

Bloc de cours n°1 : Introduction à la macro-économie

ECL 1A UE SEM Cours magistraux – Septembre / Octobre 2017

Professeure responsable : Laure Flandrin, Département CLES

INTRODUCTION

• Définitions

- L'économie : « Science du choix rationnel dans un univers de rareté », citation de Lionel Robbins. Avarice primitive de la nature. Marché : institution de gestion de la rareté car les prix expriment la rareté (différence entre l'offre et la demande). Bien rare (Walras) : utile et limité. Type de bien dont nous parle l'économie. / Dénaturaliser la rareté : elle est produite sans cesse par l'économie qui produit sans arrêt de nouveaux objets, et de nouveaux désirs en lien avec ces objets.
- La macro-économie se caractérise par une triple démarche :
 - **1) Théorique.** La macro-économie est fille de la grande crise des années 1930 et Keynes en est la figure tutélaire. A introduit une révolution scientifique dans le champ de l'économie même si les Classiques (Smith, Ricardo, Marx) faisaient eux aussi de la macro-économie sans le savoir. Keynes nous livre les clefs de compréhension de la Grande dépression des années 1930. Aujourd'hui l'histoire économique répète une crise que nous avons déjà connue dans ses fondements et ses mécanismes. Livre majeur : *La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936).
 - Macro-économie : économie prise dans son ensemble (interaction entre les différents marchés) mais représentée de manière modélisée et simplifiée.
 - **2) Empirique.** La macro-économie est une discipline appliquée, les modèles abstraits devant se prêter à la mesure empirique (premiers travaux économétriques de Jan Tinbergen, économiste néerlandais).
 - **3) Pratique.** La macro-économie a une visée de politique économique. Crise des années 1930 : crise que les hommes politiques de l'époque n'ont pas comprise. En 1932, l'Allemagne du chancelier Heinrich Brüning, dont le PIB avait diminué de 25% depuis 1929, mène une politique d'austérité alors que le chômage fleurte avec la barre des 30% !

• Objectifs principaux du cours de macro-économie

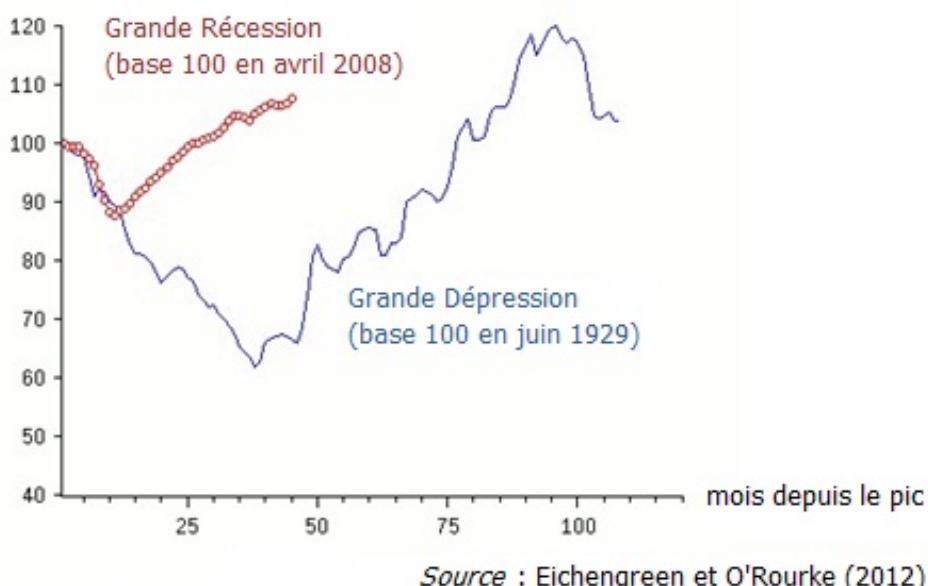
- **1) Un tour d'horizon des concepts de la discipline et des grands mécanismes économiques** : PIB, croissance, crise, politique économique, marché du travail, chômage, modèle IS/LM, courbe de Phillips, marché des capitaux, taux de change, etc.
- **2) Une introduction aux grandes écoles de pensée et aux controverses qui structurent la discipline** : Keynes et les classiques (la révolution keynésienne), Milton Friedman, l'école des anticipations rationnelles, la nouvelle école classique et la nouvelle école keynésienne.
- **3) Une compréhension des grands événements économiques et des tendances structurelles de l'économie** : Grande dépression des années 1930 et chômage de masse qui ont fait naître la macro-économie keynésienne, hyperinflation, crise de 2007-2008 et risque de déflation, chômage en Europe, inégalités aux États-Unis avec les enquêtes de Piketty, *take off* des pays émergents et restructuration de l'économie mondiale.
Les années 1980 ont introduit l'une des ruptures majeures de notre époque : le capitalisme fordiste, régulé par l'Etat au sein des espaces nationaux, est entré en crise et a muté en un capitalisme financiarisé et actionnarial. La crise de 2008 a rappelé les **vulnérabilités de cette économie de marché** et cette crise peut être analysée comme un

échec généralisé de la coordination de marché. Elle a donc remis en selle toute une pensée critique (d'inspiration keynésienne) qui s'était étiolée.

Vous êtes une génération d'ingénieurs qui vit la plus grande crise de toute l'histoire du capitalisme, au moins aussi désastreuse que la crise des années 1930. Dans les estimations du FMI, cette crise va coûter au moins 20% du PIB des économies avancées. Mon ambition, c'est de vous armer pour comprendre cette époque là. Capitalisme : système extraordinairement dynamique mais aujourd'hui sans boussole, qui ne parvient pas tout seul à revenir à l'équilibre, qui peut même se situer sur une trajectoire d'autodestruction.

On compare souvent ces deux crises majeures (Barry Eichengreen et Kevin O'Rourke, deux économistes américains, s'y sont en tout cas employé). Le graph montre très bien que le début de la pente descendante était le même et aurait été le même si ces plans n'avaient pas été mis en place dans l'urgence (retour de l'Etat qui intervient comme institution du marché,

Figure 1. La production industrielle mondiale (en indices)



pas dans sa forme fordiste). Aujourd'hui, nous sommes donc confrontés à une crise extrêmement violente, d'une durée insolite (2007- ?). C'est essentiellement cet épisode là, dans toutes ses dimensions (marchande, budgétaire, monétaire, mondiale, etc.), qui va nous occuper. Et à propos de cette crise et des tentatives de résolution, on verra comment fonctionnent les concepts de la macro-économie.

- **4 blocs de cours répartis sur 9 séances de CM :**
 - Introduction à la macro-économie.
 - Économie mondiale.
 - Économie européenne.
 - Économie française.
- **5 séances de TD :** exposés d'élèves sur des débats d'actualité économique.
- **Objectifs de cette première séance introductory**
 - 1) Présenter le cadre d'analyse du système des marchés concurrentiels. Nous vivons dans une économie de marché, ce qui signifie que la plupart des marchés de biens ordinaires sont dérégulés. Néanmoins, il y a des conditions d'efficacité des marchés de biens ordinaires. Introduire en douceur quelques premiers éléments d'**analyse et de formalisation micro-économique** pour initier au **raisonnement à la marge** : équilibre du marché, courbe d'offre, courbe de demande, prix et quantité d'équilibre, surplus du consommateur et du producteur, etc. Présenter le cadre d'analyse général des marchés concurrentiels. (I).

- 2) Comprendre pourquoi sa transposition simple aux marchés des facteurs de production (travail et capital) peut ne pas fonctionner. (II et III). Deux institutions centrales du capitalisme – le marché du travail et le marché du capital, autrement dit les marchés des facteurs de production – ne fonctionnent pas comme des marchés de biens ordinaires et nécessitent la mise en œuvre de politiques économiques. Il se trouve que ces deux marchés défaillants sont aujourd’hui au cœur de la crise, comme ça avait été le cas dans les années 1930.
- 3) De cet échec, comprendre la naissance, la nécessité de la macro-économie et de l’intervention publique (IV). Les grandes crises du capitalisme peuvent s’analyser comme un **échec généralisé de la coordination de marché**. Les grandes crises économiques sont aussi des crises de l’économie comme discipline : incapacité à penser les défaillances de marché.
- **Problématiques de la séance**
 - Comment les économistes ont-ils modélisé le fonctionnement des marchés ? Comment ont-ils justifié son rôle central dans l’enrichissement des sociétés ?
 - Le mécanisme concurrentiel et stabilisant qui vaut pour les marchés de biens ordinaires peut-il être transféré pour ces marchés centraux dans le capitalisme que sont les marchés des biens de production (capital et travail) ?
 - Et enfin : le tout marché fournit-il les clefs de l’avenir ?

I – LES MARCHES DE BIENS ORDINAIRES

Aussi étrange que cela puisse paraître, il faut commencer par faire un peu de micro-économie pour comprendre pourquoi, dans les années 1930, la macro-économie va apparaître.

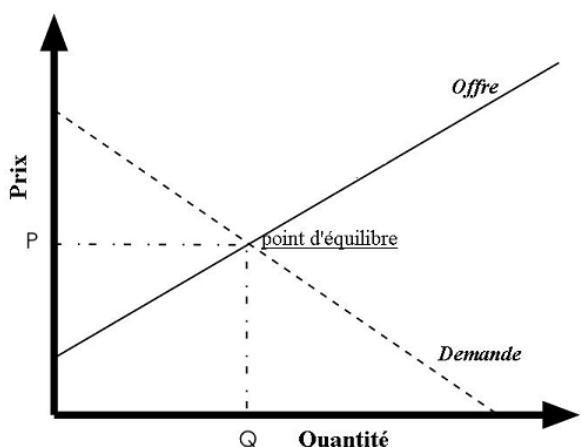
- **1) Qu’est-ce qu’un marché ?**
 - Le marché est aujourd’hui une réalité incontournable, autour de laquelle s’organise la vie sociale et économique. Pour autant, **le marché n'est pas une entité naturelle**, une forme pure qui donnerait libre cours à la propension naturelle des hommes à échanger, comme le voulait Smith. Institution qui rompt avec l’ancien Régime (cf. Laurence Fontaine). Le marché autorégulateur est une **construction sociale** qui doit être dénaturalisée.
 - Un marché désigne le **lieu**, généralement **fictif**, sur lequel les marchandises produites sont **échangées**. C'est le **lieu de la formation des prix**, qui aboutit à un équilibre, c'est-à-dire un état de l'économie où les offres et les demandes sont égales.
 - Les marchés ne fonctionnent pas *ex nihilo* et requièrent, pour leur bon fonctionnement, des **institutions de marché** : définition des droits de propriété et monnaie/finance privée. Le plus souvent, nos sociétés font donc **coexister marché et organisation** et on ne peut pas détacher le libéralisme économique du terreau de ses institutions politiques et sociales. Les marchés n'existent donc pas *ex nihilo* : non seulement ils sont eux-mêmes des institutions, mais leur existence dépend elle même d'un certain nombre d'autres institutions :
 - 1) La première de ces institutions est sans doute l'**institution juridique** : sans régime de droit qui élève une barrière suffisamment efficace au risque de spoliation, on conçoit que production et échange n'aurait pu se développer. Pour l'école américaine du *Public Choice*, par exemple, le droit de propriété reste aujourd’hui la pierre angulaire de l'économie de marché. Le Prix Nobel D. North, du courant néo-institutionnaliste, défend le même type de thèse. Dans *Le Mystère du capital* (2005), Hernando de Soto défend ainsi la nécessité de **développer les**

