



Économie monétaire et financière

Séances 7, 8 et 9

Le modèle de Baumol-Tobin
l'approche monétariste: Friedman
La nouvelle économie classique
Le financement de l'économie

Aziza MAHIL, Ph.D
Hiver 2020

Les prolongements de Keynes

- Les classiques et Keynes : la détention de la monnaie pour des raisons de transaction est fonction du revenu
- Les années 1950 avec William **Baumol** et James **Tobin** : la détention de la monnaie pour des raisons de transaction dépend aussi du taux d'intérêt.
- Baumol et Tobin : l'analyse des coûts et des avantages de la détention de la monnaie. Ils proposent un modèle qui suppose que la monnaie reçue par les agents en début de chaque période est dépensée régulièrement.

La demande d'encaisse de transaction

Modèle de Baumol-Tobin

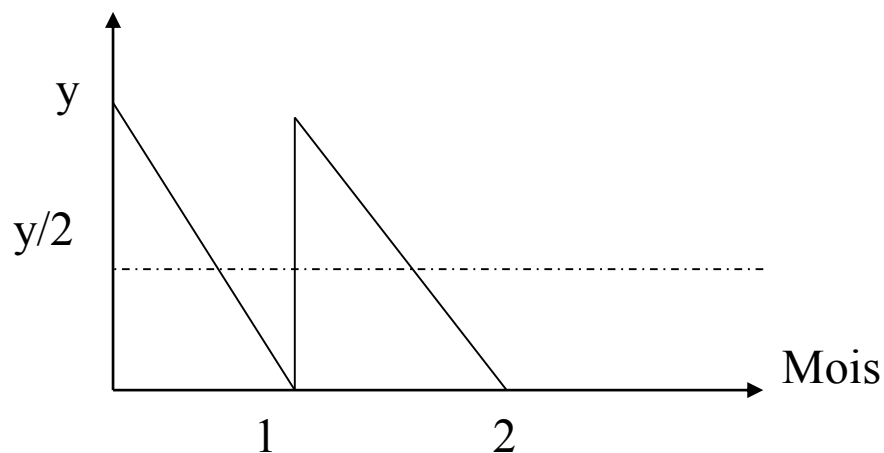
- L'ANF a la choix de détenir de la liquidité : ne rapporte rien, disponible immédiatement et sans coût de transaction.
- Sinon, il convertit sa monnaie en titres : rapportent un intérêt, doivent être reconvertis. Reconversions = coûts de transaction.
- L'ANF rationnel : préférence pour les titres avec intérêt tant que cette rémunération est supérieure aux coûts de transaction. Si les coûts de transaction deviennent supérieure à la rémunération des titres, l'ANF choisit la monnaie.

La demande d'encaisse de transaction

Modèle de Baumol-Tobin

On suppose qu'un ANF reçoit chaque mois une encaisse y qu'il dépense en totalité.

Encaisse monétaire



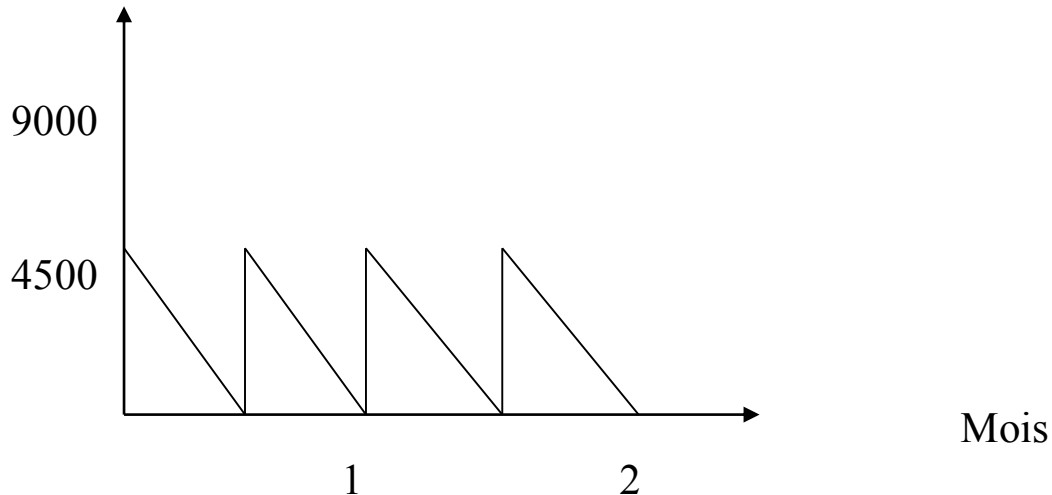
En début de mois, l'ANF a retiré toute son encaisse qu'il va dépenser de manière uniforme. L'encaisse moyenne = $y/2$. Ce processus se reproduit chaque mois.

