

**Faculté de Sciences Economiques et de Gestion
2011-2012**

**Travaux dirigés
Parcours Licence 2 – Semestre 1**

Macroéconomie et mécanismes monétaires

Responsable du cours : Jean-François Goux

Chargés des T.D. : Rebeca Gomez Betancourt, Julie Ing, Agbessi Kossi, Claire Silvant.

Fonctionnement

- * 1 première séance de présentation et de constitution des groupes de travail (groupes de 2 personnes selon l'effectif des TD) pour chaque thème du fascicule.
- * 10 séances de travail sur les thèmes et textes du fascicule.
- * Une interrogation de contrôle continu, la semaine du 14 au 18 novembre

Evaluation

L'évaluation en contrôle continu repose :

- 1) sur la **prestation orale (un exposé, deux étudiants par question)** 20% ;
- 2) sur la note de la **synthèse individuelle** 20% ;
- 3) sur la note de l'**interrogation** 10%.

Rappel : la présence aux TD est obligatoire

Notation de l'U.E.

50% : Contrôle continu en groupes de TD

50% : Examen terminal sur le cours « Macroéconomie et mécanismes monétaires » (Examen S1 QCM, en semaine 14)

Planning des travaux dirigés

Séance 1. Présentation et organisation des séances de travaux dirigés (Sem. 19-23 sept.)

Séance 2. Chapitre 1 : La monnaie, nature et histoire. Exercices (Sem. 26-30 sept.)

Séance 3. Chapitre 1 : Exposé et dissertation individuelle (Sem. 03-07 oct.)

Séance 4. Chapitre 2 : La création monétaire. Exercices (Sem. 10-14 oct.)

Séance 5. Chapitre 2 : Exposé et dissertation individuelle (Sem. 17-21 oct.)

Vacances de la Toussaint

Séance 6. Chapitre 3 : Le système de crédit français. Exercices (Sem. 31 oct.-04 nov.)

Séance 7. Chapitre 3 : Exposé et dissertation individuelle (Sem. 07-11 nov.)

Séance 8. *Interrogation écrite* (Sem. 14-18 nov.)

Séance 9. Chapitre 4 : Les marchés français de capitaux. Exercices (Sem. 21-25 nov.)

Séance 10. Chapitre 4 : Exposé et dissertation individuelle (Sem. 28 nov.-2 déc.)

Séance 11. Chapitre 5 : Macroéconomie monétaire. Exercices (Sem. 05-09 déc.)

Séance 12. Chapitre 5 : Exposé et dissertation individuelle (Sem. 12-16 déc.)

Chapitre 1 : La monnaie, nature et histoire

Séance 2. Chapitre 1 : La monnaie, nature et histoire. Exercices (Sem. 26 sept.-30 sept.)

Document à commenter N.1 : L'origine de la monnaie.

L'argent, la monnaie. Un bien sans qualités. Par : Paul Soriano. Irepp. Banque & finance.

Argent, monnaie : avec le latin (*moneta, pecunia*), le français est une des rares langues qui possèdent deux mots pour dire ce que la plupart des autres langues confondent (*money, Geld, dinero, denaro...*). La distinction couvre un jugement moral : la monnaie est vraie ou fausse tandis que l'argent est bien ou mal gagné. On dit que les pays latins ou catholiques seraient spontanément plus méfiants envers l'argent que les pays protestants, anglo-saxons et nordiques. La coloration culturelle de la monnaie apparaît déjà dans ses différentes appellations.

La monnaie est, sans doute avec le sexe, l'un des domaines où la créativité linguistique est la plus féconde. L'origine des innombrables termes par lesquels l'argot désigne l'argent est souvent mystérieuse. On croit savoir que « fric » viendrait de fricot (une espèce de ragoût) ou fricandeau (d'où fricoter et fricotage ?). En revanche, pour « pognon », on hésite entre poigner (saisir avec la main) et le franco-provençal « pognon » (un petit pain qui fait aussi penser à la ... galette). Même pour monnaie, on balance entre *nomisma* qui évoque la norme, la loi et *monere* qui évoque l'annonce, l'avertissement. Pour plus de détails, voir le Dictionnaire Larousse de l'argot français et de ses origines. L'argent inspire par ailleurs une multitude de proverbes : l'argent n'a pas d'odeur ; on verra qu'il n'a pas non plus de couleur. Quant au nom donné à la monnaie unique européenne, il témoigne d'une volonté d'ancrage culturel et politique mais, à notre connaissance, l'euro attend toujours la consécration d'une dénomination argotique.

L'histoire économique peut être lue comme une histoire des progrès de la circulation des richesses, dans l'espace, dans le temps et aussi dans le champ des valeurs. La monnaie est l'un des instruments qui ont permis cette triple conquête. Elle permet en effet de mesurer la valeur des biens, de les échanger dans un espace monétaire donné et aussi de conserver de la valeur dans le temps. Dans cette dernière fonction, elle est plus efficacement relayée par la finance.

Un bien sans qualités

Le Dictionnaire économique et financier de Bernard & Colli (édition 1996) propose la définition suivante :

Monnaie. Originellement : Pièce de métal servant d'instrument de règlement des échanges ; puis instrument de règlement en général. Corollairement : Unité servant de mesure des valeurs d'échange. Par extension : Ensemble des moyens de règlement.

En tant qu'instrument d'échange, la monnaie permet de dépasser le troc : à l'échange marchandise contre marchandise se substitue un échange intermédié : marchandise-argent-marchandise.

Argent-marchandise-argent

La spéculation, sur laquelle nous reviendrons plus longuement, transformerait la séquence marchandise-argent-marchandise en séquence argent-marchandise-argent, la marchandise pouvant être alors n'importe quel « actif ». Si l'échange « normal » permet de se procurer une marchandise en échange d'argent, la spéculation viserait à se procurer de l'argent, plus d'argent.

La marchandise deviendrait le moyen d'un échange dont la fin est l'argent. D'ordinaire, la condamnation suit presque immédiatement la définition, alors même que cette définition est contestable. En fait, la spéculation, c'est tout simplement la finance en tant qu'elle porte sur la comparaison permanente des prix actuels et anticipés de tous les actifs, monnaie comprise. Et, du coup, nous sommes tous peu ou prou devenus des spéculateurs.

Le règlement est facilité par trois caractéristiques de la monnaie : liquidité, fongibilité et universalité, dans les limites d'une « société monétaire » déterminée. Comme instrument de mesure « sa valeur d'échange contre chaque bien sert à mesurer la valeur relative des biens les uns par rapport aux autres, c'est-à-dire les prix. » Comme instrument de réserve enfin, elle répond à des motivations d'épargne très diverses : précaution contre les risques de la vie, ou prévoyance de dépenses futures programmées. La monnaie peut enfin revêtir trois formes. Métallique : une forme particulière de la monnaie-marchandise (denrées, outils...). Fiduciaire : le billet de banque, à l'origine totalement gagé sur par un dépôt de métal mais qui a progressivement pris son autonomie par rapport au métal, jusqu'au « cours forcé » et à l'inconvertibilité de la monnaie-papier en métal. Et enfin scripturale : quand les échanges de monnaie se font par un jeu d'écritures.

Les trois monnaies

La monnaie est sujet de controverses entre économistes : simple médium des échanges sans effet sur les équilibres ou « bien public » des plus précieux ? Sans doute a-t-elle une double nature, celle d'un bien soumis comme les autres à la loi de l'offre et de la demande et celle d'un droit ou une créance sur les biens. La plupart des économistes s'accordent pourtant sur le fait que ses trois fonctions correspondent à trois notions différentes de la monnaie. L'instrument de mesure est un « nombre pur » à la différence, par exemple, d'une unité de longueur qui mesure une qualité.

Dans sa *Philosophie de l'argent* (1903), le sociologue allemand Georg Simmel qualifie l'argent de « bien sans qualité » - plus précisément de bien sans autre qualité que sa quantité. C'est justement parce qu'il est sans qualité que l'argent peut équivaloir objectivement (valeur d'échange) à n'importe quel autre bien. Car tout autre bien que l'argent possède nécessairement des qualités, une valeur d'usage qui le rend relatif à un besoin, ici et maintenant, à des préférences subjectives, etc. L'argent, lui, est d'autant plus puissant qu'il n'est rien de particulier, toujours « en puissance de ».

Par ailleurs, la monnaie détenue par un individu est comme un droit de propriété sur une partie de la production de la période considérée, droit généralement acquis sous forme de revenus par une contribution en travail ou autre à cette production. Nous exerçons ce droit chaque fois que nous réglons nos dépenses de consommation. Dans ces conditions, la quantité de monnaie disponible dans une collectivité monétaire donnée représente la somme des droits de ses membres sur la production économique de la collectivité.

Sans entrer dans les détails d'une discipline particulièrement ardue, disons que la monnaie permet de rendre commensurables non seulement les biens hétérogènes qui constituent la production nationale, mais également les contributions de chacun à la production avec ce qui lui revient de cette même production (son « revenu »).

Qui a inventé la monnaie ?

Les manuels spécialisés évoquent l'apparition des pièces métalliques en Lydie vers le VII^e ou le VI^e siècle avant Jésus-Christ. Un instrument banal et familier mais qui pose des problèmes insolubles à l'historien, au philosophe, à l'économiste et au juriste : voilà qui fait soupçonner que la monnaie n'est pas une invention assignable, mais plutôt le produit de l'expérience, des usages

et de la sélection sociale. Certes, l'État s'intéresse très tôt et de très près à la monnaie « inventée » par la collectivité des marchands et les ancêtres des banquiers. Mais la capture monopolistique de la monnaie par l'appareil d'État (la Banque centrale surplombant hiérarchiquement les banques de second rang) ne date somme toute que du XIXe siècle.

Bien public et monnaie privée : nous verrons que la globalisation et la technologie monétaire raniment le débat.