droits de propriété au Sud. L'économie informelle, celle des trafics, les habitations des pauvres, etc., représentent une masse de « **capital mort** », c'est-à-dire sur lequel **personne ne détient de titre juridique certain**. Ce qui ne signifie d'ailleurs pas que leur propriété ne soit pas régulée : Hernando de Soto souligne l'existence des arrangements extralégaux qui codifient précisément les propriétés des pauvres. Il montre alors, à partir de l'histoire des Etats-Unis, que le développement économique ne peut se produire que lorsque le système juridique formel trouve les moyens d'intégrer toutes ces normes informelles. Et parce que « la propriété est une construction sociale », l'intégration de ces droits dans un système codifié légal est une bataille politique qui ne va pas de soi et qui prend du temps. Dans une **économie de la connaissance** (cf. l'exemple de Bill Gates sollicité par H. de Soto), où les innovations présentent de fortes externalités positives, c'est le système des brevets qui réclame d'être bien pensé.

- 2) La **monnaie** et la **finance** sont elles aussi des institutions cruciales pour le développement et le fonctionnement des marchés. Les économies de marché sont des économies monétaires : il n'y a d'expression de la valeur que monétaire, parce qu'**elle fonde l'échangeabilité des biens**. Certes, le troc est bien une modalité du marché et demeure une réalité encore contemporaine (par exemple, le troc entre nations : produits pétroliers contre biens d'équipement). Mais l'accroissement des échanges est historiquement lié au développement de l'usage de la monnaie, qui résout le problème du troc et de la double coïncidence des besoins. La monnaie est un **facilitateur de l'échange** mais pas seulement : c'est aussi un **bien public**, qui nécessite une intervention centrale, celle d'une banque centrale hier encadrée par l'Etat et aujourd'hui indépendante. Certes, les banques commerciales émettent de la monnaie, et en un certain sens, il existe une monnaie Crédit Lyonnais et une monnaie BNP, mais ce sont des monnaies liées par un taux de change inaltérable à la monnaie Banque centrale (l'euro).

• 2) Comment s'équilibrent l'offre et la demande sur un marché ?

- Pour un économiste, les marchés de biens ordinaires sont équilibrés par la **flexibilité du prix** : c'est le modèle de base de la théorie standard en économie, mis à jour par les travaux d'économistes dits « néoclassiques » (Jevons, Menger, Walras, Marshall, etc.), et qui vaut pour les marchés des biens ordinaires. Il propose une **représentation simplifiée de l'économie où la concurrence s'exerce uniquement par les prix**. Aucun agent économique ne peut jouer sur d'autres facteurs que le prix pour s'imposer (comme sa taille sur le marché, une différence de qualité du produit, un accès à une ressource privilégiée, etc.). Ce modèle permet donc de représenter ce qui se passerait dans le « cas limite » où la concurrence s'exercerait uniquement via les prix auxquels les agents sont disposés à acheter ou à vendre des biens en tout point identiques. Il permet de prédire comment les prix devraient s'adapter aux transformations de l'offre et de la demande dans ces conditions.



- Comment représenter graphiquement l'offre et la demande d'un bien ?

- 1) Une **courbe d'offre** représente pour chaque niveau de prix la quantité offerte d'un bien. Elle est généralement croissante pour deux raisons :

- Plus le prix d'un bien est élevé, plus nombreux sont les offreurs prêts à vendre ce bien.

- Mais, plus fondamentalement, plus je produis de quantités de stylos, par exemple, et plus cela me coûte cher (loi de la **productivité marginale décroissante** ou du **coût marginal croissant** dans le secteur industriel classique), plus le coût de production augmente, plus le prix monte.
- **2) Une courbe de demande** représente pour chaque niveau de prix la quantité demandée d'un bien. Elle est généralement décroissante :
 - Plus un bien est cher, moins la quantité demandée de ce bien est forte.
 - Plus je consomme de stylos, moins j'en ai besoin, moins je suis prêt à payer pour m'en procurer (loi de l'**utilité marginale décroissante**), et plus le prix doit donc baisser pour que je continue à en acheter.
- Il s'agit de **courbes d'offre et de demande agrégées** : elles représentent les quantités offertes et demandées par l'ensemble des acteurs du marché pour un prix donné.
- Les pentes des courbes dépendent logiquement de l'**élasticité-prix** de l'offre et de la demande.
- Au point de contact de l'offre et de la demande, un **prix d'équilibre** va se former. A ce prix, le surplus total (le surplus du consommateur ainsi que celui du producteur) est maximisé (gains réalisés dans les conditions d'équilibre du marché). L'échange bénéficie aux deux partenaires. Le marché est présenté comme une **institution de l'égalité**.
- **3) À quelle condition les marchés s'auto-régulent-ils ? Pourquoi la concurrence est-elle stabilisante ?**
 - Sur un marché, vous aurez donc noté que **deux forces contraires vont s'opposer** : les acheteurs veulent acheter pas cher, et les offreurs veulent vendre cher. On comprend bien, intuitivement, pourquoi cette **opposition de forces va équilibrer le marché** et pourquoi, sous les conditions mentionnées plus haut, **la concurrence va être stabilisante**.
 - En effet ce prix d'équilibre, qui garantit un équilibre stable, peut être affecté. Mettons, par exemple, que le prix des stylos augmente (suite à un choc de demande positif, par exemple). L'offre va excéder la demande. Autrement dit, on demande moins de stylos qu'on en offre. Mais il se trouve que si on demande moins de stylos (parce qu'on préfère acheter des crayons moins chers, par exemple), il y aura une pression à la baisse sur le prix du stylo. Le marché est inondé de stylos que personne ne veut. Le prix va donc être ramené au prix d'équilibre. Des forces, qui sont bien des **forces concurrentielles**, rappellent le prix de marché vers le prix d'équilibre.
 - L'économie « standard » est une **physique des marchés** (elle aspire d'ailleurs, depuis sa fondation, à devenir la plus dure des sciences molles et regarde clairement du côté des mathématiques et de la physique plutôt que des sciences sociales, du moins dans ses programmes de recherche dominants). Le prix « gravite » autour du prix d'équilibre mais ne peut pas s'en éloigner durablement. C'est une économie naturalisée qui est ici présentée et qui se centre essentiellement sur la sphère de l'échange marchand : elle traite la production à la manière d'une boîte noire, et ignore donc le salariat et le marché du travail...
 - Ce modèle s'appelle le modèle de la concurrence pure et parfaite (CPP) : dans ce modèle, les prix dépendent uniquement de la confrontation de l'offre et de la demande. Sous certaines conditions, cette théorie va donc nous dire que les **marchés s'autorégulent**. Les marchés concurrentiels sont en général des marchés sur lesquels il y a de nombreux offreurs et demandeurs. Les producteurs sont ainsi en compétition pour séduire les consommateurs qui, de leur côté, font jouer la concurrence pour bénéficier des conditions d'achat les plus favorables. Les conditions de la concurrence sont les suivantes :

- 1) **atomicité** : il y a sur le marché de nombreux acheteurs et vendeurs de telle sorte qu'aucun acteur ne peut influencer à lui seul le prix d'équilibre. On dit que les agents sont **preneurs de prix**.
 - 2) **homogénéité** : les produits échangés sur un marché sont strictement identiques.
 - 3) **transparence** : l'information est parfaite et gratuite et tous les acteurs connaissent ainsi parfaitement la qualité des produits échangés, leur prix, etc.
 - 4) **fluidité** : tout agent peut quitter ou entrer sur le marché à tout instant, il y a libre entrée et sortie du marché.
 - 5) **mobilité des facteurs de production** : à tout instant, des travailleurs ou du capital utilisés pour la production d'un bien donné peuvent être mobilisés pour produire un autre bien destiné à un autre marché.
- Ces conditions théoriques sont très exigeantes. Cela dit, deux points sont à noter :
- 1) En soi, il n'est pas problématique qu'un modèle théorique ne soit pas le reflet parfait de la réalité : par définition, tout modèle offre une **représentation simplifiée** et néglige certaines caractéristiques observables du phénomène étudié. Les économistes néoclassiques considèrent que le seul critère valide pour juger de la qualité d'un modèle est sa capacité à expliquer des phénomènes concrets, en proposant un cadre rigoureux pour faire des hypothèses et en tirer des déductions cohérentes. De ce point de vue, le modèle de CPP a une certaine **portée heuristique** : il permet par exemple, sous l'hypothèse d'une variation de la demande sur un marché, d'en déduire les variations de prix qui en découlent. On peut ensuite confronter les observations empiriques aux prédictions du modèle, et voir dans quelle mesure il permet effectivement d'éclairer les phénomènes étudiés.
 - 2) Mais notez que la notion de marché concurrentiel renvoie à une **réalité empirique** : à un moment donné, sur un marché donné, la pression exercée par la concurrence est plus ou moins forte, et il est possible de la mesurer empiriquement (par exemple, avec l'**indice d'Herfindhal-Hirschmann**, qui mesure la concentration de l'offre sur un marché en sommant le carré des parts de marché de toutes les entreprises du secteur considéré. Cet indice est notamment utilisé par les autorités de concurrence pour analyser et réguler le fonctionnement des marchés). En France, depuis 1953 et la naissance de la politique de la concurrence, l'Etat régule la concurrence sur les différents marchés, et depuis le Traité de Rome, en 1957, la Commission européenne a développé la politique de la concurrence à l'échelle européenne.
- Ce modèle de CPP fonde le **résultat de dérégulation admis comme allant de soi pour les marchés de biens ordinaires** : nous ne vivons pas dans des économies où les prix sont administrés ! C'est essentiellement au XIX^e siècle que les doctrines du *laissez faire* conduiront à l'abandon progressif des contrôles des marchés, en Angleterre des droits sur les grains, les *Corn laws*, en 1846, et à l'adoption de politiques commerciales de libre échange déjà prônées par les physiocrates français en ce qui concernait l'agriculture. Aujourd'hui, nous considérons que la **dérégulation du marché fait partie des institutions de la liberté**.
- Ce modèle de CPP ne permet pas de comprendre l'ensemble des logiques à l'œuvre sur les marchés et de nouveaux modèles théoriques, fondés sur d'autres hypothèses, ont ainsi été développés : il s'agit principalement des **modèles de concurrence imparfaite**.
- 4) **Quel est le rôle du système de prix ?**

➤ L'ordre marchand fait surgir une énigme spécifique : sur quelle base des individus séparés peuvent-ils se **coordonner** durablement ? Pourquoi y a-t-il de l'ordre plutôt que du « chaos » ? Car il y a lieu, en effet, de s'étonner : d'un côté, le marché épargne

littéralement les décisions privées (décisions d'investissement, d'achat, etc.), chacun est appelé à se déterminer selon son intérêt personnel (comme dit Adam Smith) ; et de l'autre, pourtant, chacun dépend de tous car, étant spécialisé, il doit se procurer les marchandises qu'il ne produit pas lui-même... sur le marché. L'économie de marché réussit donc le tour de force de faire tenir ensemble des individus séparés : comment est-ce possible ? La réponse des économistes consiste à dire : **les agents se coordonnent de façon décentralisée via le système de prix**, qui se trouve donc placé au cœur de la régulation marchande.