La demande d'encaisse de transaction

Cas 1

On suppose que $y = 9000$ et que l'ANF décide d'investir la moitié de son encaisse (4500 dhs) pour acheter des titres. A la fin de la mi-période il vend ses titres pour avoir de la liquidité.

Encaisse monétaire



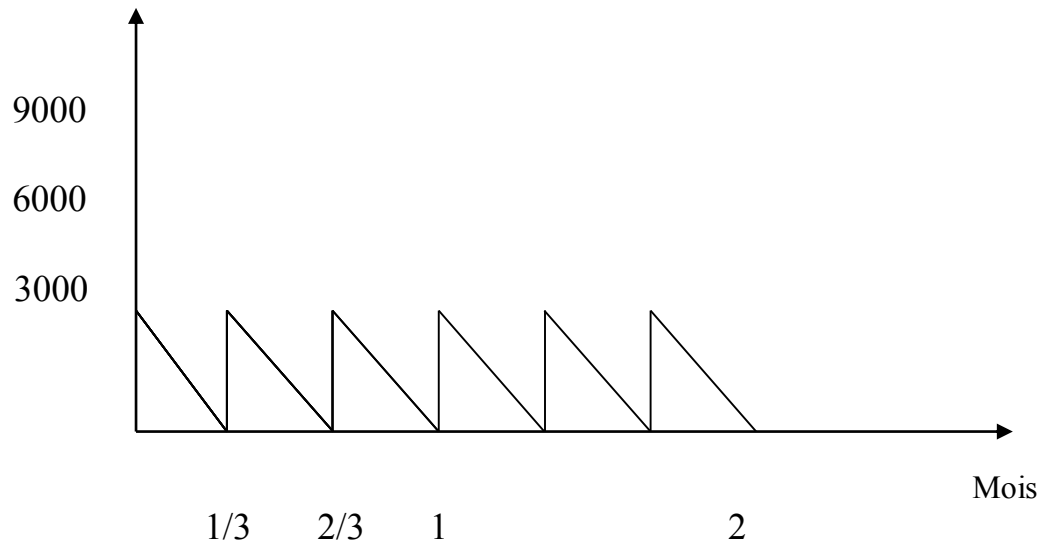
La valeur moyenne de l'encaisse monétaire est égale à 2250 dhs. Si le taux d'intérêt mensuel est fixe à 3%, l'ANF percevra des intérêts de **67,5 dhs** $\{(4500 \cdot 3\%) \cdot \frac{1}{2}\}$.

La demande d'encaisse de transaction

Cas 2

$y = 9000$. L'ANF décide de garder 3000 dhs de liquidité et investir 6000 dhs pour acheter des titres le premier tiers du mois. A la fin du premier tiers, il vend la moitié (3000 dhs) de ses titres pour effectuer ses paiements et parvenu au dernier tiers, il vend le reste (3000 dhs qui restent) pour avoir de la liquidité.

Encaisse monétaire



Les intérêts gagnés : $(6000 \cdot 3\% + 3000 \cdot 3\%) \cdot 1/3 = \mathbf{90}$ dhs.

Synthèse

Modèle de Baumol-Tobin

- Au fur et à mesure que le taux d'intérêt augmente, la rentabilité des titres est plus importante et l'ANF aura tendance à opter pour les titres plutôt que la liquidité.
- Autrement-dit: la composante **transactionnelle** de la demande de la monnaie est une fonction négative du taux d'intérêt (modèle de Baumol-Tobin).
- Pareillement, la demande d'encaisse pour **précaution** est une fonction négative du taux d'intérêt.
- Pour le motif de **spéculation**, Tobin a mis en place « La théorie du choix de portefeuille » qui mise sur la diversification entre liquidité et titres selon le risque et le rendement.