Chaque fois qu'une banque remet de la monnaie à un agent économique en échange d'une créance et d'une rémunération du service ainsi rendu, elle crée de la monnaie. Par la création monétaire, le système bancaire assure l'ajustement dans le temps des rythmes du processus de production-consommation à l'œuvre dans l'économie réelle, dans un jeu incessant de créances et de dettes.

En principe, la banque ne crée de monnaie que durant un cycle de production, au moment où elle inscrit le montant d'un salaire sur un compte, car cette monnaie créée sera détruite au fur et à mesure des prélèvements effectués pour consommer. Comme le dit de manière suggestive Bernard Schmitt, dans les paiements, la monnaie tantôt « absorbe » (marché des facteurs de production) tantôt « libère » un bien produit... Tout cela soulève deux intéressantes questions : 1) suivant quelles règles sont distribués les droits monétaires, autrement dit les revenus ? 2) comment et aux dépens de qui sont « soldés » d'éventuels droits monétaires en excédent (inflation) sur la production réelle ? Nous y reviendrons, ici même et dans la deuxième partie de l'ouvrage.

Notons que dans une économie parfaitement rationnelle, les agents économiques sont portés à échanger la monnaie qu'ils détiennent soit contre des marchandises, soit contre des titres qui rapportent un intérêt, si bien que la monnaie créée par la banque n'est conservée que de manière très éphémère.

Jeux d'écriture

Si la monnaie instrument de mesure n'est qu'un nombre pur, on peut alors se contenter d'inscrire ce nombre sur un morceau de papier (un billet de banque) ou dans un livre de compte. On peut alors justement parler d'un progrès, au moins technique, lorsque la monnaie se dématérialise, devient de plus en plus abstraite, simple signe, rejoignant ainsi son essence de bien sans qualité. Elle peut alors beaucoup plus facilement circuler.

Comme une lettre à la poste

Si la banque de dépôt a été inventée en Europe dès le XIIe siècle à Venise, il faut attendre le XVIIIe siècle pour que le transfert d'argent se démocratise avec le mandat acheminé et distribué comme une lettre à la poste. Historiquement, la Poste fut donc la principale et parfois la seule « banque » ouverte au grand public.

Depuis, la Poste offre des services financiers, moyens de paiement et produits d'épargne à ses usagers. C'est au XIXe siècle que ces services se développent avec la diffusion du mandat-poste, puis l'assurance vie (1868) et la Caisse d'épargne (1881). Le réseau postal est décidément l'élément clé, sollicité lors d'événements de portée nationale. Après la défaite de 1870, dans une France encore rurale, ce réseau va permettre de drainer vers le Trésor public l'épargne dormante des campagnes : thésaurisée, elle n'est en effet ni productive, ni rémunératrice, ni même sérieusement protégée. A l'époque les caisses d'épargne privées sont essentiellement locales et urbaines. A la fin de la première guerre mondiale, la création des chèques postaux vient couronner l'édifice en tant qu'instrument de dépôt, de paiement et de virement, notamment pour le règlement des pensions des veuves de guerre.

Sur le plan international, l'Union postale universelle organise la diffusion du mandat (Congrès de Madrid, 1920).

Mais dès lors que ce nombre monétaire quantifie mes droits sur la production sociale, il faut une belle confiance dans les institutions pour se contenter de cette simple inscription. D'où la tentation récurrente de gager la monnaie par une valeur sûre telle que l'or ou un autre métal précieux. Ce n'est qu'en 1971 que l'or a été démonétarisé avec l'abandon de la convertibilité du dollar. Définitivement ? Ce n'est pas sûr. Car le monde est en quête d'une monnaie globale, universelle, et des économistes prestigieux, y compris des prix Nobel, estiment que l'or reste un bon candidat à cette fonction.

e-monnaie... Quand l'argent devient actif

Instrument de mesure et d'échange, la monnaie est également un instrument de réserve. Conservée, elle est comme un droit (un « produit sous forme monétaire ») en attente d'être exercé. Simplement thésaurisée, elle est gelée, sans autre contrepartie que sa « liquidité ».

Épargnée, elle est rémunérée pour la renonciation à la jouissance immédiate et à la liquidité et pour le risque couru. Dans tous les cas, le droit sur la production actuelle disparaît car il ne sera exercé que sur une production ultérieure, lorsque l'épargnant redeviendra consommateur (ou investisseur). Mais cette production n'étant pas encore réalisée, ce droit est purement virtuel. On pourrait dire que déjà on spéculé, sur la production future et, corrélativement, sur la valeur de la monnaie : on quitte alors la sphère monétaire proprement dite pour entrer dans la sphère financière.

La rémunération des comptes de dépôts les fait entrer dans la sphère financière, confirmant les thèses qui voient dans la monnaie, en tant que créance, un actif financier. Ce qui ne revient après tout qu'à suivre l'exemple des entreprises (sans parler des banques) qui gèrent au plus près leur trésorerie. Et il reste encore des progrès à faire dans la financiarisation au profit des ménages, si l'on considère que chaque salarié mensualisé consent chaque mois à son entreprise une avance gratuite pour une durée qui peut atteindre trente, voire trente et un jours !

Document à commenter N.2 : Jean Bodin et la première mesure de l'inflation

29 juin 2010. *Le Monde Economie*. Par : Jacques-Marie Vaslin.

Les acteurs de l'économie

Les déboires actuels de l'euro remettent sur la sellette le pacte de stabilité et de croissance. Faut-il s'accrocher au dogme de la monnaie forte, ou peut-on accepter un peu d'inflation ? Il est vrai que le rôle d'une monnaie provoque d'âpres débats entre les économistes. Les tenants du monétarisme, dans la lignée de Milton Friedman (1912-2006), surveillent la croissance de la masse monétaire comme le lait sur le feu, craignant une envolée des prix. D'autres pensent que la monnaie n'est qu'un " voile ", selon l'expression de l'économiste Jean-Baptiste Say (1767-1832). Pour des auteurs plus contemporains, son rôle à court terme reste à démontrer.

Ce débat se retrouve en filigrane entre les tenants de l'orthodoxie monétaire, en premier lieu l'Allemagne, encore traumatisée par la crise de 1923, et les pays qui, dans un passé récent, ont utilisé l'arme monétaire pour relancer leur activité : pour schématiser, les pays du sud de l'Europe. Ce débat ne date pas d'hier. Il y a 450 ans, une fameuse controverse opposa sur ce sujet le seigneur de Malestroit au juriste et philosophe Jean Bodin (1529-1596).

Le XVI^e siècle est une période riche en enseignements économiques. Les conquistadors ramènent d'Amérique des galions remplis d'or et d'argent. Les coffres espagnols regorgent de métaux précieux débarqués à Séville. Mais cette richesse n'est qu'apparente, elle se transforme en

inflation et en importations. L'équivalent espagnol des Etats généraux français, les Cortès, s'émeuvent de voir que « plus il y a d'or qui rentre et moins le royaume en possède ». L'inflation n'épargne aucun pays. A Anvers, le prix du froment est multiplié par six pendant le siècle ; en Angleterre, la hausse des prix de quelques produits atteint 700 %.

C'est dans ce contexte que la Cour des comptes de Paris ordonne, en 1563, une enquête sur les causes de cette inflation. Celle-ci débouche sur la rédaction de deux ouvrages par l'un de ses membres, Jean de Malestroit, les Paradoxes en 1566 et les Remèdes l'année d'après. Cet auteur avance que la hausse des prix est une illusion.

Dans une Réponse à M. de Malestroit publiée en 1568, Jean Bodin élabore une estimation précise des ravages de l'inflation. Son travail étonne encore aujourd'hui par la modernité de sa construction. Le choix des produits qui constituent le panier de référence n'est pas le fruit du hasard. Le blé entre dans son champ d'étude, en prenant soin d'éviter les années de mauvaise récolte. Les prix ne sont pas exprimés en unité de comptes (livre, sou, denier) mais en signe monétaire.

Libre-échange

Bodin ne prend pas non plus en compte les produits dont la production a connu une hausse, comme le velours. Il en conclut que « l'abondance d'or et d'argent a fait enchérir toutes choses dix fois plus qu'elles n'estoyent il y a cent ans ».

Face à l'inflation, Jean Bodin préconise l'instauration du libre-échange, afin de faire circuler cet or en dehors des frontières, l'arrêt des dévaluations et l'établissement d'un rapport fixe entre l'or et l'argent.

Jean Bodin, à qui l'on a attribué la paternité de la théorie quantitative de la monnaie, ne fut certes pas le premier à mettre en relation la quantité de monnaie avec le niveau des prix. Adeptes du mercantilisme, il fit aussi preuve d'humanisme en écrivant (dans un autre ouvrage) la phrase devenue fameuse : " Il n'est de richesses que d'hommes. "

Jacques-Marie Vaslin est maître de conférences à l'IAE d'Amiens.

Document à commenter N.3 : Le pouvoir d'achat

La Documentation française. Juillet 2008.

Plus large que celle du coût de la vie, la problématique du pouvoir d'achat conduit à s'interroger sur la construction de nouveaux indicateurs qui viseraient à rendre compte de l'évolution de la qualité de la vie, voire du bonheur ou du bien-être d'une société. C'est dire que la question du pouvoir d'achat est au cœur de la dynamique économique comme du dialogue social.

Du reste, la place éminente occupée par le thème du pouvoir d'achat durant la campagne pour l'élection présidentielle de 2007 traduit bien l'importance de cette question que les Français placent aux premiers rangs de leurs préoccupations.

Elle a cependant récemment été le lieu du divorce entre les experts, qui font état d'une réalité statistique indiquant une progression constante du pouvoir d'achat, et les ménages dont la perception, tout autre, apparaît biaisée par divers facteurs et notamment par une attention davantage tournée vers la hausse des prix que vers l'augmentation des revenus.

Il est vrai que celle des prix alimentaires apparaît particulièrement impressionnante, en raison de l'augmentation considérable du prix du pétrole qui alourdit le coût du transport de marchandises, et des matières premières agricoles.