- Dans l'économie standard, il faut comprendre que le prix fixé par le marché est un prix qui soit **rémunère les facteurs de production incorporés dans le bien** (pour les classiques : Smith, Ricardo et Marx), soit reflète l'**utilité/rareté** de ce bien (pour les néoclassiques). Par anticipation sur ce qu'on traitera plus tard à propos des marchés financiers, on peut dire que, d'une certaine façon, le prix des biens ordinaires reflète leur **passé** (quand le prix d'une action, par exemple, reflète son **futur**). Les prix sont donc ancrés dans une **valeur intrinsèque** (valeur-travail ou valeur-utilité), une certaine objectivité de la valeur. Le modèle de la CPP est **référentiel** : on comprend dès lors qu'il ne puisse pas exister de dérive des prix durable. Dans le texte d'Hayek, économiste libéral issu de l'école autrichienne, on comprend que la rareté est ce qui confère, hors marché, de la valeur aux objets et fonde, de ce fait, l'échange. C'est parce qu'elles sont utiles que les marchandises s'échangent sur un marché. La valeur dépend d'un critère objectif et la finalité ultime de l'économie est de **répondre aux besoins des consommateurs**.
- Le prix reflète ainsi l'**information** sur le bien (disponibilité, quantité), dans une économie décentralisée, et permet donc aux multiples agents, qui poursuivent des stratégies personnelles et décentralisées de maximisation du profit, de se coordonner de sorte que soit rendue inutile la régulation par les gouvernements. C'est aussi l'idée de main invisible qui réapparaît : à ce compte là, on peut faire l'économie de nombreuses institutions et miser sur les capacités d'auto-organisation des sociétés humaines. Et pour Smith, l'enjeu (politique autant que théorique) est justement de montrer que la richesse des nations est celle des populations, pas des Etats et des gouvernements !
- L'un des grands points forts conceptuels du libéralisme, c'est de supposer une **épistémologie relativiste**. Il n'y a pas d'instance supérieure, d'entité en surplomb, qui ne puisse décrire de ce que valent les biens, tout simplement parce que personne n'en sait rien. Le marché est une **procédure de découverte de l'information**. Notez que l'article de foi premier du libéralisme consiste à dire que la **connaissance est limitée**. Le prix permet ainsi de prendre la bonne décision sans avoir une connaissance globale ou macroéconomique de l'économie. On peut néanmoins objecter à Hayek l'exemple actuel de l'envolée du prix du pétrole : certes, il signale une contrainte de rareté sur la ressource, mais la dépendance de nos économies et de ses infrastructures aux énergies fossiles en font une marchandise non substituable. Pire encore : l'envolée du prix du pétrole crée de la ressource (pour les grandes compagnies pétrolières) pour aller chercher du pétrole *off shore* et accélère la substitution charbon/pétrole. Conclusion : en présence de la plus grosse externalité négative de l'histoire économique (le réchauffement climatique), le système de prix ne contribue pas à envoyer le bon signal aux agents économiques (il faudrait le corriger avec un mécanisme de taxation carbone).
- Mais, en résumé, le rôle joué par les prix, dans une économie de marché et pour les économistes libéraux, tient en deux concepts centraux étroitement solidaires : **coordination / information**.

- **5) À quoi servent les marchés ?**

- Pour la tradition économique inaugurée par Adam Smith (*La richesse des nations*, 1776), les marchés, ou plutôt l'approfondissement des marchés, sont tout à fait centraux dans l'explication de la croissance (et ont de fait permis aux économies européennes de sortir du piège malthusien). On peut dégager trois étapes de raisonnement pour comprendre ce lien entre marché et enrichissement :
 - 1) Le marché **libère l'initiative individuelle et responsabilise chacun**. Dans le libéralisme, nul ne peut reporter sur un autre la charge de ce qui lui arrive, et chacun est donc contraint de... s'enrichir pour faire face aux aléas (cf. Foucault, *Naissance de la biopolitique* : le libéralisme repose sur une culture politique du danger).
 - 2) La **division du travail et la spécialisation** dans la production produisent des **économies d'échelle** qui améliorent l'efficacité de la production. La division du travail est une source d'accroissement de la productivité, de progrès économique et de prospérité.
 - 3) L'expansion de la **taille des marchés** (notamment par le commerce international, libéralisé au XIX^e siècle en Angleterre) permet d'intensifier ces économies d'échelle (par exemple, l'Angleterre va devenir une grande puissance industrielle au détriment de l'Inde, avec laquelle elle est soudée dans un marché commun).
- Cf. aujourd'hui les vagues de fusions-acquisitions dans le secteur industriel.
- Aujourd'hui, la crise peut s'interpréter comme une crise de la coordination marchande auto-régulatrice. C'est ce qu'on va voir dans les parties II et III.

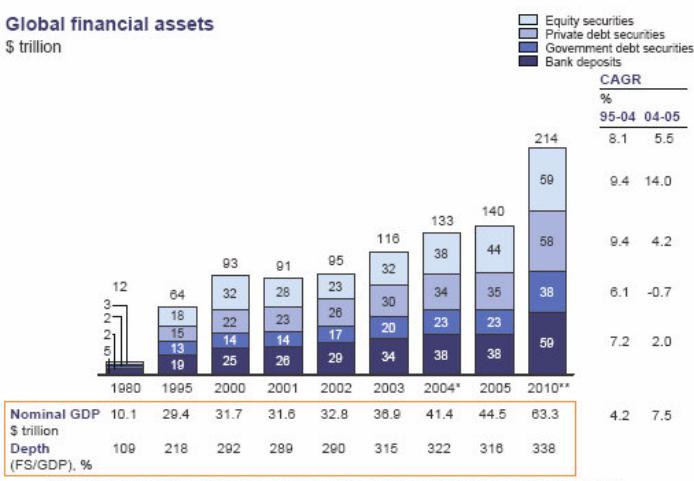
II – LE MARCHE DU CAPITAL : LES MARCHES FINANCIERS (MF)

- **1) Enjeux de cette partie**

- Distinguer les marchés de biens ordinaires (à rétroactions négatives), pour lesquels le résultat de dérégulation ne fait guère débat, d'autres types de marchés (à rétroactions positives), comme les marchés financiers. Grand résultat théorique et grand enseignement des crises : les MF ne s'auto-régulent pas. Or nous avons placé ces **gigantesques marchés planétaires des capitaux** au centre de la régulation des économies.
- Mais avant, il faut contextualiser un peu le sujet et poser quelques fondamentaux.

- **2) Pourquoi les marchés ont-ils été placés au centre de la régulation de nos économies ?**

- Dans les années 1980, le capitalisme a muté : il était « fordiste », il est désormais « actionnarial » ou « financiarisé ». Depuis 30 ans, nos économies se sont très fortement financiarisées (extension d'un marché mondial des capitaux). Cette financiarisation est sans doute, d'ailleurs, la mutation la plus spectaculaire, la plus profonde, qu'ont connue les économies développées depuis les années 1970 (avec la tertiarisation). On a eu en effet une **financiarisation accrue pour tous les types d'actifs, de dettes, pour tous les types**



d'acteurs, à l'échelle de la planète toute entière. Si on rapporte le volume des actifs financiers au PIB mondial, on est à 109% en 1980 et à 338% en 2010. On a sur le graphe de la page 11 les **montants des actifs financiers** (sauf les produits dérivés, dont le volume aurait fait craquer le graph) : on a mis les dépôts bancaires, les actions, les dettes publiques, les crédits, etc. Le point important, c'est la **dernière ligne qui mesure la valeur de ces actifs par rapport à la richesse mondiale**. En 1980, on voit que les deux volumes coïncident plus ou moins pour ensuite se disjoindre totalement. On a aujourd'hui une sphère financière qui pèse trois/quatre fois la sphère de l'économie réelle (sans compter les produits dérivés). Cela signifie que la croissance du secteur est, pour une très grande partie, une **croissance intra-financière** : d'une certaine façon, **la finance se parle à elle-même**. On a des liens de plus en plus complexes entre les acteurs de la finance, qui se prêtent à eux-mêmes, etc.

- À l'appui de cette financiarisation spectaculaire de l'économie, dans les années 1980, la pensée néolibérale a articulé quatre arguments principaux :
 - 1) Les années 1980 sont marquées par une **révolution néolibérale de très grande ampleur** (Mao meurt en 1976, Margaret Thatcher arrive au pouvoir au RU en 1979 et Reagan aux EU en 1981¹, et enfin le mur de Berlin s'effondre en 1989). Pour les penseurs libéraux, c'est « **la fin de l'histoire** », i.e. le triomphe de la démocratie et du marché (F. Fukuyama). Le capitalisme aurait atteint un stade terminal, son point de développement et de perfectionnement le plus haut. Cette transformation a une signification éthique/politique très forte dans le libéralisme. Le communisme consiste à prendre le meilleur des hommes (disposition au partage, à l'altruisme, à la politique, à l'oubli de soi au profit du collectif, etc.) et, à partir de ce meilleur, à produire le pire (les camps, les goulags, la surveillance de la vie privée, etc.) par une sorte de retournement tragique dramatique. **Le capitalisme fait le trajet inverse : c'est un convertisseur général de mal en bien**. Vous prenez le pire - les dispositions à l'avidité acquisitive, à la cupidité, à la captation du plus grand nombre de biens possibles tout en travaillant le moins possible (c'est ce que les économistes appellent l'**optimisation** !), etc. –, vous propulsez tout le monde dans la compétition, et vous obtenez le meilleur des mondes libéral : la démocratie, la coordination marchande par les prix, le bien être collectif pour tous, etc. Revient donc en force dans le discours dominant, au tournant des années 1980, l'argument de Smith : **la recherche de l'intérêt privé par chacun converge vers la réalisation du bien-être de tous**, formidable alchimie par laquelle **les vices privés font évidemment la vertu publique**. L'idée que les marchés s'autorégulent, au cœur de la théorie néoclassique, va permettre la financiarisation qui est donc perçue, par les libéraux, comme une forme d'autorégulation par les intérêts privés. Les marchés, livrés à eux mêmes, fonctionnent de manière satisfaisante : à cette condition, on peut faire l'économie d'énormément d'institutions (et notamment de l'Etat, ce qui était tout de même le but de la manœuvre car il se trouve qu'au même moment l'État-Providence traverse une crise de financement).
 - 2) **La finance pourvoit aux moyens du progrès économique par sa fonction de mise en commun de la richesse** qui augmente la force de frappe financière et l'investissement productif des entreprises qui, du fait de leur taille, ne peuvent plus se contenter d'un actionnaire unique familial. La finance permet ainsi de bonnes choses. Pourquoi ? Parce qu'elle permet d'allouer des ressources rares, du capital²,

¹ En France, c'est la gauche mitterrandienne qui va soutenir la financiarisation de l'économie. C'est d'ailleurs une histoire bizarre et évolutive que celle de l'**implication systématique de l'Etat dans la fabrication des marchés** !

