

Chapitre 1

Monnaie-Finance

Sujet 1

Le monétarisme est-il le fondement des politiques monétaires aujourd'hui ?

Introduction

- Précision des termes importants: monétarisme (courant économique considérant que « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire », et donc qu'il existe un lien positif entre la croissance des agrégats monétaires et la croissance des prix). Rappel du chef de file des monétaristes: Friedman, Prix Nobel de Sciences économiques en 1976.
- Sens du sujet: savoir si les politiques monétaires actuelles des banques centrales s'inspirent de ces principes (missions, objectifs, instruments, philosophie)
- Problématique choisie: *peut-on considérer à l'heure actuelle que les banques centrales des pays développés et des pays en développement se réfèrent toujours aux principes monétaristes pour mettre en œuvre leur politique monétaire ?*

1. Le monétarisme semble dépassé...

1.1. Les insuffisances du monétarisme

Monétarisme: âge d'or dans les années 1980 avec l'arrivée de Volcker à la tête de la Fed en 1979.

Instauration de la « règle » plus que la discrétion, ciblage d'agrégats monétaires.

Cependant, le lien entre agrégat monétaire et inflation s'est de plus en plus relâché à partir des années 1990, avec une instabilité de la demande de monnaie à long terme.

Les Nouveaux Classiques ont supplanté les monétaristes: indépendance des banques centrales (exemple avec la Banque Centrale Européenne (BCE)), anticipations

rationnelles plus qu'adaptatives, ciblage direct de l'inflation (Svensson) (exemple de la Banque d'Angleterre).

1.2. Le défi de la crise actuelle: un coup porté au monétarisme ?

Forte augmentation de la base monétaire pour les banques centrales.

Programmes de *quantitative easing*: exemple de la BCE, avec en interne les critiques des monétaristes, mais qui restent minoritaires dans ce contexte.

Pragmatisme impressionnant pour des banques centrales qualifiées de monétaristes sur le plan historique (exemple de la Banque Nationale Suisse (BNS)).

Le retour de Keynes? Exemple de la Fed avec sa mesure phare de ciblage du taux de chômage à 6,5 % en plein cœur de la crise.

2. ... mais n'est pas mort pour autant

2.1. Le monétarisme constitue une base moins visible, mais indéboulonnable

Les banques centrales considèrent toujours que la stabilité des prix reste l'objectif prioritaire voire unique de la politique monétaire. Même le mandat de la Fed peut être interprété comme une visée d'une croissance « soutenable » sur le plan de la maîtrise de l'inflation.

Cas de la BCE avec les *Outright Monetary Transactions* (OMT): réformes d'offre associées à interventionnisme (seule l'offre crée la croissance selon Friedman).

Focus sur la BNS: la fin de l'ancrage à l'euro (2011-2015) peut être reliée à cette volonté de revenir aux fondamentaux monétaristes (critiques sur les collatéraux négatifs de l'ancrage: hausse excessive de la base monétaire).

Les banques centrales considèrent toujours comme verticale la courbe de Phillips à long terme, et la neutralité de la monnaie à long terme, un des grands apports pionniers de Friedman.

2.2. Le futur des banques centrales : rien de nouveau sous le soleil ?

Mix à venir entre théories des Nouveaux Classiques et monétarisme : exemple des taux d'intérêt négatifs de la BNS et de la Banque de Suède (modèles hayekien et friedmanien).

Le *forward guidance* insiste sur un mix entre les anticipations adaptatives et rationnelles.

Les « nouvelles » stratégies (*inflation targeting, interest rate targeting*) ont toutes pour finalité une centration sur les prix.

Sujet 2

Un système de taux de change fixes est-il de nature à favoriser les crises spéculatives ?