L'approche monétariste: Friedman

L'analyse de la monnaie par Milton Friedman

- Friedman : Économiste américain (1912-2006)
- Opposant de Keynes sur la fonction de la consommation et des politiques de relance qui risquent de provoquer une montée de l'inflation
- Fondateur de l'école monétariste = minimiser le rôle de l'État
 - Pour lui, l'État est impuissant devant les problèmes conjoncturels et moins l'État intervient, mieux l'économie se porte : Il privilégie les privatisations, les baisses d'impôts et la dérégulation.

L'analyse de la monnaie par Milton Friedman

- La demande de la monnaie dépend de trois facteurs :
 - La richesse de agents déclinée en cinq actifs patrimoniaux : la monnaie, les obligations, le actions, les actifs réels et le capital humain (au niveau micro = contrainte budget et ressources)
 - Le prix et le rendement de la monnaie et des autres formes de la richesse (rendement anticipé des actions, obligations et actifs réels par rapport à la monnaie)
 - Les préférences des agents.

L'analyse de la monnaie par Milton Friedman

- Milton Friedman : analyse long terme et remplacement du revenu courant par le revenu permanent
 - Le revenu courant : Il est sensible aux évolutions conjoncturelles.
 - Le revenu permanent : Il est l'indicateur de la richesse. La richesse = le patrimoine, c'est un stock résultant de l'accumulation de ressources.
- La consommation est proportionnelle au revenu permanent.
- Il n'y a pas de lien stable entre consommation et revenu courant.
- L'individu ne modifie pas sa consommation habituelle en raison des effets de la conjoncture sur son revenu. Il adapte sa consommation à ce qu'il considère être son revenu permanent (standing de vie habituel).

L'analyse de la monnaie par Milton Friedman

- Friedman : nouvelle formulation de la TQM
- La demande de monnaie pour une période donnée dépend :
 - du revenu permanent **Yp**
 - du rendement anticipé de la monnaie **rm**
 - du rendement anticipé des actions **ra**
 - du rendement anticipé des autres titres **rb**
 - du taux d'inflation anticipé **p***

$$M_d / P = f(Y_p, \underset{+}{rb} - \underset{-}{rm}, \underset{-}{ra} - \underset{-}{rm}, p^* - \underset{-}{rm})$$

L'analyse de la monnaie par Milton Friedman

$$Md / P = f(Y_p, r_b - r_m, r_a - r_m, P^* - r_m)$$

+ - - -

- La demande de la monnaie est une fonction croissante du revenu permanent
- Les différentiel de rendement anticipé entre (titres, actions et actifs réels) et monnaie :
 - Quand les rendements des actions, des titres et des actifs augmentent par rapport à la monnaie, la demande de monnaie diminue (d'où le signe négatif)
 - Quand l'inflation anticipée augmente, la valeur des actifs détenus ne se déprécie pas : détenir des actifs réels est plus rentable que de la monnaie

La demande de la monnaie: Keynes versus Friedman

- Friedman inclut dans ses analyse des actifs plus variés que Keynes.
- Friedman : les variations du taux d'intérêt n'a pas d'influence sur la demande de la monnaie comme stipule Keynes. La fonction de la demande de la monnaie est dépendante du revenu permanent.
- La demande de la monnaie est stable selon Friedman contrairement à Keynes. Ainsi, la vitesse de circulation est facilement prévisible.

La demande de la monnaie: Apports des monétaristes

- L'inflation : une conséquence des politiques monétaires de relance
- A court terme : phénomène d'illusion monétaire
 - Augmentation masse monétaire
 - Augmentation encaisses monétaires des AE
 - Augmentation dépenses
 - Augmentation de la production par les entreprises (embaucher plus)
 - Augmentation de l'emploi

La demande de la monnaie: Apports des monétaristes

- A long terme : l'illusion monétaire se dissipe
 - ↪ Salariés demandent une augmentation des salaires
 - ↪ Augmentation des coûts de production
 - ↪ Diminution des investissements et augmentation du chômage
 - ↪ La monnaie est **nocive** ----- il faut la neutraliser
- Monétarisme : maintenir l'inflation stable sur le long terme en contrôlant la masse monétaire.

la nouvelle économie classique

Principes de la NEC

- Nouvelle économie classique (NEC) née au États-unis dans les années 1970 avec Robert Lucas de l'école de Chicago
- NEC rejette le keynésianisme et se fonde sur les principes néoclassiques notamment le principe du marché autorégulateur et l'économie en état constant d'équilibre.