Face à cette dynamique inquiétante des prix alimentaires, la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 vise à accroître la concurrence dans le secteur de la grande distribution et donc à faire baisser les prix pour stimuler le pouvoir d'achat des ménages.

La mesure du pouvoir d'achat. Une progression ininterrompue du pouvoir d'achat

Le pouvoir d'achat, c'est-à-dire la quantité de biens et services qu'il est possible de se procurer avec le revenu disponible, est mesuré par la confrontation de la dynamique des revenus et de celle des prix.

Sur longue période, on observe une progression constante, quoique plus ou moins forte, du pouvoir d'achat : de 1960 à 1974, il a augmenté à un rythme soutenu (+ 5,7 % par an en moyenne) mais cette progression a, depuis 1974, quelque peu faibli (+ 2,1 % par an).

En outre, de 1950 à 1968, le pouvoir d'achat des ménages a doublé puis de 1968 à 2000, il a, de nouveau, été multiplié par deux.

Au cours des dernières années, l'INSEE rend compte d'une progression forte entre 1998 et 2002 (+ 3,4 % par an) et d'un ralentissement assez marqué de cette augmentation dans la période suivante : + 1,9 % par an de 2002 à 2006.

Il existe donc un décalage entre la réalité statistique et la perception des ménages.

Les biais de perception et les effets d'agrégation

Les biais de perception concernant les prix ont diverses causes, parmi lesquelles on peut citer :

- la polarisation de l'attention des consommateurs sur le niveau de certains prix ;
- le passage à l'euro, dont l'effet spécifique sur l'inflation a été très modeste mais qui est associé à une perte naturelle de repères à l'égard du système des prix ;
- la croissance particulièrement rapide, ces dernières années, des « dépenses contraintes » – dépenses liées au logement, aux frais de transport, aux assurances obligatoires, aux télécommunications etc., donc relativement incompressibles – qui conduit à diminuer relativement la part du revenu disponible consacrée aux autres dépenses ;
- l'accroissement du désir d'achat, lié notamment à la multiplication des innovations, qui conduit à des frustrations plus marquées ;
- la difficulté à intégrer l'assimilation effectuée par l'INSEE de l'« effet qualité » à une augmentation du volume de consommation : l'écart de prix entre un nouveau produit (par exemple, les téléviseurs à écrans plats) et celui qu'il remplace (les téléviseurs à tube cathodique) est supposé découler intégralement de l'amélioration de sa qualité, et ne modifiera donc pas le niveau général des prix.

Il convient également de relever un certain nombre de biais de perception concernant les salaires, et notamment :

- le fait que les ménages n'intègrent pas à la perception de leur niveau de revenu le produit de leur épargne, l'augmentation de la valeur de leur patrimoine immobilier et les hausses de rémunération perçues comme temporaires ;
- la difficulté à concevoir les allègements fiscaux comme augmentant véritablement le pouvoir d'achat.

Il convient par ailleurs de souligner l'importance des effets d'agrégation qui dissimulent sous les statistiques macroéconomiques la grande hétérogénéité des situations individuelles.

Ainsi, par exemple, le nombre de ménages progresse chaque année d'environ 1 %. Le revenu disponible doit donc se partager entre un nombre toujours plus important de ménages et de personnes, ce qui implique une progression du pouvoir d'achat individuel inférieure à celle fournie par la comptabilité nationale. En outre, la tendance à la réduction de la taille des ménages provoque une diminution des économies d'échelle résultant de la vie à plusieurs, ce qui conduit à une baisse du revenu par unité de consommation.

Ainsi, les années où le pouvoir d'achat progresse faiblement, il y a une quasi-stagnation individuelle. On observe par ailleurs, une forte hétérogénéité des situations individuelles, en raison d'une dynamique des revenus inégale ainsi qu'une inégale exposition à la hausse des prix, dont rendent compte les indices des prix à la consommation catégoriels (établis par grandes catégories socio-économiques et démographiques).

L'imperfection de la mesure des prix

La mesure des prix est en outre imparfaite. Ainsi, concernant par exemple les dépenses de logement, il convient de relever que l'acquisition d'un logement est considérée comme un acte d'investissement et non de consommation. L'inflation foncière pèse donc inégalement sur les acquéreurs de logement et sur les locataires.

Il est d'autre part mal aisé de mesurer de manière fine la qualité des produits, la distinction entre effet de marketing et véritable amélioration de la qualité se révélant notamment largement subjective. L'INSEE ne peut, de plus, prendre en compte l'amélioration de la qualité dans les services.

Par ailleurs, les nouvelles pratiques de distribution compliquent encore la mesure de l'évolution des prix : il est en particulier mal aisé de faire le départ entre les prix et les volumes dans les offres commerciales forfaitaires.

Toutefois ces imperfections ne suffisent pas, pour la plupart des économistes, à créer un biais de mesure dans le sens d'une surévaluation ou d'une sous-évaluation de l'inflation.

Séance 3. Chapitre 1 : Exposé et dissertation individuelle (Sem. 03-07 oct.)

Questions de réflexion :

1. Dans les conditions d'apparition et développement du capitalisme, pourquoi la monnaie est-elle indispensable ? Pourquoi toute monnaie est-elle nécessairement fiduciaire ?
2. A quel moment et par quels auteurs apparaissent les différentes fonctions de la monnaie, unité de compte, intermédiaire dans les échanges et réserve de valeur ?
3. Quelles sont les principales raisons pouvant expliquer l'abandon de l'étalon or au XX siècle ?
4. Pourquoi la théorie de l'utilité marginale est-elle source d'interrogation lorsqu'elle est appliquée à la monnaie ?

Chapitre 2 : La création monétaire

Séance 4. Chapitre 2 : La création monétaire. Exercices (Sem. 10-14 oct.)

Exercice N. 1 : Soient deux banques A et B accordant respectivement 1000 et 500 de crédits :
Présentez leurs bilans. Quelle est la valeur de la masse monétaire M, et quelle en est la contrepartie ?

Quelles sont les parts de marché des dépôts prises par les banques A et B ?

Exercice N. 2 : Sachant que la banque A décide d'accorder un crédit supplémentaire de 300, et en supposant que les parts de marché des dépôts des deux banques restent les mêmes :
Ecrivez les nouveaux bilans et expliquez les nécessités d'un refinancement de A par B.
Revenant à la position initiale (1), même question mais en supposant que A accorde 200 de crédits nouveaux et que B en accorde 100.

Exercice N. 3 : Ecrivez la relation arithmétique unissant la monnaie en circulation M et la monnaie centrale H et expliquez pourquoi cette dernière est aussi appelée base monétaire.

Exercice N.4 : Soit une économie aux données suivantes : offre de monnaie $M= 100$, demande de monnaie $M_d= 500 - 4000i$.

- Calculez le taux d'intérêt d'équilibre et étudiez l'effet sur celui-ci d'une hausse de l'offre de monnaie de 50.

- Partant de la situation initiale, étudiez l'effet d'une hausse de la demande de monnaie de 100.

- En prenant une fonction d'offre de monnaie de la forme $M= 50 + 500i$ et pour une fonction de demande inchangée, calculez le taux d'intérêt d'équilibre et étudiez l'effet d'une hausse de la demande de monnaie de 100.

- Commentez les différences de résultats selon que l'offre de monnaie est indépendante ou non du taux d'intérêt.

Exercice N.5 : On considère un système monétaire composé d'une banque centrale (BC) et de banques commerciales.

L'activité de ce système est décrite par les opérations suivantes (les données sont exprimées en unités monétaires) :

-Créances nettes de la BC sur l'extérieur : $CN/ext = 590$

-Créances nettes de la BC sur le trésor : $CN/TR = 650$

-Les billets détenus par les Agents Non Financiers : $B = 1000$

-Les réserves des banques : $R=240$

-Les certificats de dépôts : $CD=200$

-Les crédits accordés par les banques commerciales : $C=1960$

-Les dépôts à terme < 2ans : $DAT= 800$

-Epargne logement : $EL=600$

-Créances nettes des banques commerciales sur l'Etat : $CN/Etat= 1000$

-Le taux des Réserves obligatoires : 15%

A/ Sachant que les banques commerciales ne disposent pas de réserves excédentaires :

1/ Déterminer le montant des dépôts à vue.

2/ Dresser le bilan des banques commerciales.

- 3/ Dresser le bilan de la Banque centrale.
- 4/ Les ménages achètent des billets de trésorerie (BT) pour un montant de 350 et des titres publics (TP) pour un montant de 450.
- a/ Calculer les différents agrégats.
- b/ Déterminer le taux de préférence pour les billets par rapport à M4.
- B/ 1/ La Banque centrale décide de baisser le taux de réserves obligatoires à $r = 10\%$.
- a / Expliquer l'objectif d'une telle décision.
- b/ Quel est le montant de réserves excédentaires générées par cette décision ?
- c/ Quel est le montant de crédits que les banques commerciales peuvent potentiellement accorder à partir de ces réserves excédentaires ?
- 2/ Soit le taux de préférence pour les billets $b = 20\%$
- Les banques commerciales décident d'accorder des crédits supplémentaires pour un montant de 286. La Banque centrale valide cette décision.
- Quel est le besoin en monnaie centrale des banques commerciales ?

Séance 5. Chapitre 2 Exposé et dissertation individuelle (Sem. 17-21 oct.)

Questions de réflexion :

1. Quels sont les objectifs, l'organisation et les fonctions du système européen de banques centrales (SEBC)? Quel est son état aujourd'hui ?
2. En pensant aux activités effectives des banques, quelles limites voyez-vous aux approches tant du multiplicateur que du diviseur ?
3. Quelles sont les différences entre une économie d'endettement et une économie de marché (origine des fonds, moyens de contrôle de la masse monétaire) ? Quels exemples peut-on trouver ? Quelles sont les limites de cette dichotomie ?
4. Comment peut-on expliquer les différences entre le marché financier, le marché monétaire et le marché des dérivés ?

Chapitre 3 : Le système de crédit français

Séance 6. Chapitre 3 : Le système de crédit français. Exercices (Sem. 31 oct.-04 nov.)