Introduction

- Précision des termes importants: Changes fixes = dollarisation, currency board, or; mais surtout « peg » *de jure...* et *de facto*; crises spéculatives = différents actifs, quand le prix s'écarte durablement des fondamentaux (monnaies, actions, obligations, immobilier...); de nature = en eux-mêmes. Cela signifie que le système serait porteur d'instabilités de façon endogène.
- Sens du sujet: savoir si un système de change est en mesure de produire des crises spéculatives par lui-même.
- Problématique choisie: *peut-on considérer qu'un système de taux de change fixes produit de manière endogène des crises spéculatives?*

1. Un régime de change controversé

1.1. Les effets déstabilisateurs favorables aux crises

Système Monétaire Européen (1992), crise des émergents (Asie 1997): tensions sur les monnaies, insoutenables par rapport aux régimes de change (créant d'autres crises). D'ailleurs, beaucoup de banques centrales des pays en développement ont renoncé à partir des années 1990 à avoir un objectif officiel de taux de change.

Implications diverses de ce régime de change qui peuvent poser problème (convergences nominale et réelle, dépendance de la politique monétaire, austérité budgétaire...).

Triangle d'incompatibilité de Mundell, Prix Nobel de Sciences économiques en 1999: le système de taux de change fixes peut créer des tensions qui nécessitent des « sacrifices » sur le plan du choix des politiques économiques associées.

Anticipations autoréalisatrices selon Keynes, Orléan, Obstfeld: il peut créer des phénomènes négatifs auto-entretenus chez les spéculateurs, en fonction de leurs croyances, et créer ainsi des tensions perturbatrices sur les marchés financiers.

1.2. Les effets stabilisateurs contre les crises

Les réformes qu'il implique peuvent aussi être favorables à la stabilité, donc agir contre la spéculation (« *forward guidance* », comme en Suisse avec l'ancrage à l'euro entre 2011 et 2015).

Mécanisme de Change Européen 2 (MCE 2): ancrage fixe mais avec des bandes larges, ce qui permet d'avoir le maximum d'avantages sans précipiter des crises spéculatives. En Suisse, entre 2011 et 2015, ce fut plus un plancher asymétrique qu'un ancrage strict: la banque centrale n'intervient qu'en cas d'appréciation, ce qui laisse des marges de manœuvre.

Il permet de lutter contre les dysfonctionnements des changes flottants: *carry trade* franc suisse/euro (2003-2007).

Il favorise l'intégration régionale (endogénéité de l'intégration monétaire, selon Frankel et Rose): cas des monnaies asiatiques ancrées au dollar.

Bretton Woods: tendance stabilisatrice des taux de change fixes sur les taux de change nominaux.

Calvo et Reinhart (« Fear of Floating »): pour les pays en développement surtout, un tel système peut éviter les tensions monétaires importées du fait de l'ouverture, et stabiliser l'économie.

2. La nécessaire prise en compte des caractéristiques et des conditions de l'ancrage, et des bulles spéculatives

2.1. Ancrage de jure ou de facto? Du choix à la viabilité

Reinhart et Rogoff: nombre d'ancrages fixes mais surtout *de facto* depuis la fin de Bretton Woods.

Les ancrages fixes *de facto* ne conduisent pas forcément à des bulles spéculatives.

Un ancrage fixe possède les caractéristiques fragiles énoncées, mais peut s'avérer tenable: cas de la Suisse entre 2011 et 2015.

Convergences nominales et réelles maximales sont nécessaires pour rendre le choix viable, tout comme la crédibilité et la similitude des banques centrales concernées.

Comme ce système implique qu'une banque centrale se calque sur la politique monétaire d'une autre, il y a la nécessité d'un prêteur en dernier ressort, pour éviter que cette dépendance asymétrique ne « tourne mal ».

Il est central d'identifier la nature des chocs affectant les économies concernées: confronté à un choc nominal, le taux de change fixe joue un rôle stabilisateur car

il impose une discipline monétaire, alors que les taux de change flexibles sont plus adaptés aux chocs réels (Calvo et Mishkin).

Importance de la solidité des systèmes bancaires et financiers: c'est surtout ce facteur qui s'avère défaillant dans le cadre des économies en développement.

Avoir des réserves de change suffisantes: la Chine a rendu viable son ancrage au dollar par ce facteur par exemple.