² Notez que la rareté du capital est artificielle : le capital est une construction humaine (= *a priori* non soumise à la contrainte de rareté). C'est également vrai de la monnaie, qui n'est plus que de la dette (=

à l'échelle planétaire, de la manière la plus efficace possible. Elle permet d'estimer, de coter les prix (= **prix des dettes, des monnaies, des actions, des dérivés**) de manière juste, i.e. en exprimant les valeurs fondamentales de l'économie réelle (par ex., pour la finance actionnariale, la capacité réelle d'une entreprise à dégager des profits à la fin de l'année et à distribuer des dividendes à ses actionnaires). Sur cette base, avec cette idée qui armature toute la pensée néoclassique, qu'on alloue de la ressource rare là où la valeur fondamentale est bonne, on a donc lié le sort de la croissance économique à celui de la finance. C'est le thème de l'**allocation optimale du capital**.

- 3) Les marchés permettent une **meilleure gestion du risque**. Le gain financier est juste car il est la rémunération du risque. On a ici une justification des marchés par la morale du risque. Dans les années 1980, l'innovation sur les produits financiers dérivés (qui permettent de se couvrir contre des variations de prix de matières premières, de taux d'intérêt, de devises, etc.) a explosé : les volumes échangés sont là encore sans rapport de proportion avec le volume de risques qui circule dans l'économie réelle.
- 4) Enfin, la financialisation s'est faite avec cette idée centrale que **la finance est stabilisante = théorie de l'efficience des marchés**. On a transposé le modèle de CPP qui vaut pour les marchés de biens ordinaires aux marchés financiers. Prenons l'exemple du marché d'actions (marché secondaire de la revente). Dans l'hypothèse d'efficience des marchés financiers, les marchés sont des structures stables, capables de fournir des prix qui permettent aux investisseurs d'investir dans les « bons » secteurs de l'économie réelle (allocation efficiente du capital). Le pape de cette théorie de l'efficience, c'est l'américain **Eugene Fama** (Ecole de Chicago). Le prix des actions (s'il s'agit d'un marché d'action) est un **juste prix** : il exprime les **conditions de rentabilité réelle du capital** côté. Les prix sont des signaux, véhiculent la bonne information : ils expriment notamment la bonne valeur intrinsèque du titre côté. Les prix reflètent la sphère réelle : **on a un ancrage objectif des prix dans la sphère réelle**. Les dérives de prix ne sont pas permises. Mieux : l'objectivité de la valeur, acquise hors marché, dans l'économie réelle, s'impose aux acteurs. Remarquez, au passage, que pour fonctionner ce marché nécessite une quantité d'informations considérables sur la santé de l'économie réelle. Les agents sont supposés avoir un **comportement fondamentaliste** (et non spéculatif) et font des anticipations rationnelles. Tout acteur financier rationnel doit se demander à chaque instant si chacun des titres qui composent son portefeuille et chacun de ceux qui sont susceptibles d'y entrer sont sur ou sous-évalué **par rapport à leur valeur fondamentale**, supposée connue. **La valeur fondamentale vaut comme référence** : on est dans un **modèle référentiel**. Le prix de marché d'un titre financier quel qu'il soit est donc une sorte de médiane.

monnaie de crédit) depuis que Nixon a lâché l'étalement-or pour épouser le coût exorbitant de la guerre du Vietnam. Cette rareté est **artificiellement entretenue par des taux d'intérêt élevés** (années 1980 = hausse des taux d'intérêt par Paul Volker, patron conservateur de la FED = **le coût du capital devient un objet de préoccupation central pour les entreprises**, qui vont conduire aux basses pressions salariales des années 1990 et 2000). Keynes est le premier à dénoncer, dans les années 1930, la rareté artificielle du capital et à réclamer des taux d'intérêt bas pour soutenir l'investissement et l'activité économique (au moins à court terme).

Valeur fondamentale ou intrinsèque d'une action :

$$VF_E = \frac{D_{t+1}}{(1+r)} + \frac{D_{t+2}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_{t+n}}{(1+r)^n} + \dots$$

r = taux d'actualisation

À ce prix d'équilibre, plus personne ne veut acheter ou vendre. Tous ceux qui pensent que le titre est sous-évalué et va monter en possèdent une quantité suffisante à leur goût. Tous les autres pensent qu'à ce prix, il ne possède pas de potentiel de hausse suffisant pour l'acheter. Une grande majorité des acteurs est polarisée autour de l'idée que le prix évalue correctement ce titre (= valeur fondamentale) à quelques points près, qui ne valent pas la peine d'un ajustement de portefeuille. **Le prix reflète donc une vision médiane dominante de l'avenir du sous-jacent** : l'avenir d'un nouveau produit, d'une entreprise, d'un pays, de l'économie mondiale.

C'est sur la base de cette théorie qu'on a libéralisé la finance dans les années 1980.

- **Véritable raison de la financiarisation** : nature de la situation dans laquelle se trouvent les Etats-Unis dans les années 1980. Pourquoi les EU ont-ils promu si ardemment la déréglementation financière ? Réponse tautologique : parce qu'elle autorise la circulation internationale des capitaux. Un des grands charmes de la mondialisation financière, c'est en effet qu'elle dispense d'avoir à boucler le circuit épargne / investissement sur le territoire national. En d'autres termes, on peut recycler l'épargne des pays à forte épargne (typiquement, la Chine avec son taux d'épargne délivrant à 50% du PIB) vers les pays à déficit (les EU sont en déficit permanent : ils doivent pomper dans les épargnes des pays qui en ont. Ils ont aujourd'hui un déficit budgétaire à 8% du PIB, une dette à 244% du PIB ! Au passage, remarquez qu'en Europe, on a une crise des dettes publiques pour beaucoup moins que ça).

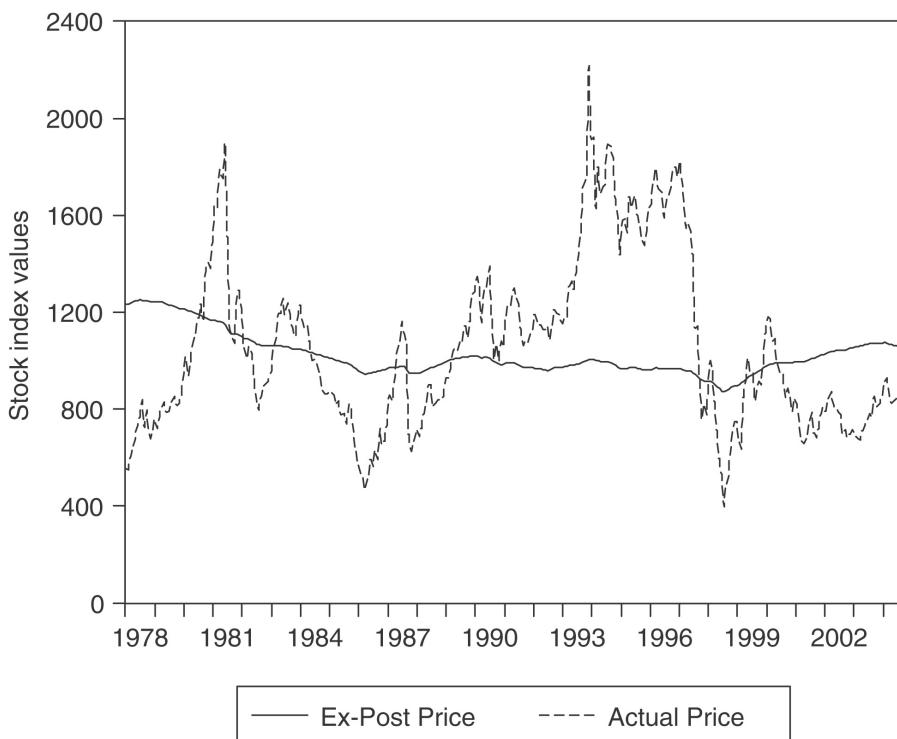
• 3) Quelles propriétés des marchés financiers empêchent de les analyser comme des marchés de biens ordinaires ? La critique keynésienne

- On peut comprendre très intuitivement qu'on n'a pas du tout les mêmes propriétés sur les marchés financiers que sur les marchés de biens classiques. Sur ce dernier, on a des offreurs et des demandeurs. Sur un marché d'action (sur le marché secondaire de la revente, différent du marché primaire), on n'a pas du tout ce schéma là. **Chacun est vendeur ou offre en fonction de la situation, i.e. en fonction des prix**. Alors que sur les marchés de biens les intérêts sont divergents, ici ils convergent : tout le monde a intérêt à faire monter les prix. On est proche de ce qui se passe sur les marchés de stocks (immobilier, marché de l'art, par ex.), caractérisés par une inélasticité de l'offre à court et moyen terme.
- A un niveau plus conceptuel, deux propriétés des marchés financiers sont en cause dans **l'instabilité structurelle de la finance de marché** (pour les économistes hétérodoxes ou les keynésiens dont fait partie André Orléan) :
 - **1) L'incertitude** : par nature, les actifs financiers sont des **droits sur la richesse future**. Or, **la part de l'imprévisible est absolument irréductible**. La valeur future d'un actif financier est soumise à un ensemble irréductible d'incertitudes événementielles, macroéconomiques et politiques, qui en toute rigueur ne sont même pas toujours probabilisables (c'est la grande idée de Keynes). Leur valeur

actuelle dépend des **anticipations** que forment aujourd’hui les acteurs à l’égard de leur valeur future. Dans un monde d’incertitude radicale, comme chez Keynes ou Knight, l’économiste est livré à l’inférieure variabilité des estimations subjectives. A la limite, il n’y a plus de valeur objective qui soit efficace pour ancrer les prix. Robert Lucas, le pape de l’hypothèse des anticipations rationnelles dit donc très logiquement dans le **doc n°16** : si on admet l’incertitude radicale, le raisonnement économique ne sert plus à rien ! Il est donc contraint de limiter l’espace de validité du raisonnement économique aux **seules situations de risque** (où le calcul probabiliste est encore possible).