Principes de la NEC

- Le chômage est volontaire
- la monnaie est toujours neutre (moyen et long terme)
- La politique monétaire est inefficace même à court terme
- Les agents économiques sont rationnels dans leurs anticipations : pas d'illusions monétaires

Le financement de l'économie

Le financement de l'économie

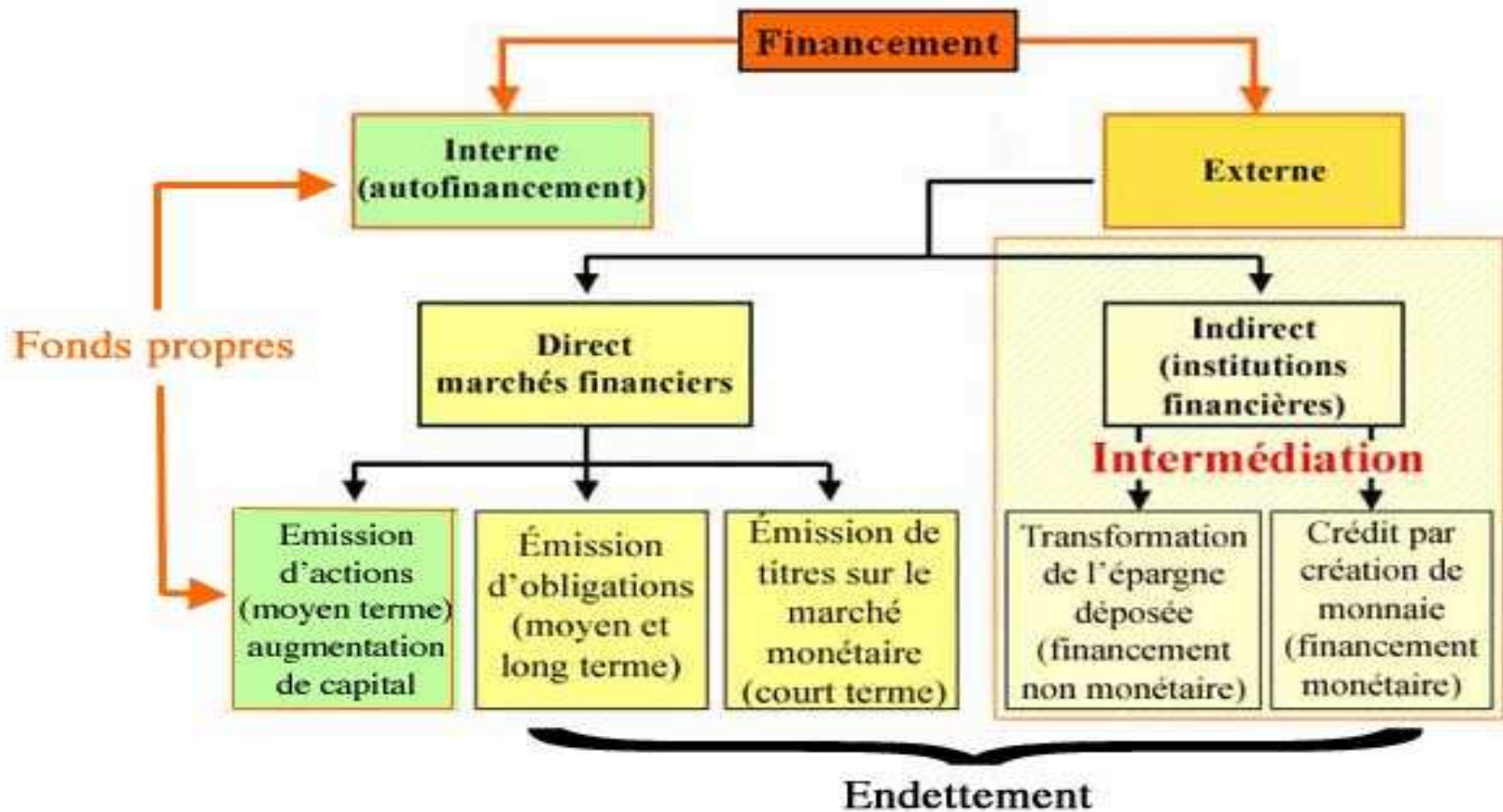
- Le financement de l'économie englobe l'ensemble des fonds mis à disposition des agents économiques.
- Deux cas :
 - Épargne $>$ investissement : capacité de financement
 - Épargne $<$ investissement : besoin de financement
- Deux modes de financement : Interne et externe (externe direct et externe indirect)