Document à commenter N. 1 : Système bancaire

15 septembre 2010. Private Banking. Henri Schwamm. Université de Genève
HandelsZeitung Fachverlag AG. <http://www.handelszeitung.ch>

Le grand écart entre concurrence et stabilité Les décideurs politiques doivent arbitrer entre des mesures de soutien pour assurer la stabilité du système financier et le souci d'alimenter une concurrence vigoureuse à long terme.

L'histoire bancaire récente comporte deux périodes. La première va des années 1940 aux années 1970 et a été marquée par une réglementation rigoureuse, une intervention étatique forte et une grande stabilité. La seconde, qui a atteint son point critique en 2007 avec la crise des *subprimes*, se caractérise par une importante libéralisation et une plus grande instabilité. Si la concurrence n'a pas joué un rôle significatif pendant la première période, un changement s'est produit pendant la deuxième période à la faveur de la déréglementation, quand les décideurs ont compris que la concurrence renforçait l'efficacité économique. Depuis 2007, et en raison des multiples mesures publiques de sauvetage en faveur des banques aux Etats-Unis et en Europe, on a assisté à d'importants mouvements de concentration, diminuant nettement le poids relatif de la concurrence. Et l'idée qu'il faut réglementer les marchés bancaires qui dysfonctionnent a repris le dessus. Impact indépendant de la structure du marché Que savons-nous au juste du rapport de cause à effet entre concurrence et stabilité dans le système bancaire? Le *Centre for Economic Policy Research*, important réseau de recherche économique domicilié à Londres, vient de consacrer un intéressant Policy Insight signé Xavier Vives à cette difficile question. On présentera ici en bref les principaux enseignements de cette étude. Ils sont tout sauf tranchés. La concurrence imparfaite est la règle dans le monde bancaire. L'information asymétrique crée des barrières à l'entrée de ce secteur ou se traduit par une concurrence ne produisant pas de résultats efficaces. Une des fonctions majeures du système bancaire et financier consiste à surmonter les problèmes nés de l'asymétrie d'information dans l'économie. La concurrence peut augmenter la fragilité intrinsèque des banques (qui créent de la liquidité, ce qui par définition les rend vulnérables). Cet impact est indépendant de la structure du marché. Ce qui signifie que la concurrence ne saurait être tenue elle-même pour responsable de la fragilité des banques. Une banque monopolistique peut connaître les mêmes difficultés qu'une banque en compétition avec une ou plusieurs autres. La concurrence implique une réglementation prudentielle et un prêteur en dernier ressort pour faciliter le sauvetage des établissements qui font face à de graves problèmes et, en temps normal, pour protéger le système contre des externalités négatives (coûts qui ne sont pas pris en compte dans les calculs d'une banque). Une concurrence forte peut inciter les banques à prendre des risques excessifs. C'était le cas aux Etats-Unis dans les années 1980, dans la foulée de la libéralisation et de la déréglementation. Les grandes banques ont tendance à être plus diversifiées, mais il est fréquent qu'elles prennent plus de risques. La libéralisation augmente le danger de crises bancaires, alors qu'un environnement institutionnel fort, bénéficiant d'une réglementation adéquate, l'atténue. On parle d'une corrélation positive entre des mesures favorisant la concurrence entre banques (faibles barrières à l'entrée, ouverture à l'entrée des banques étrangères) et la stabilité du système. Des exigences adaptées D'une manière générale, la réglementation a un effet stabilisateur sur le système bancaire. Elle cherche en tout cas à éviter les effets négatifs de la défaillance d'établissements bancaires et des crises systémiques et à

protéger le petit investisseur. Elle comporte toutefois aussi des effets moins favorables à la stabilité. Le plus important est l'aléa moral, induit par la protection et le renflouement d'institutions financières défailtantes. Il faut admettre que la stabilité du système bancaire repose essentiellement sur deux instruments: le matelas de fonds propres et le prêteur en dernier ressort (généralement la banque centrale). La recherche d'un compromis entre concurrence et stabilité est nécessaire mais compliquée. Une réglementation bien structurée peut faciliter les choses. Les exigences en matière de fonds propres qui tiennent compte des externalités systémiques doivent être adaptées à l'état du marché. Elles doivent être renforcées si la concurrence est plus vive. Dans un monde où il est difficile de procéder à un réglage de précision (*fine-tuning*) de la réglementation (les négociations internationales en cours le confirment), il ne serait pas sage d'éliminer complètement le rapport de forces sur le marché bancaire. En cas de danger de crise systémique, la pression qui pèse sur les autorités pour qu'elles stabilisent le système est énorme. Les mesures qu'elles prennent dans ces circonstances – la récente crise l'a montré – présentent un fort potentiel de distorsion de la concurrence. Fini le *level playing field* : les banques ne luttent plus entre elles à armes égales. Exemple: les banques trop grandes pour faire faillite (*too big to fail*) recevant de l'aide publique finissent par opérer avec des frais financiers moindres que les autres (à court et à long terme, en raison de la garantie implicite dont elles bénéficient). Sur la corde raide Pour stabiliser le système, l'Etat a dû intervenir, au point de devenir parfois propriétaire plein et entier des banques secourues. Et quand le contribuable paie la facture, il est normal que l'Etat se préoccupe de la manière dont la banque aidée est gérée. Car si le système bancaire n'est pas discipliné par la concurrence, il perd de son efficacité et en fin de compte de sa stabilité (plus forte exposition au risque, plus de faillites bancaires). En situation de crise, les décideurs politiques (régulateurs et autorités responsables du contrôle de la concurrence) sont sur la corde raide et dans le même bateau. Ils ont intérêt à coordonner leurs activités. Ils doivent arbitrer entre des mesures de soutien nécessaires pour éviter la contagion et donc assurer la stabilité et le souci d'alimenter une concurrence vigoureuse à long terme. Il leur faut absolument trouver un compromis (*trade-off*) entre ces deux objectifs apparemment contradictoires, surtout à court terme. Quant à la question importante et ô combien actuelle de savoir si les banques peuvent croître au point d'être en mesure d'influencer significativement leur propre réglementation, elle reste largement ouverte.'

6645|PBA1010_CMP_schwamm. Document BANCAS0020100908e69f00009

Document à commenter N 2 : Banque Centrale, liquidité bancaire, sauvetage

En créant la BCE et l'euro, les Etats ont permis l'émergence d'un pouvoir monétaire autonome, rempart contre l'inflation. Pendant la crise, la BCE a aussi soutenu la croissance en fournissant des liquidités aux banques ; la banque centrale européenne, clé de voûte du système bancaire

Jean-Luc Champetier. 11 septembre 2010. *Investir Hebdo*.

Basée à Francfort, la BCE est une institution supranationale créée le 1er juin 1998 dans la perspective de la création de la monnaie unique. Son rôle est de maintenir, au sein de la zone euro, une inflation sous mais à proximité du seuil des 2 % (elle était de 1,6 % en août), en limitant la quantité de monnaie en circulation. La BCE contrôle la « planche à billets ». Elle est la gardienne du pouvoir d'achat de l'euro, entré en vigueur dès le 1^{er} janvier 1999 sur les marchés financiers (cours des actions, des obligations...), avant l'introduction des pièces et billets début 2002.

Pour empêcher une hausse exagérée des prix, la concurrence est essentielle : le danger vient des monopoles privés ou publics. C'est pourquoi les Etats ont admis qu'ils ne peuvent être garants de l'intérêt général dans le domaine de la monnaie. C'est cette théorie économique qui a abouti dans nombre de pays à la création d'un institut d'émission **indépendant** des gouvernements, sur le modèle du pouvoir judiciaire. Il s'agit de rendre impossibles des mesures de création monétaire

électorales aux effets négatifs à moyen terme. Mais la politique budgétaire des Etats, autre versant de la politique économique, est elle aussi encadrée par les fameux « critères de Maastricht », du moins en théorie, avec un déficit limité à 3 % du PIB et un endettement maximal de 60 %. Objectif : empêcher l'effet boule de neige de la dette et le phénomène du passager clandestin, qui s'endette en profitant des faibles taux d'intérêt obtenus grâce à la vertu des autres. Ces limites ont été largement dépassées pendant la crise, et un durcissement des sanctions est à l'étude en cas de dérapage.

L'Eurosystème. La BCE, qui emploie 1.560 personnes, est dotée d'un budget **autonome**, alimenté par le placement de ses fonds propres (11,8 milliards d'euros fin 2009). Elle est dirigée par les 22 membres du Conseil des gouverneurs. Celui-ci regroupe les gouverneurs des 16 banques centrales nationales (BCN) des Etats de la zone euro et les 6 membres du directoire. La BCE est le centre de décision de l'Eurosystème, et adresse ses instructions aux 16 banques centrales qui le composent (à ne pas confondre avec le Système européen de banques centrales, qui regroupe celles des 27 états de l'Union). Les décisions sont centralisées. La BCE peut à sa guise agir directement, mais le plus souvent elle délègue aux BCN.

La politique monétaire. Outre le contrôle de l'émission de pièces et billets, les opérations de politique monétaire consistent surtout à fournir ou à retirer des liquidités aux banques commerciales. Le principal taux directeur (taux de refinancement) est fixé par le Conseil des gouverneurs, qui se réunit chaque premier jeudi du mois. Au plus fort de la crise financière, il a été rapidement abaissé de 2,5 % début 2009 à 1 % le 13 mai 2009, niveau maintenu depuis pour éviter la déflation et soutenir la croissance économique. Depuis cette date, les appels d'offres à taux variable (le taux directeur étant le minimum) sont remplacés par des prêts au taux fixe de 1 %, en quantité illimitée.