- 2) **La liquidité** : la liquidité, c’est la capacité qu’offre un marché d’y vendre facilement ses titres, donc d’en sortir, **pour retourner au cash**, i.e. pour **retourner à tout instant à la monnaie par la réalisation d’actifs liquides**. Un marché liquide est donc un marché dont le prix instantané définit et garantit les conditions de l’*exit*. Dire qu’un marché est « liquide », ça veut donc dire que si vous êtes vendeur d’un titre sur un marché, vous allez trouver un acheteur et, mieux encore, vous allez le trouver rapidement. A tout moment, vous pouvez acheter et vendre, acheter et vendre, etc. **La liquidité est le Nord des investisseurs**, la condition *sine qua non* de leur engagement, car elle est une **promesse de réversibilité** : il s’agit de sortir quand on veut, comme on veut. Les marchés financiers sont donc des institutions qui **organisent la négociabilité des actifs en permanence**. Ce qui signifie que vous ne gardez jamais très longtemps les mêmes titres dans un portefeuille, vous les négocier sans arrêt pour empocher des plus-values. Vous achetez pour revendre (la finalité, c’est l’intérêt) : donc, vous allez vous intéresser d’abord à son prix de revente (et pas à la valeur fondamentale), aux variations à venir du prix du titre sur ce marché. **Le prix devient central et le marché se boucle sur lui-même**. Notez que la liquidité des marchés est facilitée par la révolution des NTIC, qui ont considérablement fait chuter les coûts de transaction et permis d’augmenter la liquidité. Désormais, des robots algorithmiques font des transactions toutes les nanosecondes en *trading* de haute fréquence.
 - **Rq n°1.** En période de krach, la liquidité disparaît d’un coup : on a une crise d’illiquidité. Le prix des actifs peut tomber à zéro et, dans ces cas là, il n’y a évidemment plus d’acheteurs. Pour cette raison, le philosophe Jean-Pierre Dupuy parle des marchés financiers comme des « **institutions de l’illusion de la liquidité** » (la liquidité n’est pas une propriété fixe des marchés : elle est elle-même volatile).
 - **Rq n°2. La liquidité ne correspond à rien dans l’ordre de l’économie réelle.** La vitesse de circulation du capital, très rapide, fait apparaître la finance comme un univers de jeu totalement artificiel. On a ici une certaine perte du contact entre la finance et l’économie, entre un monde ultra-rapide et court-termiste, un monde de la liquidité, et un monde de relative inertie des structures productives, un monde de perspective de long terme. Les objets de l’économie réelle disparaissent pour n’être plus que des objets **supports du rendement**. Mais, d’un autre côté, la liquidité est évidemment **utile** : si le capital était totalement immobilisé, le risque serait augmenté et le volume des investissements s’assècheraient considérablement (mauvais pour la croissance économique). C’est ce que Keynes appelle le « **dilemme de la liquidité** »).

- L'euphorie et les bulles qui s'emparent régulièrement des marchés s'expliquent donc par ces deux propriétés fondamentales : incertitude et liquidité. Elles permettent d'expliquer pourquoi les marchés ne produisent pas toujours spontanément les « bons prix » (cf. **graph ci-dessous**) ainsi qu'une bonne allocation du capital. André Orléan cite l'**exemple de la bulle Internet**, qui constitue un cas historique d'allocation aberrante du capital.



des « oo », et de faire du ciment plutôt que des sites de rencontres en ligne, se sont retrouvées ignorées des investisseurs mondiaux ! Dans le cas de la bulle internet, on a une nouvelle industrie qui entretient l'**idée que l'économie est en train de s'affranchir de ses lois naturelles**. Alors qu'au même moment elle cabote sur la contrainte de rareté (problème sur l'approvisionnement énergétique, tension sur l'alimentation mondiale, etc.), les investisseurs pensent que nous allons pouvoir continuer à croître à l'infini dans le cyber-monde, affranchi par construction des contraintes matérielles. Dans le cas de la titrisation, on pense avoir trouvé une solution définitive au risque de crédit (en le titrisant, justement).

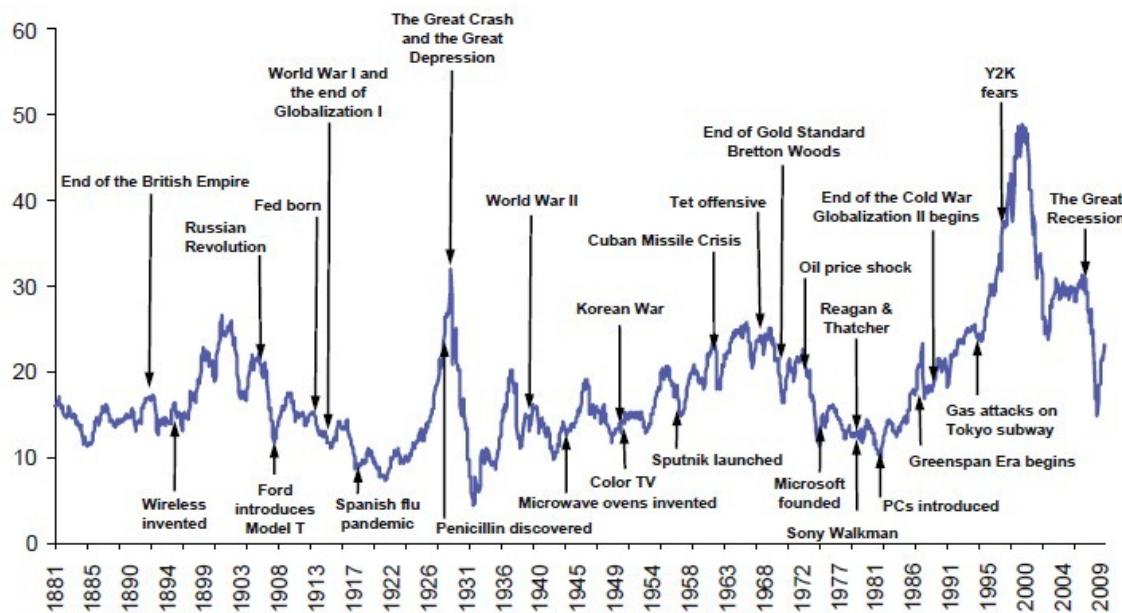
Bref, dans tous les cas, une innovation introduit de l'incertitude et **les opinions vont se focaliser dans un même sens : à la hausse ou à la baisse**. On a donc bien une inter-connection entre les différents acteurs : on est très loin du modèle individualiste de la CPP.

• 4) Sur les marchés financiers, la concurrence est-elle stabilisante ?

- L'analyse d'André Orléan va au-delà d'une simple analyse d'asymétrie d'information. On peut réglementer les innovations financières qui sont en partie à l'origine de la crise, accroître la transparence des produits financiers (par exemple sur la composition des produits *subprimes*) : cela ne changera rien car **c'est le mécanisme concurrentiel lui-même qui incite les investisseurs à l'aveuglement**. Des titres absolument transparents peuvent tout aussi bien produire des bulles spéculatives. L'exemple de la bulle Internet illustre cette proposition. Lors de cet épisode, on a connu un emballage des cours boursiers sans qu'aucune opacité soit présente (comme dans le cas des *subprimes*). Les investisseurs achetaient des titres d'entreprises hautement déficitaires en pleine connaissance de cause parce que ces déficits étaient interprétés par les marchés comme la preuve de leur dynamisme. Une banque qui aurait refusé d'acheter des titres internet se serait vue bouder par ses clients : en l'espèce, sur les

marchés financiers, la concurrence pousse au mimétisme et à la mauvaise coordination des croyances.

- Ces comportements ne sont pas du tout irrationnels, contrairement à la représentation de sens commun qui veut que la finance soit folle. En effet, compte tenu de l'incertitude radical, il est tout à fait normal d'essayer d'anticiper l'état du marché plutôt que l'état de l'économie réelle. Nous ne sommes pas dans un modèle référentiel, centré sur le rapport des individus aux objets, mais dans un **modèle auto-référentiel**, centré sur le rapport des agents économiques entre eux. Les acteurs ne s'intéressent pas à la vraie valeur, mais plutôt au prix et à l'**opinion de marché** : ils s'intéressent à l'état du marché lui-même.
- Ce comportement d'anticipation de l'opinion de marché, Keynes le nomme « spéculation » (par opposition au comportement d'« entreprise », qui consisterait dans le comportement fondamentaliste). Selon lui, il est dans la nature du marché d'être de plus en plus spéculatif.
- Selon André Orléan, la concurrence entre acheteurs ne génère donc aucune force de rappel vers l'équilibre ou la valeur fondamentale. Dans une bulle, elle pousse au contraire à acheter. Et la propriété de liquidité des marchés permet à chacun de penser qu'il pourra vendre avant que la tendance ne se retourne à la baisse. La finance est intrinsèquement instable.



Source: GMO, Shiller

• 5) La crise financière de 2007-2008 : innovation financière et risque systémique

- A) Il faut d'abord s'attarder sur la notion de crise.
 - Une crise, ce n'est pas quand ça ne va pas (sans quoi, ça ferait plus de trente ans que nous sommes en crise, du moins en France) : une crise, c'est quand ça change. La crise, c'est la **fin d'une époque = l'arrivée aux limites d'un certain type de régime d'accumulation**. Nous vivons aujourd'hui la fin d'une époque, la fin du premier grand acte de la mondialisation financière amorcée dans les années 1980.
 - L'effondrement du PIB a été contenu par l'intervention des Etats, mais il s'agit bien de l'un des plus grands sinistres de toute l'histoire du capitalisme (comparable dans son ampleur à la crise des années 1930).