Les modes de financement

- **Le financement interne** : l'autofinancement. L'agent économique finance par ses propres ressources ses opérations économiques.
- **Le financement externe** : l'agent économique fait appel à d'autres agents pour se procurer le financement nécessaire.
 - Le financement externe est soit **direct** soit **indirect**

Les modes de financement

Les modes de financement



Les mode de financement : la finance directe

- La finance directe : les agents a besoin de financement émettent des titres dédiés aux agents à capacité de financement et qui veulent placer leur épargne.
- Il n'existe pas d'intermédiaire entre les agents a besoin de financement et ceux ayant une capacité de financement : finance directe.
- La finance directe a lieu sur le marche financier de valeurs mobilières : intermédiation de marché.

Les modes de financement : la finance indirecte

- L'existence d'un intermédiaire financier entre prêteur et demandeur de financement : intermédiation



- Les banques sont des intermédiaires entre prêteurs et emprunteurs : financement non monétaire
- Les banques font du financement externe indirect en créant la monnaie à travers les crédits : financement monétaire

Les modes de financement : les fonctions d'intermédiation

- La réduction des coûts de transaction : temps et argent via les économies d'échelle
- La fonction de transformation : des valeurs, des échéances et des risques

Les modes de financement : les fonctions d'intermédiation

- Gestion des asymétries de l'information : une partie détient plus d'informations sur les conditions de l'échange que l'autre. L'asymétrie pourrait causer des problèmes de :
 - *Anti-sélection* : par asymétrie, les emprunteurs les plus risqués ont plus de chance d'obtenir l'emprunt recherché.
 - *L'aléa moral* : par asymétrie, l'emprunteur s'engage dans des activités indésirables imposées implicitement par son prêteur.



Les banques peuvent limiter les méfaits de l'asymétrie à travers la diversification du portefeuille, gestion de plusieurs prêts, etc.

Économie d'endettement et économie de marchés financiers

Financement par endettement

Inspiration keynésienne
Présent pendant les 30 glorieuses

Principes :

- Inter médiation bancaire
- Forte intervention de l'État
- Banque centrale maintien une quantité de monnaie importante sur le marché pour faire baisser les taux d'intérêt.
- **Objectif** : relancer la croissance.

Risques :

- Endettement important des agents économiques y compris l'État.
- Inflation liée à une forte demande.
- Défavorise l'épargne.

Financement par les marchés financiers

Inspiration libérale
Présent entre le 19^e siècle et les années 1930 et depuis les années 1980.

Principes :

- Désintermédiation.
- Libéralisation et déréglementation des marchés.
- Privatisation des banques et indépendance de la banque centrale.
- **Objectif** : lutter contre l'inflation et favoriser l'épargne grâce à des taux d'intérêt intéressants.

Risques :

- Instabilité des marchés financiers qui amènent des crises financières.
- Défavorise la consommation et une partie de l'investissement.

Économie d'endettement et économie des marchés financiers

- Il existe trois critères qui distinguent les deux économies :
 - Le mode de financement
 - Les modalités de fixation des taux d'intérêt
 - La nature de la causalité entre masse et base monétaire

Économie d'endettement *versus* économie des marchés financiers

Économie d'endettement	Économie des marchés financiers
Financement Finance indirecte Double niveau d'endettement: les banques transforment et création par le crédit des moyens de financement	Financement Finance directe Crédit bancaire = rôle secondaire de financement des investissements
Intérêt Rigidité du niveau des taux d'intérêt Refinancement banques auprès de la BC	Intérêt Taux d'intérêt libre
Causalité Monnaie endogène : sens de la causalité de la masse monétaire à la base monétaire	Causalité Monnaie exogène : sens de la causalité de la base monétaire à la masse monétaire

Le marché monétaire

Le marché monétaire

- Marché interbancaire
- Marché des titres de créances négociables (TCN)
- Marché des adjudications des bons du trésor