Compte tenu de la défaillance du marché interbancaire pendant trois ans (crise des subprimes en août 2007), le rôle de l'Eurosystème a été considérablement renforcé. Méfiantes, les banques ne se prêtaient plus entre elles. Face à cette crise systémique, la BCE s'est substituée au marché interbancaire (censé fonctionner entre deux appels d'offres), collectant les dépôts des unes et accordant des prêts aux autres. Ces financements, d'une semaine à un an (pas plus de trois mois actuellement), sont adossés à des titres remis en garantie (« le collatéral »), avec une décote croissante selon le risque de défaillance des émetteurs. Mais, depuis mi-octobre 2008 (faillite de Lehman Brothers), la note minimale des titres acceptés dans ce cadre a été fortement abaissée (de A- à BBB-), avec même une exemption pour les titres grecs depuis mai 2010.

Mesures non conventionnelles Depuis cette date, la BCE a été jusqu'à mettre en œuvre une politique particulièrement « non conventionnelle », consistant à acheter aux banques des emprunts émis par des Etats fragiles (après avoir déjà acquis des obligations foncières après octobre 2008). Ce portefeuille risqué a atteint 61 milliards d'euros. Cette décision a été prise par mise en minorité de l'Allemagne, qui a rappelé que la BCE ne doit normalement pas financer la dette des Etats.

Document à commenter N 3 : Un nouveau contrat pour la BCE

JEANNE HAGENBACH. 10 septembre 2010. *Les Echos*.

La zone euro constitue une union monétaire hétérogène. Les pays qui en font partie étant chacun touchés par des chocs spécifiques, leurs besoins de stabilisation sont différents et donc difficilement gérables par des actions communes. Pour répondre à cette imperfection, la zone euro combine une politique monétaire commune, déléguée à la Banque centrale européenne (BCE), avec des politiques budgétaires nationales, dont la responsabilité incombe aux gouvernements des Etats membres. La mission principale de la BCE est de maintenir la stabilité

des prix dans l'Union, les gouvernements sont responsables de leurs dépenses publiques tout en respectant des règles communautaires de discipline budgétaire.

Cette configuration devait réduire les asymétries entre les pays de l'Union afin d'assurer une croissance saine avec un taux de chômage faible, dans un environnement non inflationniste. Pourtant, le résultat n'est pour l'instant pas très encourageant. La stabilité des prix a été maintenue sur l'ensemble de l'Union, mais des divergences d'inflation et de revenus persistent et l'activité économique s'est avérée nettement moins dynamique que prévu. Le bon fonctionnement du système est de plus en plus souvent remis en question (surtout après les difficultés rencontrées dans la gestion de la crise récente). Dans ma thèse, je tente d'approfondir l'étude des politiques macroéconomiques dans une Union hétérogène, et de proposer des stratégies alternatives pour la banque centrale et les gouvernements.

Depuis le début de la zone euro, la BCE a opté pour une politique strictement centralisée, conduite sur la base des performances économiques globales des pays membres. Or il serait bénéfique de prendre en compte les disparités nationales tant que des asymétries structurelles persistent dans l'Union. Je propose un « contrat optimal » pour la politique monétaire, pénalisant la banque centrale pour les divergences d'inflation et de revenus dans l'Union, après avoir montré que, si la banque centrale était hostile uniquement aux écarts d'inflation sans être concernée par les divergences de revenus, sa politique ne serait pas forcément meilleure que la politique centralisée actuelle.

Ce résultat est confirmé dans un cadre plus général qui introduit dans l'analyse des éléments de politique budgétaire concernant la gestion des dépenses publiques dans l'Union : une politique monétaire commune orientée vers la réduction des divergences nationales apparaît bénéfique, mais uniquement si la banque centrale est hostile simultanément aux divergences d'inflation et de revenus. Mais comme la mission de la BCE concerne principalement la stabilité des prix, les politiques budgétaires restent les principaux outils pour réduire les disparités. En résumant les résultats de cette thèse, leur conduite devrait se faire dans un cadre bien coordonné, qui prend en compte l'existence d'asymétries structurelles dans l'Union. La coordination pourrait venir d'un accord commun sur les variables nationales objets de la stabilisation budgétaire (inflation et revenus, par exemple) et leur importance relative, tout en maintenant l'autonomie des gouvernements nationaux dans la conduite de leurs politiques.

Si cette thèse n'apporte pas la solution optimale de gouvernance macroéconomique pour la zone euro, elle présente des pistes pour une amélioration de la gouvernance dans le contexte actuel de l'Union européenne. Elle ouvre par ailleurs des portes vers des recherches futures en matière de gouvernance optimale dans une union monétaire hétérogène.

Exercice N.1 : Expliquez en quoi consiste la désintermédiation des ressources d'une banque. Trouvez des exemples.

Exercice N.2 : Intermédiation des placements et des financements.

En vous appuyant sur les données ci-dessous, analysez l'évolution des placements et des financements intermédiés des agents non financiers résidents (ANFR) en utilisant différentes mesures de taux d'intermédiation.

Tableau 1 : Evolution des placements des agents non financiers résidents.

Placements des agents non financiers résidents	Année t_0	Année t_n
Bons du trésor sur formule (émis par le Trésor public et non négociables)	90	40
Billets de trésorerie émis par des entreprises résidentes	200	500
Obligations du Trésor	410	680
Obligations émises par des entreprises résidentes	120	700
Actions émises par des entreprises résidentes	150	600

Tableau 2 : Evolution des emplois et des ressources des établissements de crédit (EC)

Ressources (Passif)	Année t_0	Année t_n
Réserves provisoires	240	370
Obligations émises par les EC résidents détenues par des ANFR	410	1100
Obligations émises par les EC détenues par des non résidents	70	215
Certificats de dépôts émis par les EC détenus par des ANFR	310	1535
Bons à moyen de termes négociables émis par les EC détenus par des ANFR	100	200
Epargne contractuelle (plan épargne logement, plan épargne populaire...)	85	100
Comptes sur livrets	180	220
Dépôts à terme des ANFR	250	310
Dépôt à vue des ANFR	2100	2900
Emprunts à des EC résidents	2000	2800
Emplois (Actif)		
Immobilisations	120	160
Obligations émises par des entreprises résidentes	130	690
Obligations émises par des obligations non résidentes	130	260
Obligations du Trésor	110	570
Bons du trésor négociables	250	900
Crédits aux ANFR	3245	4115
Crédits à la clientèle non résidente	150	310
Billets de trésorerie émis par des résidentes	400	1000
Prêts accordés à des EC résidents	2150	2550
Comptes courants à la banque de France	120	180

Séance 7. Chapitre 3 Exposé et dissertation individuelle (Sem. 08 -12 nov.)

Questions de réflexion :

1. Quelles sont les principales opérations de financement de l'économie et qu'est ce qui différencie les banques des autres institutions financières ?
2. Quels sont les principaux facteurs expliquant l'intervention des intermédiaires financiers, et quels sont les risques de l'intermédiation financière ?
3. En quoi le système de crédit français se différencie-t-il de celui des Etats-Unis, et quel est l'avenir du système de crédit français ?
4. Quel est le rôle du marché des dérivés dans le financement de l'économie ?

Chapitre 4 : Les marchés français de capitaux

Séance 9. Chapitre 4 : Les marchés français de capitaux. Exercices (Sem. 21-25 nov.)

Document à commenter N. 1 : Les différents marchés financiers

Le domaine de la finance englobe des marchés aux fonctions diverses. Au sens large, les marchés financiers désignent des marchés où peuvent être émises, achetées ou vendues des valeurs mobilières de toute nature. Certains de ces marchés assument un rôle de financement, mais les besoins de financement des entreprises peuvent être des besoins de court, moyen ou long terme.

Pour répondre à ces besoins de financement, il existe donc plusieurs types de marchés financiers, certains consacrés aux financements à long terme (marché des obligations et marché des actions) et d'autres, dédiés aux financements à court terme (marché monétaire et marché interbancaire).

Il existe en fait un marché financier spécifique pour chaque type d'instruments financiers négociés.

Les différentes catégories de marchés financiers :

Le marché de capitaux à court terme. Ce marché regroupe deux marchés :

- **Le marché interbancaire** qui est réservé aux banques pour échanger entre elles des actifs financiers et emprunter/prêter à court terme. Ou encore à la banque centrale qui intervient pour apporter ou reprendre des liquidités (gestion de la masse monétaire pour contrôler l'inflation). C'est sur ce marché que s'établissent notamment les taux d'intérêt à très court terme (au jour le jour ou à 7 jours par exemple).

Son rôle : Les établissements financiers se prêtent entre eux les liquidités nécessaires pour faire face à leurs engagements de très court terme ; notamment, les banques doivent approvisionner leur compte à la banque centrale, qui ne peut descendre en dessous d'un seuil appelé réserves obligatoires. Les taux d'intérêt de ces prêts interbancaires résultent de l'offre et de la demande, mais aussi du niveau des taux directeurs.

La banque centrale peut prêter ou retirer des liquidités à l'ensemble des établissements financiers, en fonction des décisions de politique monétaire prises par son conseil. Les taux d'intérêt des liquidités fournies sont fixés par la banque centrale : ce sont les taux d'intérêt directeurs. Ils sont directeurs car ils guident étroitement les taux auxquels les établissements financiers se prêtent entre eux.

De cette façon, la banque centrale peut :

- Orienter l'évolution des taux d'intérêt à très court terme et, de proche en proche, le taux des crédits aux entreprises et aux particuliers.

- Réguler la liquidité des établissements financiers et, indirectement, la quantité de monnaie et de crédit dans l'économie.

- Elle peut ainsi influencer sur la hausse des prix, principal objectif de la politique monétaire, et, secondairement, sur le niveau d'activité économique.

- **Le marché monétaire** qui est un marché de capitaux à court et moyen terme. Il permet aux institutions financières -Trésors nationaux, banques centrales, banques, gestionnaires de fonds, assureurs, etc.- et aux grandes entreprises de placer leurs avoirs à court terme ou de se procurer des financements courts. Par "court", on entend généralement moins d'un an.

Son rôle : Sur ce marché sont donc émis et échangés les titres de créance négociables à échéance courte tels que les bons du Trésor, les billets de trésorerie émis par des entreprises, les certificats de dépôts émis par des établissements financiers... A la différence du marché interbancaire, les entreprises et les particuliers y ont accès, mais le marché reste tout de même difficilement accessible en direct par les particuliers.