- **Le déclenchement de la crise** : faillite de Lehman Brothers (15 septembre 2008). LB est une banque d'investissement (pas une banque commerciale de dépôt). Pourquoi une banque fait-elle faillite ? Deux raisons principales dans le cas spécifique de LB :
 - 1) **Pb d'endettement record**. Très simplement, une banque fait faillite lorsque son passif (les prêts accordés) excède son actif (le collatéral pris en échange des prêts). Or, LB, à la manière d'Enron, masque son endettement depuis 2007.
 - 2) **Pb d'aléa moral** : l'aléa moral désigne la propension d'un agent qui se sait sous la protection d'un assureur à se surexposer à des risques qu'il ne contracterait pas dans les mêmes proportions s'il se savait devoir en répondre par ses propres moyens. Autrement dit : les banques savent que le banquier central les renflouera quasi gratos (à ce moment là, le banquier central est plutôt d'ailleurs un « assureur forcé ») et s'installent dans la certitude que le secours étatique ne manquera jamais de venir. C'est une prise d'otage de l'Etat par les banques : vous me sauvez ou vous avez le chaos (intégrité des systèmes de paiement s'effondre). Donc, **on a voulu faire un exemple** (après tout, la théorie libérale requiert la mise en faillite des non performants) pour montrer qu'on avait bien en main la gestion de l'aléa moral. Mais les conséquences systémiques ont été majeures car Lehman n'était pas aussi petite que le pensait Bush. Un effet de panique très violent saisit l'économie mondiale. La faillite de Lehman a donc été une erreur tragique, même au regard des deux faits mentionnés plus haut. Alors, comment comprendre cette mise en faillite ? Le Secrétaire au Trésor de Bush au moment de la crise, Henry Paulson, chargé de gérer la crise, avait été Président de Goldmann Sachs. Or il se trouve justement que Lehman est le concurrent historique de Goldmann Sachs.

- **Le krach boursier** (cf. indice S&P ci-contre. On aurait la même allure de courbe avec le CAC40).

Dévalorisation des actifs financiers (pas seulement immobiliers : effet de richesse à l'envers) : 10000 milliards de dollars disparaissent en fumée sur les marchés d'action (pour comparaison, PIB de la France = 2000 milliards !). C'est une destruction de valeur considérable.

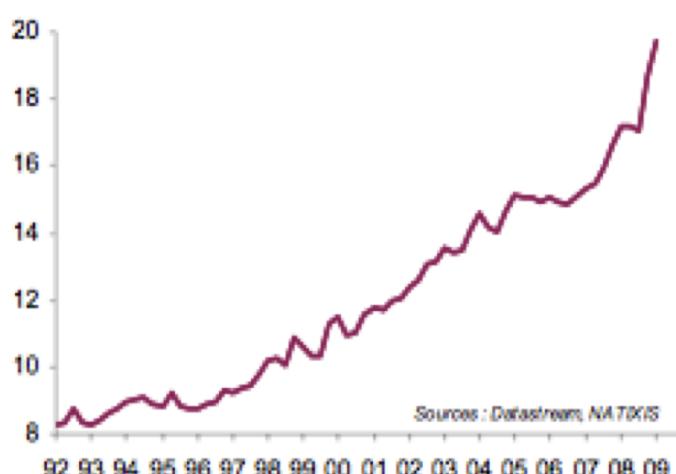
➤ B) Le contexte des années 2000 : l'optimisme pré-crise

- a) Les années Greenspan et la **politique monétaire expansionniste** aux Etats-



Unis : pendant quinze ans (début des années 1990 jusqu'à la crise), les **taux d'intérêt ont été maintenus extrêmement bas** en raison d'injection massive de liquidité (pour épurer la crise de l'internet). En finance, **chaque crise alimente la prochaine**). La banque centrale d'Angleterre faisait la même chose (mais pas la BCE, nettement plus frileuse). Il faut bien comprendre que les bulles se nourrissent de ces flots de liquidité qui se déversent dans certains compartiments de marché. En fait, plus précisément, vous avez trois carburants de la finance dans les années 2000 :

Graphique 1b
Monde : base monétaire (en % du PIB en valeur)



- 1) Les grands investisseurs institutionnels, qui captent les épargnes salariales et la repoussent vers les marchés.

- 2) **Le crédit.** Et ça, c'est la politique monétaire qui y peut quelque chose. Attention, ça ne signifie pas qu'il faille resserrer les conditions du crédit et monter les taux d'intérêt pour que le crédit se fasse plus rare. Car le risque, c'est alors que l'économie réelle finisse étouffer en même temps que la finance (de ce point de vue, il y a un redoutable **dilemme de la politique monétaire** comme il y a un dilemme de la liquidité).

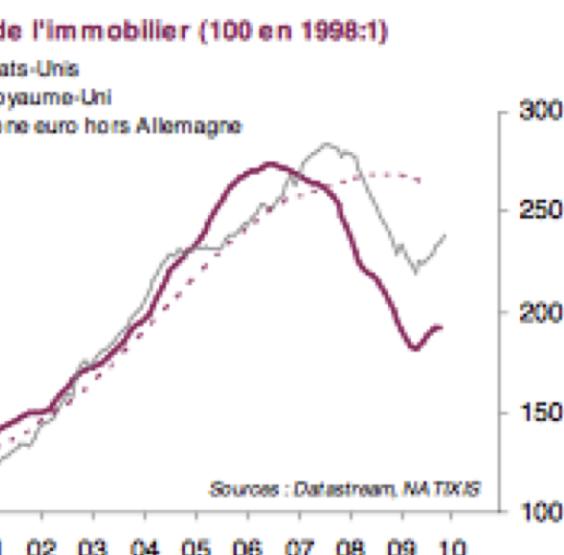
Certains économistes proposent

d'ailleurs de dédoubler les instruments, avec un taux d'intérêt réel (qui serait réservé exclusivement aux refinancements des crédits qui ont été dirigés vers les agents de l'économie réelle) et taux d'intérêt spéculatif.

- 3) De l'autre côté, les émergents ont constitué des **excédents énormes sur le reste du monde**. Et ils ont pris les bonnes places. D'une certaine façon, pour le reste des investisseurs, il n'y a plus rien : vous êtes prêts à acheter n'importe quoi, à n'importe quel prix, pourvu que vous puissiez placer votre argent. Et comme les taux d'intérêt sont bas, il n'y a pas d'autre moyen pour vous que de trouver du rendement là où il semble être : dans l'innovation financière des banques d'investissement.
- **L'aveuglement au risque.** Plus « technique », cet optimisme pré-crise s'explique également par l'hypothèse d'auto-référentialité des marchés financiers. Pendant toute la période des années 2000, les cours des actifs financiers sont très hauts mais ne bougent pas, les prix de l'immobilier augmentent, ce qui augmente mécaniquement la valeur du collatéral des banques, etc. Alors qu'on s'éloigne de

l'équilibre, les acteurs ne perçoivent pas le risque et perçoivent que le système est stable. Pourquoi ? Parce que le système est lu par rapport à ses propres données. Les banques se disent : « je courre de moins en moins de risque, mon collatéral augmente » (le prix des actifs immobiliers en l'occurrence).

L'autoréférentialité fait que, dans les périodes où il y a des risques, ils ne sont absolument pas vus. L'exubérance des marchés masque la réalité. On appelle cela, en économie, la **procyclicité** : dans une bulle, les gens font des profits très



élevés et l'impression de sécurité augmente pour eux ! Donc, ce n'est pas une

erreur de prévision des agents sur la conjoncture : en fait, il y a quelque chose de beaucoup plus conceptuel dans l'impossibilité de penser la finance moderne.

Exemple : Les indicateurs de risque systémique sont bas et à la baisse avant la crise

(calculs du FMI). Ces calculs n'ont pas été trafiqués à dessein ! Le FMI est d'ailleurs plutôt peuplé de très bons économistes. Simplement, l'autoréférentialité du système lui-même produit une invisibilisation du risque. (On mesure ici le risque pour les grandes banques d'affaires et les petites banques commerciales. *Source : FMI, Global Financial stability report, 2006, p. 27.*)

+ Pb de **généralisation de l'évaluation mark-to-market à l'ensemble des portefeuilles de marché.** Méthode de comptabilisation de titres financiers à leur valeur instantanée de marché (par opposition à la comptabilisation à leur valeur historique). Donc, si hausse du prix d'actifs, ça renforce le bilan des banques puisque les portefeuilles

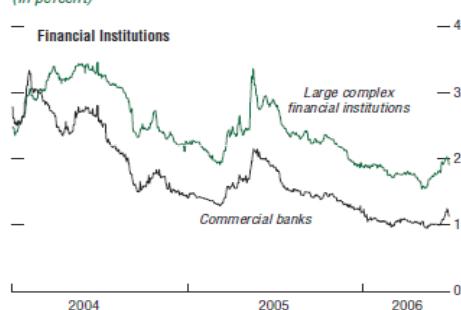
sont évalués en **mark-to-market**.

- **La mise en œuvre des mécanismes mimétiques.** A la racine de la crise, se sont développés des emprunts hypothécaires extrêmement risqués, qui défaient le bon sens : non seulement on prêtait à des gens qui n'avaient pas la capacité de rembourser, mais en plus on faisait des montages invraisemblables. Par exemple, on a développé une forme d'emprunt extrêmement risquée qui consiste à faire payer les intérêts (pendant 10-15 ans) puis à faire rembourser le capital d'un coup. Une très grande firme américaine - *Quest Invest* -, qui connaissait très bien le marché immobilier, a refusé pendant très longtemps de développer ce type de contrat. Mais, au fur et à mesure qu'elle perdait des parts de marché, elle a été contrainte d'entrer elle-même dans la danse. C'est ça, le mimétisme.

➤ C) Une crise de la finance structurée : les *subprimes*

- Comme toutes les crises financières, la crise de 2007 trouve son principe dans une croyance : en l'occurrence ici, la **croyance en la résolution définitive du risque de crédit par le miracle de l'innovation financière**. Comme pour la bulle internet, les investisseurs du monde entier ont le sentiment de changer d'époque. Larry Fink, du fonds BlackRock, écrit que « les gens croyaient vraiment que le monde était différent ». Notez que le « vraiment » souligne, une fois de plus, la bonne foi et la qualité morale des intentions qui la met en œuvre. L'innovation permet aux premiers entrants de faire beaucoup d'argent, mais plus après (idem avec l'innovation des *junk bonds*, à la fin des années 1980).
 - La titrisation est l'un des procédés des produits dits « dérivés de crédit » : c'est l'une des innovations les plus importantes de ces dernières décennies, en particulier aux Etats-Unis. Elle offre aux banques la **possibilité de se refinancer par la revente de créances détenues sur des tiers**. Or, quel est le type le plus fréquent de créance sur tiers détenue par les banques ? Réponse : les crédits, évidemment. Dans le métier classique du banquier, un crédit accordé demeure sur les livres de la banque jusqu'à son échéance. C'est dire que dans l'intervalle – dix ou vingt ans pour un crédit immobilier – la **banque demeure porteuse du risque de défaut**. Les banquiers sont historiquement censés être les spécialistes du risque : de leur sélection comme de leur portage. Mais du risque, les banquiers n'en veulent plus. Et l'innovation financière, en l'occurrence la titrisation, va les en débarrasser.
- Reprendons le fil de la manœuvre :
- Le problème est donc le suivant : un crédit bancaire est une créance immobilisé dans un bilan, il doit rester à l'actif de la banque.
 - Qu'à cela ne tienne, transformons-la en un **titre** (d'où ce mot de titrisation) = un actif de type obligataire, négociable sur un marché. À ce stade, au passage,