Le marché monétaire

- Le marché monétaire est le marché de capitaux où s'échangent les fonds à court et moyen terme entre les particuliers, les entreprises et l'État.
- Sa mission est d'assurer quotidiennement la liquidité du système bancaire.
- Au début, ce marché était réservé uniquement aux banques,

Ensuite les pouvoirs publics ont autorisé la BC à intervenir sur ce marché pour contrôler l'activité bancaire,

Sous l'influence des politiques de libéralisation, accès aux agents non financiers (marché des TCN)

Le marche monétaire

1- Le marché interbancaire

- Permet aux banques d'équilibrer entre elle leurs déficits ou excédents
- BAM intervient sur ce marché pour apporter ou reprendre les liquidités
- Répondre à la demande des clients concernant leurs emprunts et retraits
- Intervenants : Banques, CDG, BAM, Trésor et autres établissements financiers

Le marche monétaire

1- Le marché interbancaire

- « Les avances en blanc » : prêt qui n'exige aucun titre en contrepartie
- « La mise en pension » : vente temporaire d'actifs contre la monnaie centrale. Cette vente est assortie d'un engagement d'effectuer l'opération en inverse pour un prix et une échéance connus.

Le marche monétaire

2- Le marché des TCN

- TCN : titres de créances négociables
- Il offre à tous les opérateurs économiques la possibilité d'accéder au marché des capitaux pour émettre des instruments financiers.
- On distingue :
 - Les bons de trésor négociables BTN
 - Les certificats de dépôts négociables
 - Les billets de trésorerie
 - Les bons de sociétés de financement

Le marche monétaire

2- Le marché des TCN

1- Les billets de trésorerie : sont émis par les entreprises ayant établi un minimum de deux bilans qui attestent son besoin de financement

- Le montant unitaire des billets de trésorerie est fixé à partir de 100.000dh.
- Échéance de 10 jours à 2 ans
- Rémunérés par un taux d'intérêt librement négocié lors de l'émission

Le marche monétaire

2- Le marché des TCN

2- Les bons de trésor négociables BTN : Titres émis exclusivement par le trésor pour répondre aux besoins de financement pour une durée déterminée

- Le rendement dépend de la durée de placement : loi offre et demande
- La durée de ces valeurs de trésor varie de 52 semaines, 2 ans, 5 ans, 10 ans à 30 ans, ils sont négociables de gré à gré.
- Montant et intérêt : les BTN sont rémunérés à un taux fixe calculé pour une année de 360 jours et payés à l'échéance, leur montant minimum est de 100.000 dhs.

Le marche monétaire

2- Le marché des TCN

3- Les certificats de dépôt négociables (CDN): créés en 1995

- un billet à ordre émis par la banque qui s'engage à rembourser les fonds empruntés à un taux d'intérêt et une date fixés à l'avance.
- Le souscripteur peut être une personne physique ou morale
- La durée peut varier de 10 jours à 7 ans.

Le marche monétaire

2- Le marché des TCN

4- Les bons de sociétés de financement

- La durée est fixée à un minimum de 2 ans et ne peut dépasser 7 ans
- Destinés à toute personne physique ou morale résidente ou non résidente.
- Ces bons, comme tous les autres TCN, ne sont pas nominatifs.

Le marché monétaire

3- Le marché des adjudications du bons de trésor

- Le trésor peut émettre des bons à court, moyen et long terme
- Le montant minimum des bons de trésor pour adjudications est de 100 000 dhs
- Les objectifs des adjudications :
 - redynamiser le marché,
 - réduire le coût des emprunts du trésor,
 - stimuler la concurrence entre les établissements prêteurs,
 - Créer un marché secondaire des bons de trésor ou les détenteurs peuvent les négocier entre eux

Le marché monétaire

3- Le marché des adjudications du bons de trésor

- Le système des adjudications des bons de trésor s’articule autour de trois principes de bases : simplicité, transparence et liquidité
- 1- Simplicité
Il existe quatre catégories de bons : des échéances très courtes (entres 7j à 45), des échéances courtes (13,26;56 semaines.), des échéances moyennes (2 et 5ans) et des échéances longues (10;15;20 et 30ans)
- 2- Transparence : la date d émission et les caractéristiques des bons de trésor sont portés en temps utiles à la connaissance des investisseurs.
- 3- Liquidité : les BT sont négociables de gré à gré sur le marché secondaire.

•