Par ailleurs, les titres échangés sur ce marché et les titres du marché interbancaire sont les constituants essentiels du portefeuille des OPCVM monétaires.

Le marché de capitaux à long terme. Ce marché comprend lui aussi deux marchés :

- Les marchés des actions sont des marchés où sont émises et échangées les actions des sociétés cotées. Le terme usuel est évidemment la bourse (de Paris, de New York, etc.).

- Le marché obligataire est un marché où sont émises et échangées les obligations des entreprises ou des collectivités publiques. (Voir à Obligation)

Enfin, à côté, d'autres marchés cohabitent tels que :

- Le marché des changes : marché mondial, qui est essentiellement interbancaire, sur lequel s'échangent les devises des différents pays (exemple de produit traité : la parité euro/dollar.)

- Le marché des dérivés : marché où s'échangent des instruments financiers dérivés d'un actif support (action, obligation, etc.). Les intervenants sur ces marchés sont des investisseurs professionnels.

Les marchés du neuf et de l'occasion. Les marchés eux-mêmes sont scindés en deux compartiments : le marché primaire et le marché secondaire.

- **Marché primaire** : pour l'émission des titres

- **Marché secondaire** : pour l'achat et la revente des titres

Sur le marché primaire sont émises et souscrites les valeurs mobilières nouvelles. Sur le marché secondaire, sont vendues et achetées les valeurs mobilières «anciennes». Le marché secondaire est donc une sorte de marché de «l'occasion», à ceci près que l'on ne peut pas parler d'usure dans le cas d'une valeur mobilière...

Lors d'une émission (pour une obligation) ou d'une introduction (pour une action) sur le marché primaire, les investisseurs se voient proposer des titres à un certain prix (le prix d'émission).

Dès lors que les actions et obligations émises sur le marché primaire ont été achetées une première fois par un investisseur, ce dernier est libre de les céder sur le marché secondaire, mais cette fois, au prix du marché c'est-à-dire au prix fixé selon la loi de l'offre et la demande. Le marché secondaire permet de rendre disponibles à tout moment les capitaux investis sur le marché primaire et d'acheter ou vendre des titres déjà émis et cotés.

Cette activité, organisée et régulée, est un marché réglementé, communément appelé «bourse».

Document à commenter N. 2 : Débats sur les agences de notation

AGENCES DE NOTATION : L'AGENCE FITCH DEMANDE SON HOMOLOGATION EUROPÉENNE

31 août 2010. Europolitique. EURPTQ. Europe Information Service All Rights Reserved

L'agence de notation *Fitch Ratings* a annoncé le 27 août avoir déposé un dossier d'homologation auprès de la Commission européenne afin de se conformer aux nouvelles règles édictées au niveau communautaire pour réguler le secteur, critiqué pour son rôle dans la crise financière.

En septembre dernier, a été adopté un règlement - d'application directe dans les Etats membres - visant à contrôler l'activité des agences de notation, chargées d'évaluer la solvabilité des Etats ou d'entreprises, ainsi que le risque que comportent certains produits financiers. Cet enregistrement les contraint à se conformer à de nombreuses mesures, concernant notamment leur fonctionnement interne, qui visent à éviter les conflits d'intérêt et à imposer plus de transparence.

Les trois agences mondiales (Moody's Investors Service, Standard & Poor's et Fitch), décrites comme excessivement puissantes, incontrôlables et faillibles, sont dans la ligne de mire de nombreux États depuis la crise financière. Les investisseurs s'appuient pour la plupart sur ces notations pour prendre leurs décisions, or elles sont accusées d'avoir fermé les yeux sur les produits toxiques « *subprime* » à l'origine de la crise. En début d'année, on leur a aussi reproché d'avoir soufflé la panique en dégradant les notes d'Etats européens, dont la Grèce, l'Espagne ou le Portugal.

Pour rappel, le règlement 1060/2009, en vigueur à partir de décembre 2010, met en place un régime réglementaire commun pour l'émission de notations. Toutes les agences de notation qui souhaitent que leurs notations soient utilisées dans l'UE devront demander leur inscription. Le texte initial prévoit que les candidatures doivent être soumises au Comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (CERVM) et faire l'objet d'une décision collégiale des régulateurs concernés. Les agences de notation inscrites devront se soumettre à des règles strictes afin de garantir (i) que les notations ne sont pas influencées par des conflits d'intérêts, (ii) que les agences de notation restent vigilantes quant à la qualité de la méthode de notation et des notations elles-mêmes, et (iii) qu'elles agissent d'une manière transparente. Le règlement prévoit aussi un système de surveillance efficace au titre duquel les autorités européennes compétentes surveilleront les agences.

La Commission a, ensuite, proposé le 2 juin dernier une modification à ce règlement prévoyant que les agences de notation de crédit qui souhaitent exercer dans l'un des États membres de l'UE devront s'enregistrer auprès de la future nouvelle autorité de surveillance - l'Autorité sur les valeurs et les marchés mobiliers (ESMA). Celle-ci aura le pouvoir d'imposer des amendes ou même de retirer la licence de tout organisme qui violerait les règles. Elle pourra aussi effectuer des inspections sur place et demander des informations sur la façon dont sont rassemblées les évaluations. Les agences ont en principe jusqu'au 7 septembre pour déposer une demande d'enregistrement.

Document à commenter N.3 : Réglementation sur les produits dérivés en France

Les banques françaises sont favorables à la réglementation sur les produits dérivés
Fédération Bancaire Française. 14 septembre 2010.

La profession bancaire française accueille favorablement la proposition de règlement de la Commission européenne qui vise à encadrer les activités sur produits dérivés à travers, notamment, la mise en place de chambres de compensation. La crise financière a en effet montré

l'importance des infrastructures de marché et de post marché pour la stabilité financière. Ces chambres de compensation centralisées pour les produits dérivés doivent permettre de réduire les risques systémiques en limitant l'impact d'une défaillance de l'une des parties engagées dans une opération sur produit dérivé. La profession bancaire française estime en outre que ces chambres de compensation doivent être établies par zone monétaire en fonction de la devise du dérivé concerné ; ainsi, pour les dérivés libellés en euros ou pour les dérivés de crédit dont la monnaie de référence sur laquelle le souscripteur du produit dérivé souhaite se couvrir est l'euro, la chambre de compensation doit être localisée en zone euro afin d'avoir l'accès direct à la liquidité de la BCE.

Le texte de la Commission a également pour but d'améliorer la transparence sur les marchés de dérivés avec l'enregistrement des opérations sur produits dérivés dans des référentiels centraux qui seront supervisés par la nouvelle autorité de supervision des marchés (AEMF). Les banques françaises sont favorables à la création de tels outils.

En revanche, la profession bancaire considère que le principe d'interopérabilité entre les chambres de compensation n'est pas adapté pour les dérivés car il est source de fragilité : en effet, l'interopérabilité peut être vecteur de propagation du risque systémique en cas de faillite d'une chambre de compensation interconnectée ; par ailleurs la multiplication des liens entre les chambres de compensation est également facteur de fragmentation de l'information.

Concernant le champ des produits, la profession bancaire française estime que plusieurs étapes seront nécessaires et que la priorité doit être donnée aux produits dérivés générant des risques systémiques, comme les dérivés de crédit, notamment les CDS, par rapport à des dérivés moins dangereux comme les dérivés sur actions.

Exercice N.1 : Pour chacune des affirmations suivantes, vous indiquerez si elles sont justes ou fausses en justifiant votre réponse.

1. Les OPCVM peuvent être considérés comme des intermédiaires financiers.
2. Avec la concurrence des marchés financiers, les banques peuvent disparaître.
3. Les certificats de dépôt et les billets à ordre négociables peuvent être émis sur par une banque sou-liquide sur le marché des titres de créances négociables.
4. Une banque déficitaire en monnaie peut se refinancer en prenant des titres en pension.
5. L'émission des certificats des dépôts accroît la mobilièrisation des actifs bancaires.
6. Dans le cadre des opérations d'*open-market*, quand la banque centrale achète des bons de trésor, les taux du marché interbancaire augmente.

Séance 10. Chapitre 4 Exposé et dissertation individuelle (Sem. 28 nov.-2 déc.)

Questions de réflexion :

1. A quoi servent les réserves obligatoires des banques ? Comment la Banque centrale peut-elle utiliser l'instrument des réserves obligatoires ?
2. Quel est l'état actuel des opérations d'*open-market* et de l'Eurosystème ?
3. Quels sont les avantages et les inconvénients de la globalisation financière ?
4. Quelles sont les mesures à prendre face aux risques engendrés par la globalisation financière ?

Chapitre 5 : Macroéconomie monétaire

Séance 11. Chapitre 5 : Les théories monétaires. Exercices (Sem. 05-09 déc.)

Exercice N.1 : Calcul de l'encaisse monétaire.

On souhaite connaître la quantité de monnaie détenue par différents agents économiques de l'agglomération lyonnaise, leur permettant de réaliser leurs achats mensuels.

- Un grand joueur de l'Olympique Lyonnais (a) percevant un salaire de 360000 euros tous les trente jours. Sa dépense entre 2 paies est parfaitement homogène.
 - Un manoeuvre débrouillard (b) percevant 900 euros tous les quinze jours et ayant une dépense parfaitement homogène entre deux paies.
 - Un étudiant salarié (c), percevant 1200 euros par mois, mais habitant chez ses parents les 5 premiers jours de chaque mois. Ainsi, il ne dépense rien pendant 5 jours à la suite desquels il a une dépense homogène.
 - Une cadre supérieure du secteur des assurances (d). Percevant 6000 euros par mois. Son emploi du temps étant très chargé, elle dépense 2/3 de son salaire le jour où elle le reçoit et 1/3 20 jours après.
 - Une caissière de magasin (e) percevant 1200 euros par mois et ayant une dépense homogène.
- i. Représentez graphiquement l'évolution du stock de monnaie détenu par chacun des individus au cours du temps.
 - ii. Pour chaque agent, calculez l'encaisse monétaire *moyenne* L et la valeur du paramètre k de l'équation de Cambridge. Calculez k au niveau agrégé.
 - iii. Comparez les comportements d'encaisses des divers agents. En déduire les éléments expliquant le montant des encaisses pour motif de transaction.
 - iv. Comment évoluerait l'encaisse de (a) s'il décidait d'économiser 60000 euros par mois sur son compte courant (non rémunéré) ? Commentez.