Figure 1.39. Probability of Multiple Defaults in Select Portfolios (In percent)

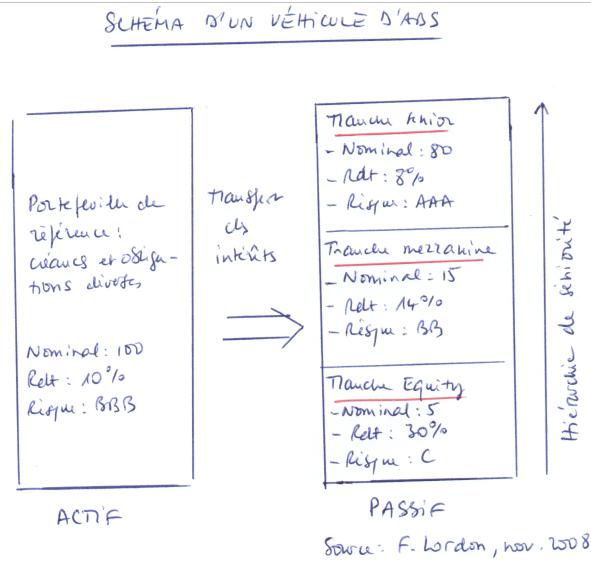


on prend la mesure de la marchandisation du monde survenue dans les années 1980 : **la logique de la négociabilité est étendue au bilan des banques.** Il ne restait qu'un domaine qui échappait au marché, un dernier bastion : la banque, qui fonctionne historiquement de manière différente des marchés (processus d'**intermédiation bancaire**). Il faut bien comprendre que cette révolution va avoir lieu car la banque était considérée comme le maillon faible du système financier : quand survient la crise, elle se trouve en effet pieds et poings liés aux risques qu'elle a pris, sans pouvoir sans défaire. La titrisation se fait donc, en son principe, dans le but d'éviter les crises bancaires.

- L'affaire est doublement plaisante puisque à la défaisse du risque (= dilution totale de la responsabilité côté banquier) s'ajoute la possibilité du refinancement : vendre ainsi un crédit titrisé, c'est **récupérer de la liquidité** mais par une **opération de marché**, là où le refinancement bancaire se fait classiquement au guichet de la banque centrale (donc à ses conditions, évidemment).
- Concrètement, en quoi consiste le **montage juridico-financier** ?
 - La brique de base de la titrisation est l'**ABS** (*Asset Backed Security* = titre adossé à des actifs).
 - Par assimilation, les ABS désignent à la fois les titres et les véhicules qui les émettent. Car le montage juridique de l'opération passe par la création d'une entité *ad hoc* dite SPV (*Special Purpose Vehicle* = Véhicule à finalité spéciale) à laquelle la banque cède un **portefeuille de crédits, droits (flux d'intérêt) et risques (ceux des défauts)** joyeusement mêlés.
 - Evidemment, le SPV est une entité juridique qui prend soin de se mettre bien au chaud : elle se domicilie généralement dans une place financière *offshore* et prend bien soin de se couper de la banque cédante (au cas où cette dernière viendrait à faire faillite) = Séparation en capital (*bankruptcy remote*).
 - Il y a plusieurs types d'ABS, selon la nature de l'actif auquel il est adossé : les ABS qui titrisent du crédit immobilier sont des MBS (*Mortgage Backed Securities*). Mais vous avez toutes sortes de crédit : prêts à la consommation, crédits auto, cartes de crédit, prêts étudiants (car dramatique problème de long terme de tassement éducatif aux EU), etc. A ce stade, il faut bien avoir en tête le contexte américain : les Américains vivent à crédit sur le reste du monde et l'endettement y est la béquille de la rémunération manquante (thèse de Ben Bernanke, patron de la FED : **les EU s'endettent pour épouser l'excès d'épargne mondiale exportée par les émergents et les pays pétroliers** : thèse pas fausse non plus).
 - Donc, si je reprends, le SPV est une **machine à transférer des flux financiers risqués**. Car si la banque cédante a l'assurance de pouvoir titriser ses créances, elle va distribuer du crédit à tous les agents économiques au mépris de leur solvabilité réelle (d'ailleurs affaiblie par la baisse des revenus des ménages américains populaires).
 - Qu'est-ce qui entre dans ce SPV (à l'actif) ? Réponse : les versements d'intérêts des divers débiteurs dont les crédits ont été mis en *pool*.
 - Qu'est-ce qui en sort (au passif) ? Des paiements conçus comme des droits attachés à des titres à revenu fixe (les ABS) qui vont être souscrits par les investisseurs du monde entier qui pensent mettre leur argent en sécurité aux Etats-Unis.
 - C'est dans le mécanisme complexe du **transfert** que la manœuvre prend toute sa saveur. En effet, si les flux d'intérêt s'agrègent de manière indifférenciée à l'entrée (à l'actif du SPV, donc), tel n'est pas le cas des paiements de sortie

qui, à l'usage des investisseurs, sont soigneusement découpés et surtout hiérarchisés selon un ordre dit de « séiorité ». Si des versements d'intérêts s'éteignent du fait du défaut des débiteurs initiaux, par exemple quand certains ménages deviennent incapables de rembourser leur dette immobilière, il en résulte logiquement une contraction équivalente des flux de sortie. Mais la question devient : parmi la multiplicité des investisseurs porteurs des MBS, qui va prendre le choc en premier en cas de défaut de paiement ?

- Ce qu'il faut savoir, c'est que les titres obligataires émis par le SPV vont être rangés en trois catégories qui vont différer par leur rendement et aussi, bien sûr, par le risque qu'ils représentent (*cf. schéma*). La hiérarchie des rémunérations est alors le décalque de celle des risques :

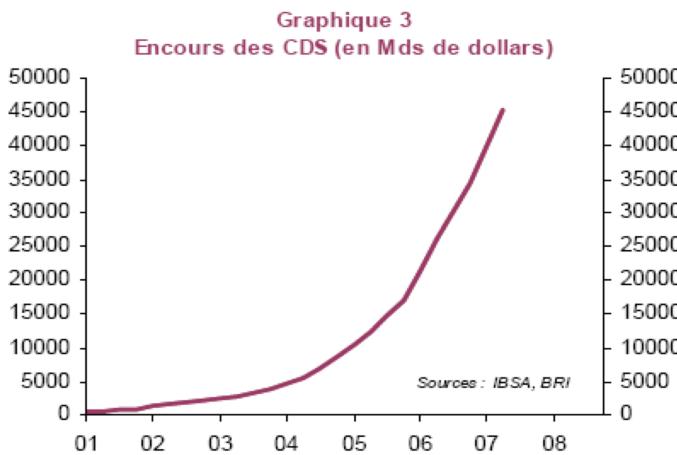


- 1) La tranche la plus basse est dite *equity*. En cas de contraction de l'actif, elle **enregistre en premier le défaut de paiement**. Par ex., un SPV peut avoir été construit sur une clef de répartition déterminant que les 5 premiers pourcents de défauts de paiements seront entièrement supportés par les investisseurs *equity* (tranche *equity* représentant elle-même 5% du nominal total). Mais évidemment, à titre pourri, **rendement juteux** : la tranche *equity*, la plus exposée, peut se voir attribuer des rendements de l'ordre de 30%. Autre chose que le 4% des emprunts d'Etat à dix ans ou de la dette *corporate* d'entreprise triple A à 6% ! Qui s'amuse avec la tranche *equity* ? Réponse : évidemment les *hedge funds*, connus pour leurs stratégies à

hauts risques (= fonds spéculatifs).

- 2) La tranche intermédiaire (*mezzanine*) prend le relais de la tranche *equity* et enregistrera les défauts à partir du 6^{ème} pourcent jusqu'au 10^{ème}.
- 3) La tranche *senior* prend les **défauts en dernier**. Paradoxalement, c'est autour de ces tranches réputées les plus sûres que s'est nouée la crise des *subprimes*. Car c'est bien dans ces tranches que prend corps le fantasme du rendement (partiellement) libéré du risque : les tranches *senior* se proposent en effet de servir un rendement sensiblement supérieur à celui de tous les autres actifs financiers de risque comparable. Autrement dit, vous avez du risque « triple A » mais avec du rendement d'un « triple B » ! Pourquoi ? Parce que les aventuriers de la finance structurée ont habilement **distordu la répartition des risques de l'ABS pour en concentrer la majeure partie sur les tranches « du dessous »**. On a un tassemement des défauts sur les tranches du bas : miracle de l'allègement du risque à rendement donné pour les tranches *senior*...
- Les tranches du bas sont donc subordonnées à la protection de celle du haut : c'est le principe de la **finance structurée**. On voit que la manœuvre ABS **revient à une masse agrégée de flux financiers entrants en une multiplicité de classe de paiements de sortie dont chacune, par son couple rendement-risque, peut convenir à un certain type d'investisseur en fonction de son aversion au risque**. Sur le papier, un tel montage à tout pour tourner la tête des chalands désireux d'y croire !

- Une fois le principe de subordination acquis, rien n'empêche de répéter l'opération : c'est ainsi que naissent les CDO (*Collateralized Debt Obligations*, formés à partir de produits de titrisations antérieures), les CDO de CDO, etc., etc.
- Tant qu'on y est, vous pouvez aussi acheter de la protection contre un risque de défaut sur les actifs titrisés : cf. marché des CDS (*Credit default swaps*) = type d'actif financier inventé à la fin des années 1990 (par la banque JP Morgan). C'est de l'assurance privée pour se couvrir contre un risque de défaut (d'un état, d'un particulier qui ne pourrait pas rembourser son prêt immobilier, etc.). En cas de défaut, l'assureur rembourse le défaut (théoriquement : cf. quasi faillite d'AIG). Sur le graphique ci-dessous, vous noterez la croissance absolument exponentielle de cet actif financier. Il n'existe pas dans les années 1990 et, aujourd'hui, il totalise 60 000 milliards de dollars. C'est un

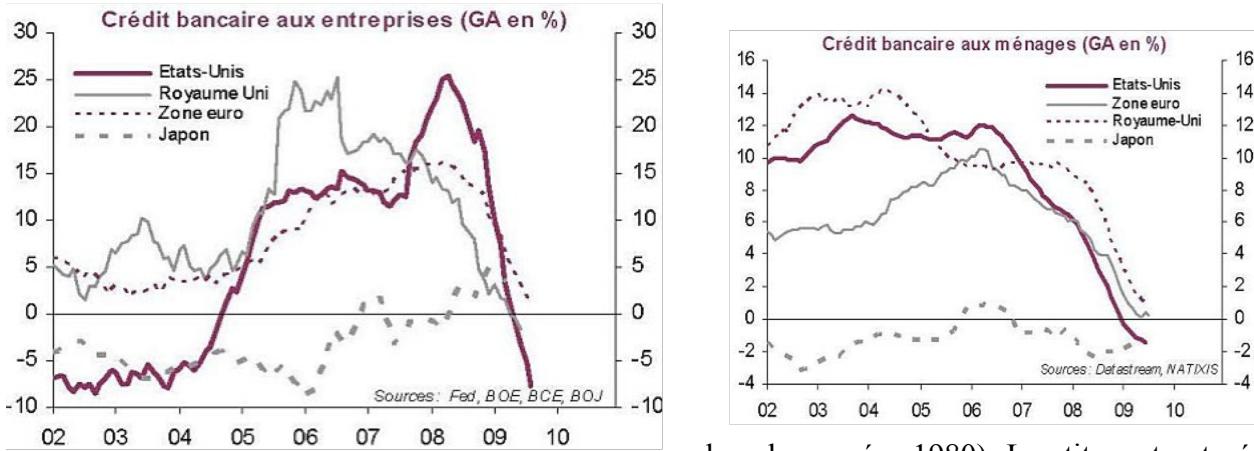


des actifs les plus échangés au monde !

