696	Logement 70% Trésorerie 18% Autres 12%
Financements obtenus sur le marché 1250	Entreprises 25% Etat 75%
Total	3990 Mds €

Chapitre 7: UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE (UEM)

Voir polycopié euro & cour d'économie internationale.

§ 1 : Justification de l'UEM : théorie des zones monétaires optimales (R. McKinnon) et triangle des incompatibilités (R. Mundell & Fleming).

§3 : Logique de l'UEM, 1999 ; Pays participant : 15 – (Royaume-Uni, Suède et DK) + Slovénie en 2007. Etapes : SME, Traité de Maastricht 1992, UEM 1999. Zone de stabilité des prix. La convergence du SME de 1979 à 1999. Double régime de change : fixe dans la zone, flottant vis à vis de l'extérieur. Nouveau paradigme. L'élargissement à l'Est (SME bis, DK, Estonie, Lituanie, Slovaquie & petite pays).

§4 : Mécanismes et effets de l'UEM et de l'euro. Double avantage : politique monétaire autonome, spéculation découragée. Contrepartie : volatilité du taux de change, transfert de souveraineté pour les Etats membres. Quel ajustement aux situations divergentes des états membres (politique budgétaire, mobilité de la main-d'œuvre) ? Euro « fort, stable et crédible » (J.C. Trichet) ou fluctuant ? Le yo-yo euro-dollar et les perspectives futures. Effets bénéfiques : bas taux d'intérêt (surtout pour pays du Sud), fin des dévaluations compétitives, liberté retrouvée pour politiques sociales avec la fin des spéculations (France, Italie). Effets négatifs : sentiment de perte du pouvoir monétaire, du contrôle de la politique monétaire. Au total, effet anesthésiant ?