Document à commenter N 1: Keynes ou Friedman ?

3 janvier 2009. *Le Monde*. Daniel Cohen. Editorialiste associé

Analyse

La crise des *subprimes* a éclaté au grand jour en août 2007, lorsque le marché interbancaire s'est brutalement asséché, obligeant les autorités monétaires à injecter massivement les liquidités manquantes. Une année difficile s'en est suivie sur le front financier. Pourtant, d'août 2007 à août 2008, la crise économique n'a pas semblé très menaçante aux observateurs. Thermomètre imbattable des anticipations de croissance, le prix du baril a flambé au cours de cette période, la spéculation se portant alors sur un actif réputé en forte demande du fait de la croissance mondiale.

Vint alors l'instant décisif, le " tsunami financier ", comme il fut appelé : la faillite de la banque Lehman, le 15 septembre 2008, immédiatement suivie de la quasi-faillite du plus grand assureur mondial, la compagnie AIG. En quelques mois, le baril perdait les quatre cinquièmes (!) de sa valeur, passant de 147 dollars en juillet à moins de 40 dollars début décembre. Les prévisions de

croissance ont été immédiatement révisées à la baisse, les risques de défaut prévus pour 2009 étant tout à coup multipliés par un facteur trois.

La disproportion entre la faillite d'une banque certes importante dans l'écheveau complexe des produits financiers, Lehman, et ses conséquences est trop considérable pour que l'explication se réduise aux conséquences directes de cette faillite. Quelle sorte de crise vivons-nous ?

Revenons à l'inévitable référence, la crise de 1929. Dans les années 1930 comme dans la crise actuelle, un événement décisif a précipité la crise : le krach boursier du " mardi noir ", le 29 octobre 1929. Les Etats-Unis étaient déjà en récession ce jour-là, l'activité industrielle déclinant en fait depuis le mois de juin 1929. De même, aujourd'hui, l'économie américaine est-elle de facto en crise (depuis le mois de décembre 2007, selon le *National Bureau of Economic Research*). Mais le krach du mardi noir de 2008 et la faillite de Lehman ont provoqué un enchaînement nouveau. Ils ont chacun brisé les espoirs d'une reprise rapide, provoquant une nouvelle spirale descendante.

Les achats de " biens durables " (automobile, immobilier...) sont à chaque fois en première ligne. Ce sont des biens dont on peut reporter l'achat, le temps de voir passer l'orage. Ils ont baissé de 20 % au cours de la seule année 1930, les achats d'automobiles chutant des deux tiers entre 1930 et 1933 ! Aujourd'hui l'automobile est à nouveau frappée de plein fouet par la crise, le leader mondial, General Motors, étant en quasi-faillite. L'autre grand secteur touché par la crise, hier comme aujourd'hui, est le logement. Dans certaines villes, comme Cleveland, plus de la moitié de la population fera défaut sur ses dettes hypothécaires. Aujourd'hui, la crise fait baisser les prix de l'immobilier américain à un rythme annuel de 15 % l'an.

Le rôle joué par les achats de biens durables est au coeur des interprétations dites keynésiennes de la crise. Selon le raisonnement proposé par John Maynard Keynes, et repris notamment par l'économiste du MIT Peter Temin, la crise de la consommation de biens durables est le coup d'envoi d'une montée du chômage qui se propage ensuite, selon un mécanisme multiplicateur, à l'ensemble de l'économie.

L'ennemi juré de Keynes, Milton Friedman, a toutefois proposé une autre explication de la crise des années 1930, qui est aujourd'hui majoritairement retenue par les spécialistes. Aux yeux de Friedman, le principal facteur qui explique l'ampleur de la crise des années 1930 tient au fait que les autorités monétaires ont laissé les banques faire faillite. On comptait 29 000 banques avant la crise, il en restera 12 000 en 1933. Au total, la monnaie et le crédit chuteront de plus d'un tiers, entraînant l'économie dans la déflation. Pour Friedman, la responsabilité de la crise incombe ainsi à la banque centrale, qui a laissé s'écrouler, sans réagir, le système bancaire.

La faillite de Lehman ne se compare certes pas aux faillites bancaires des années 1930. Elle a toutefois brutalement ravivé la crise financière. Tous les trésoriers d'entreprise ont compris que le refinancement de leurs crédits, à peu près assurés au cours de l'année écoulée, ne serait plus garanti. Tout s'est passé comme si la faillite de Lehman avait créé un choc virtuel comparable à la faillite réelle des banques américaines dans les années 1930. Comment est-ce possible ?

Pour comprendre le mécanisme à l'oeuvre, il faut revenir en arrière. Tout au long des années qui ont suivi la seconde guerre mondiale, les récessions ont été déclenchées par une séquence simple et immuable. La croissance, lorsqu'elle s'emballe au-dessus de son potentiel, tend à provoquer une inflation salariale. Ce phénomène est associé à ce que les économistes appellent " la courbe de Phillips ". Lorsque le chômage tend à baisser, les revendications salariales augmentent, déclenchant une spirale prix-salaire. Pour casser celle-ci, les autorités doivent mener une politique restrictive, souvent brutale, qui brise la croissance. La majeure partie des récessions d'après-guerre tient à ce processus.

Or, nous vivons depuis le début des années 1990 dans un monde différent, caractérisé par ce qu'on appelle " la grande modération " salariale. Laminés par la désindustrialisation, l'érosion du pouvoir syndical, la mondialisation, les ouvriers ont perdu leur pouvoir de négociation. Cette rupture change les règles de fonctionnement de l'économie. L'argent facile n'allume plus

l'inflation salariale, comme par le passé. Elle déclenche la spéculation, l'inflation du prix des actifs financiers...

On a ainsi connu depuis les années 1990 : la bulle Internet, la bulle immobilière, la bulle sur le pétrole, qui ont chacune crevé à tour de rôle... C'est la " bulle financière " qui a éclaté le 15 septembre, si l'on comprend celle-ci comme la promesse qu'un refinancement perpétuel puisse être assuré, même aux projets les plus fous. La faillite du fonds Madoff, lequel a pu traverser la crise de 2007 et la majeure partie de 2008 avant d'être démasqué, est emblématique de cette rupture.

La boucle est ainsi bouclée. La crise de Lehman, à l'instar du krach d'octobre 1929, sonne comme le véritable départ de la crise : celle de la consommation, versant Keynes, et celle de l'intermédiation financière, versant Friedman. Ce n'est pas l'un ou l'autre de nos auteurs que les autorités doivent choisir comme bréviaire, mais bien les deux à la fois. Pour les spécialistes de 1929, mais c'est moins urgent, il est à prévoir aussi que les vieux débats seront revisités.

Document à commenter N. 2 : Déficits et keynessianisme

Réduction des déficits : attention danger ! Gilles Raveaud

1 septembre 2010. *Alternatives Economiques*

Les économistes anti-keynésiens viennent de recevoir un soutien inattendu, celui de Paul Krugman, pourtant habitué à critiquer les positions orthodoxes. Pour Krugman en effet, il faut limiter les déficits, car une dette trop élevée conduira nécessairement à de l'inflation. De plus, pour Krugman, une hausse des taux d'intérêt est à craindre, car l'Etat doit " convaincre le secteur privé de lui accorder des ressources ". Krugman défend ses positions en opposition avec James Galbraith, chercheur au Levy Institute, un institut qui rassemble les meilleurs économistes keynésiens des Etats-Unis.

Pour Galbraith, " aussi longtemps que les banques américaines doivent accepter les chèques émis par le gouvernement, le gouvernement peut dépenser sans emprunter ", et ce sans même risquer une hausse des taux d'intérêt. En effet, les dépenses publiques ne font que " réduire le gaspillage associé au chômage ", et cela sans demander quelque effort que ce soit au secteur privé qui, précisément, n'utilise pas ses ressources à des fins productives. Dans sa réaction, Krugman est contraint de se rallier aux positions de Galbraith, reconnaissant, comme lui, que la question de l'inflation ne se posera qu'une fois que l'économie sera revenue au plein-emploi, ce qui n'est pas précisément d'actualité.

La position de Galbraith est développée par Jan Kregel, lui aussi membre du Levy Institute, qui rappelle que la dette publique est la solution à un problème essentiel de coordination entre agents économiques privés. Que faire en effet si les ménages souhaitent épargner plus que ce que les entreprises souhaitent emprunter pour investir ? Pire encore : que faire si, comme actuellement, non seulement les ménages, mais également les entreprises, souhaitent épargner ? Dans ce cas, Kregel estime qu'un Etat " responsable " mettra en oeuvre un déficit, afin d'absorber ces excès d'épargne, et d'utiliser les fonds pour soutenir la production et l'emploi.

Mais les importants déficits actuels sont-ils tenables ? Pas selon l'influente étude de Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, selon laquelle, lorsque la dette publique dépasse un certain niveau (90 % du PIB), deux maux sont à craindre : une croissance plus faible, et un risque élevé pour le pays de faire défaut sur sa dette. Pourtant, selon Yeva Nersisyan et Randall Wray, chercheurs au Levy Institute, un pays, comme les Etats-Unis, qui émet une " dette souveraine ", c'est-à-dire qui frappe sa propre monnaie, et qui n'est pas contraint de maintenir un taux de change fixe (avec les autres devises), ne risque rien. Ce pays peut en effet toujours émettre de la monnaie afin de financer sa dette.