2.2. Les crises spéculatives se suffisent à elles-mêmes

Contre Fama (Prix Nobel de Sciences économiques en 2013), les marchés ne sont pas autorégulateurs et créent régulièrement des bulles (Keynes, Orléan, Minsky, Reinhart et Rogoff...).

Elles dépendent d'autres facteurs: conditions d'accès au crédit trop faciles (Hayek, Prix Nobel de Sciences économiques en 1974), dérégulation (Bourguinat), comportements prédateurs dans un contexte d'euphorie (École d'Édimbourg).

Sujet 3

Les marchés financiers sont-ils efficaces ?

Introduction

- Précision des termes importants : les marchés financiers sont des marchés d'actifs (actions, obligations, change, dérivés) mettant en relation directe une offre et une demande de capitaux. En plus de cette fonction centrale, ils servent à évaluer la performance des acteurs à besoin de financement et à mieux faire partager le risque (Plihon). Assurer ces 3 fonctions signifierait parvenir à l'efficacité, soit atteindre un objectif à moindres coûts. L'efficacité possède 3 principales composantes selon Fama : efficacité allocataire (sélection du marché pour les projets les plus prometteurs), efficacité opérationnelle (se rencontrer), efficacité informationnelle (meilleure connaissance et circulation de l'information). Mais il ne faut pas oublier que du fait des interconnexions entre sphère réelle et sphère financière, les marchés financiers devraient être des biens publics bénéficiant à tous. C'est un autre aspect de l'efficacité à ne pas négliger.
- Sens du sujet : déterminer si les marchés financiers permettent de créer, répartir et allouer les richesses avec la meilleure balance coûts/avantages possible.
- Problématique choisie : *les marchés financiers parviennent-ils à fournir à l'économie et à la société la situation la plus efficace possible, selon les 3 critères évoqués ci-dessus ?*

1. Les marchés financiers et l'économie réelle, une interaction positive et efficace

1.1. Les marchés financiers, un lieu de financement efficace

Présentation des marchés financiers.

Rappel : les « 3 D » (dérégulation, désintermédiation, décroisement) de Bourguinat se sont mis en place puis développés depuis les années 1980.

Fondements théoriques essentiels : néoclassiques, Fama.

Pas de crises possibles (Kydland, Prescott (Prix Nobel de Sciences économiques en 2004), Plosser) ou alors elles sont salutaires (Hayek).

Bouveret/Di Filippo (OFCE) : à un horizon de long terme (5 ans), le marché des changes peut être considéré comme efficace (en relâchant l'hypothèse de rationalité parfaite des agents).

1.2. Les marchés financiers au service de l'économie réelle

Rappel historique: d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers (Hicks, Prix Nobel de Sciences économiques en 1972).

Friedman: les marchés financiers facilitent les financements réels et améliorent les ajustements, sans recours à la création monétaire.

Développement des marchés dérivés: meilleure protection contre la fluctuation des cours, donc lissage théorique du cycle des prix.

Apport extérieur de capitaux: vaincre le cercle vicieux de la pauvreté de Nurkse (exemple de la Chine).

2. Les dérives possibles et fréquentes

2.1. Les dysfonctionnements

Crises récurrentes et de grande ampleur, aux effets systémiques (1929, 1997, 2007...).

Problèmes de comportements moutonniers sur les marchés financiers (Keynes, Orléan).

Déconnexion croissante entre sphère réelle et sphère financière (Chesnais).

Le financement de marché n'apporte pas forcément un gain par rapport au financement intermédié (théorème Modigliani-Miller).

Problème de l'appât du gain et des comportements à risque (Allais, Prix Nobel de Sciences économiques en 1988), avec développement de nouveaux acteurs (hedge funds): *carry trade*, économie expérimentale.

Instabilité endogène des marchés financiers (Minsky).

2.2. La nécessaire régulation

Haldane: régulation sélective selon les activités à opérer.

Cartapanis: régulation globale nécessaire.

Plihon: interdiction de certaines transactions et de certains marchés.

Lordon: interdiction des marchés financiers.