A l'appui de leur démonstration, Nersisyan et Wray citent le Japon, qui connaît un niveau de dette très élevé, sans pour autant faire faillite. Et ils relèvent que Reinhart et Rogoff ne citent aucun exemple de pays dans ce cas ayant fait défaut sur sa dette. Par contre, Nersisyan et Wray notent que lorsqu'un pays émet une " dette non souveraine ", comme les pays de la zone euro, alors le risque de défaut est bien réel. Car dans ce cas, le pays est un " utilisateur ", et non un " émetteur " de sa monnaie. Il ne peut financer son déficit que par les impôts ou l'emprunt, mais pas par l'émission de monnaie.

Cette analyse éclaire la situation actuelle, dans laquelle les pays monétairement souverains, comme les Etats-Unis et le Royaume-Uni, financent leurs dettes sans difficulté, tandis que toute la zone euro tremble devant les marchés. On voit alors le ver qu'aura été l'indépendance de la Banque centrale européenne dans le fruit de l'euro : en voulant arracher définitivement la monnaie des mains des Etats, les bâtisseurs de l'euro ont finalement fragilisé les Etats, l'euro, et la construction européenne dans son ensemble.

Document à commenter N. 3 : La BCE, stabilité des marchés et inflation

« **La BCE prise entre stabilité des marchés et inflation** »

JEAN-MICHEL CEDRO. 9 juin 2010. Les Echos.fr

Trois économistes allemands interrogés par Les Echos voient la BCE dans une phase critique tout en saluant ses interventions professionnelles pour surmonter la crise.

La conférence de presse ce jeudi de Jean-Claude Trichet, président de la Banque centrale européenne, devrait, comme les prochaines à venir, s'avérer un exercice délicat de communication. A l'issue de la réunion du conseil des gouverneurs, le président devra répondre aux questions qui ne vont pas manquer alors que des dissensions se font jour dans l'instance qu'il préside, toujours à propos de l'achat d'obligations publiques. Il devra en outre rassurer les marchés quant au respect des principes conducteurs de la politique monétaire, sans pouvoir évacuer la question d'un plan possible de soutien à l'euro. Le point de vue de trois économistes allemands.

Propos recueillis par Jean-Philippe Lacour, Les Echos

Les Echos -La BCE a emprunté un chemin inédit en achetant quantité d'obligations d'Etat émises par la Grèce et d'autres pays à la périphérie de la zone Euro. La perte de valeur de ces actifs n'étant pas à exclure, la BCE pourrait devoir supporter des pertes importantes. Un tel scénario est-il susceptible de mettre en danger la stabilité des prix dans la zone Euro ?

Jörg Krämer, Commerzbank : Ben entendu, le risque d'une perte de valeur des obligations existe dans le futur. L'inflation menacerait si la BCE achetait trop longtemps et en trop grande quantité ces obligations. Car cette politique conduit in fine à créer de la monnaie. Il est donc possible que la prochaine phase de croissance d'ici deux ou trois ans démarre avec une trop grande masse monétaire en circulation. A long terme, il va devenir plus difficile à la BCE de maintenir l'inflation sous les 2%.

Ulrich Kater, DekaBank : Les risques qui pèsent sur le bilan de la BCE et la stabilité des prix sont relativement réduits, en particulier au regard d'autres banques centrales. Ce qui a compté en l'occurrence est d'assurer la stabilité des marchés financiers, pas le sauvetage des Etats. L'impact de la mesure réside davantage dans la relation future entre politique monétaire et financière. La BCE va-t-elle intervenir à chaque fois que la situation des finances publiques d'un pays tombe dans une impasse ? Il lui importe désormais de souligner

qu'elle ne va pas se porter garante sans limite pour les fautes commises dans la conduite des finances publiques.

Thomas Meissner, DZ Bank : Les achats de titres de pays à la périphérie de la zone euro présentent un risque pour la BCE existe mais celui-ci se laisse calculer. Pour l'heure, aucune des notations des pays émetteurs n'est tombée au rang de 'spéculatif'. Seule la Grèce est dans une situation telle que l'on puisse discuter d'une restructuration de sa dette. La BCE a pris une décision de politique économique en achetant des obligations grecques en précisant bien qu'elle « stérilise » ces achats. Dans ce contexte, le retour de l'inflation ne dépend pas des achats d'obligations d'Etat, mais de la prochaine phase de croissance, si tôt qu'elle arrive.

Ces craintes d'inflations sont particulièrement ressenties en Allemagne. Ne faut-il y voir que de vieux « fantasmes » qui ont à voir avec la phobie d'une grande inflation comme connue lors du siècle dernier outre-Rhin ?

Ulrich Kater : Je ne le crois pas, car ce n'est pas seulement la BCE, mais toutes les banques centrales qui font face actuellement à un immense conflit potentiel entre les objectifs de stabilité des marchés financiers et du niveau des prix. Pour l'heure, ce conflit ne s'est pas encore manifesté dans la réalité car l'inflation reste contenue. Si les attentes en la matière devaient apparaître sur les marchés, alors les banques centrales devraient décider comment réagir. La BCE aurait le cas échéant l'occasion de restaurer sa crédibilité.

Thomas Meissner : L'hyper-inflation au siècle dernier, lors des années vingt et après-guerre, a sans conteste traumatisé les esprits au sein du peuple allemand. Mais l'histoire du D-Mark fort et de l'euro contribuent à un regain de confiance, en particulier chez les jeunes générations, envers les tenants de la politique monétaire. L'allemand de la rue voit dans le même temps l'intérêt à voir une inflation ressurgir que pourraient tirer les ministres des finances des pays endettés de la zone euro. Mais les politiques ne peuvent décréter l'inflation. En somme, il me semble que les positions sur le sujet ne diffèrent pas énormément entre pays de la zone. Même si le contexte actuel fait que certains allemands ont une propension à placer leurs économies dans des achats d'or, je ne crois pas que ce phénomène soit durable.

Pouvez-vous imaginer une intervention de la BCE pour soutenir le cours de l'euro, comme elle l'a déjà fait une fois par le passé ?

Jörg Krämer : A l'heure actuelle la BCE ne peut pas soutenir le cours de l'euro. Car en achetant des obligations d'Etat, elle augmente la masse de monnaie et cela pèse sur la parité entre euro et dollar.

Ulrich Kater : Le cours de l'euro ne présente pas pour le moment un danger dans la perspective du niveau d'inflation demeurant bas. Mais si le scénario d'inflation se précisait, alors ce ne seraient pas des interventions sur les marchés des devises, mais des hausses des taux d'intérêt, qui seraient à décider en priorité.

Thomas Meissner : On entend régulièrement le même refrain depuis les étages de la BCE : les gardiens de l'euro ne sont pas inquiets à l'égard de la parité de la monnaie unique vis-à-vis des autres monnaies, mais le sont davantage rapport à la rapidité des évolutions dans cette parité. Lorsqu'elle est intervenue pour soutenir l'euro, dont le cours était tombé à 0,85 dollar, la BCE a réagi à un niveau donné, pas à un mouvement. Les observateurs voient

dans la chute actuelle de l'euro le reflet d'une crise de la balance des paiements. D'autres phénomènes « normaux » sont à considérer dans cette évolution, comme la reprise plus forte aux Etats-Unis qu'en zone euro. Il va toutefois sans dire que l'Europe fait face à une vague de mauvaises nouvelles, tandis que l'on entend rien de très négatif des Etats-Unis, à part la catastrophe pétrolière dans le Golfe du Mexique. Mais la situation américaine aussi n'est guère reluisante !

La BCE a pris des mesures inédites durant la crise, ce qui pose la question de son orientation future. Va-t-elle sortir de la crise comme une seconde FED, où bien conserver son visage actuel ?

Jörg Krämer : Durant ses premières années d'existence, la BCE s'est fortement inspirée de la ligne orthodoxe de la Banque fédérale allemande (Bundesbank). La réputation de cette dernière acquise lors des décennies précédentes devait rayonner sur la jeune institution européenne. Entre temps, celle-ci a pris de la distance avec l'héritage de la Bundesbank. Et les récents développements montrent que la BCE se déplace lentement mais sûrement en direction d'une stature de banque centrale anglo-saxonne.

Ulrich Kater : Tant la BCE que la FED ont eu des problèmes semblables à résoudre durant la crise, allant de la stabilisation des marchés financiers à la restauration de la confiance. Les attributs de la BCE diffèrent toutefois sensiblement de ceux de la FED et en Europe, l'importance du système bancaire face aux marchés financiers est bien moins forte. Il faut souligner que la BCE a agi de manière très professionnelle et préservé son vrai visage dans les circonstances actuelles. Reste à savoir si sa stratégie va produire à terme les effets attendus.

Thomas Meissner : La BCE va conserver ce qui fait sa particularité, déjà par le simple fait qu'elle agit dans un contexte administratif et politique qui est européen, avec quantité de ministres des finances et chefs de gouvernement en face d'elle au lieu de n'avoir qu'un seul exécutif. On peut aussi remarquer que la FED a repris durant la crise une pratique de la BCE en procédant à des adjudications de liquidités (« *tenders* »). Les similitudes entre les deux institutions reposent jusqu'à présent sur la mise en œuvre de mécanismes de politique monétaire. Mais si l'inflation devait à nouveau surgir, la BCE agirait plus promptement, tandis que la FED laisserait davantage faire. Cela ne résulte pas que d'un héritage allemand de la BCE, mais bien de la culture de stabilité que recherche l'Europe.

Séance 12. Chapitre 5 : Exposé et dissertation individuelle (Sem. 12-16 déc.)

Questions de réflexion :

1. La théorie quantitative de la monnaie a-t-elle été validée empiriquement ? Par qui ? Quand ? Quels ont été les résultats ?
2. Quelles sont les théories monétaires dominantes aujourd'hui ?
3. Expliquez en quoi consiste le « nouveau consensus » macro-monnaire.
4. Mettez en évidence le lien entre technologie de production, vitesse des échanges et vitesse de circulation de la monnaie à partir d'un exemple historique.