- On peut encore rajouter une couche à tout ce montage : les banques vont être saisies de l'envie de jouer pour leur propre compte avec les produits structurés (qu'elles fabriquent normalement pour compte de tiers).
- **Conséquences :**
 - Cq quantitatives : **démultiplication des volumes de crédits émis dans l'économie** puisque la technique de la titrisation permet de s'affranchir des contraintes réglementaires classiques (ratios prudentiels et autre) et de se débarrasser des crédits (et des risques qui vont avec) dans l'instant même où ils sont émis. On a ici tous les ingrédients de la crise de surendettement (idem pour la crise des années 1930, l'innovation financière débridée en moins). Le recrutement massif d'une nouvelle classe de débiteurs particulièrement fragiles met tout l'édifice financier en péril. A 5%, le taux de défaut demeure maîtrisable. S'il bondit à 10%, non seulement la tranche *equity* est immédiatement vitrifiée, mais la tranche *mezzanine* ne manquera pas d'être elle aussi réduite en bouillie. Et les *seniors*, par construction, ne tarderont pas non plus à boire le bouillon. Dès lors, les titres deviennent illiquides. Comme dit joliment Warren Buffet, c'est quand la marée se retire (effondrement dans la croyance collective qui a fait croire à la résolution miraculeuse du risque de crédit) qu'on repère ceux qui ont un maillot de bain et ceux qui n'en ont pas... Comprendre : **toutes les structures de la finance structurée sont mises à nu** quand la crise survient (les économistes parlent d'ailleurs d'une crise de « révélation »).
 - 2) Cq qualitatives : **abaissement des critères de sélection** dans l'activité de distribution de crédit. Dans « *subprime* », il y a *prime* qui désigne le standard de solvabilité usuellement appliqué par le système bancaire à ses clients, et puis il y a *sub...*
 - 3) Enfin, une **incertitude extrême va peser sur la localisation des risques** qui ont été dilués dans tous les compartiments des marchés.

➤ D) La crise systémique et la contagion

- La propagation de la crise : les déboires locaux de la finance sont voués à produire des effets globaux. Cette propagation est rapide comme l'éclair car l'économie est mondialisée. Cette propagation transite par :
 - 1. Des canaux financiers : les actifs toxiques sont partout, détenus par les agents économiques du monde entier (du fait de la déssectorisation de la finance



- dans les années 1980). Les titres structurés sont achetés par des banques d'investissement, des *hedge funds*, etc., qui sont très endettés (fort levier d'endettement auprès d'autres banques). Par conséquent, ces institutions ont un passif très fragile. Et quand survient le krach, elles n'auront pas d'autres possibilités que de répercuter la perte de l'actif sur le passif. Donc : l'endettement revient aux banques ! De sorte que ces banques, qui s'étaient débarrassées du risque de crédit, l'ont à nouveau sur les bras : c'est un **effet boomerang**. Le canal du crédit aspire l'économie dans la récession (= contraction brutale du volume de crédit émis dans l'économie liée à la crise de confiance). Crise de confiance généralisée à l'ensemble des crédits (pas seulement les crédits immobiliers).
- 2. Des mécanismes réels : diminution du commerce international dans des proportions plus sévères que lors de la crise des années 1930, fuite vers la qualité des capitaux, déstabilisation brutale et profonde des marchés du travail (aujourd'hui en Espagne, quasiment 50% des jeunes sont au chômage = situation gravissime, avec en prime une gestion extrêmement idéologique de la crise par le gouvernement de Rajoy), etc.
 - La déflation. Baisse de tous les actifs (déflation). Les *hedges funds*, etc., auxquels on demande de réduire les leviers d'endettement (parce qu'on leur fait des appels de marge, par exemple, au pire des moments), vendent pour retourner au cash et, ce faisant, pensant s'en tirer individuellement, ils aggravent la spirale déflationniste au niveau agrégé.

Conclusion partielle sur la crise de 2007-2008

La crise de 2007-2008 est extrême dans ses manifestations, mais classique dans ses fondements, avec trois phases caractéristiques des crises de surendettement telles que les ont décrites Juglar, Wicksell, Fisher, Minsky ou Keynes :

- 1) phase d'euphorie et de surendettement. Quand la valeur des actifs augmente, les collatéraux se valorisent et permettent l'endettement. Le système est lu par rapport à ses propres données.
- 2) éclatement de la bulle : retournement brutale des anticipations.
- 3) déflation de bilan. Dans une situation de surendettement, un choc déflationniste effondre la valeur du capital → Insolvabilité généralisée et systémique.

Marché du capital : pour avoir été dérégulé, il est au cœur de la crise de 2007-2008. On a une crise de suraccumulation dans la finance, qui plombe l'économie réelle.

III – LE MARCHE DU TRAVAIL, L’EMPLOI ET LE CHÔMAGE

• 1) Comment émerge, historiquement, le marché du travail ?

- La société de marché ne naît vraiment qu’au XIX^e siècle et se singularise par une part décisive de la production échangée sur l’ensemble de la production totale, des fondements juridiques et politiques particuliers, et enfin des formes nouvelles de sociabilité structurant l’échange. Trois marchés – terre / travail / monnaie –, qui correspondent aux **marchés des facteurs de production** et qui sont donc absolument centraux pour le capitalisme industriel naissant, vont être déréglementés et dérégulés. Et pour cela, il va falloir faire de la terre, du travail et de l’argent, qui ne sont pourtant pas des biens ordinaires produits en vue de la vente sur un marché, des **marchandises désormais cessibles sur un marché**.
- Avant que n’émerge une société de marchés, dans la société féodale d’Ancien Régime, le travail en tant qu’élément extrait de l’existence humaine sous forme de **force de travail** objectivée dans du temps de travail, n’est pas nécessairement l’objet d’échanges marchands structurant la production d’ensemble de la société. Le travail demeure entravé : par le législateur, par les lois sur les pauvres (cf. le **système de Speenhamland** évoqué par Polanyi³), les organisations de métiers et les corporations, les obligations morales et religieuses. Il s’intègre très souvent dans une série d’activités sociales statutairement définies qui ne peuvent pas être facilement aliénées de façon contractuelle. La société précapitaliste est ainsi une **société de travail constraint de façon générale** : le travail « lié » est par exemple très fréquent au XVII^e et XVIII^e siècles et il consiste, pour un travailleur, à se « lier » juridiquement à la personne de son maître. Le travailleur n’est alors pas propriétaire de son travail comme d’une marchandise qu’il peut vendre « librement ».
- C’est la révolution industrielle, à la fin du XVIII^e siècle et au début du XIX^e siècle, qui va changer la donne. Pourquoi la révolution industrielle a-t-elle nécessité la libéralisation du marché du travail ? Polanyi explique que **la révolution industrielle nécessite un énorme réservoir de main d’œuvre prolétarisée par l’exode rural**. Elle repose en effet sur le progrès technique et l’accumulation de machines. Or, pour les faire fonctionner, il faut des travailleurs. De plus, l’innovation permanente enclenchée par la révolution industrielle nécessite que **le facteur travail puisse se réallouer en fonction de la dynamique sectorielle de l’économie** : une loi du domicile serait une entrave à la croissance.
- Comme tous les marchés, on voit donc que le marché du travail est une **construction socio-historique**. Pour les auteurs libéraux, mais aussi pour Marx, ce marché s’organise sur la base de la **liberté de contracter et l’égalité formelle des parties contractantes**. D’une certaine façon, les travailleurs sont « forcés » à être libres (par la destruction des appartenances traditionnelles, l’exode rural, etc.). Désormais, les travailleurs « s’appartiendront » (et seront donc, en contrepartie, considérés comme responsables s’ils ne trouvent pas d’emploi).
- Pendant les Trente Glorieuses, le travail est toutefois devenu l’emploi. Les économies de marchés dans lesquelles nous vivons ont re-réglementé les marchés du travail au XX^e siècle, et notamment pendant la période des Trente Glorieuses, durant laquelle **le travail est devenu l’emploi** (c’est-à-dire que des politiques publiques ont attaché des protections sociales fortes au travail). Ainsi l’emploi, tout comme la relation salariale,

³ Il s’agit d’une loi sur les pauvres, en vigueur en Angleterre de 1795 à 1834. Elle assure un revenu minimum aux pauvres (indexé sur le prix du pain), dans le cadre d’une organisation paroissiale du travail. Cette loi est accusée par les économistes libéraux (Bentham, Smith, Malthus) de déresponsabiliser l’individu et de le paupériser davantage. L’expansion des marchés a raison de ce système, paternaliste et protectionniste, en 1834.

sont « réglementés » par des institutions (droit du travail, conventions collectives, syndicats, etc.), et non pas seulement gérés par des modes de coordination marchands. Pourquoi le marché du travail est-il ainsi réglementé et « rigide » ?

- 1) parce que la **relation salariale est structurellement inégalitaire et que des considérations d'équité s'imposent** : en l'absence de réglementation, le travailleur peut être précarisé et découragé d'offrir son travail ou d'être performant lorsqu'il en a un.
 - 2) parce que **le travail n'est pas une marchandise séparable de la personne du travailleur** et que la collectivité se doit de protéger ses membres des formes les plus brutales d'exploitation. C'est la thèse de Polanyi, qui écrit aussi dans *La Grande transformation* que « la prétendue marchandise qui a nom « force de travail » ne peut être bousculée, employée à tort et à travers, ou même laissée inutilisée, sans que soit également affecté l'individu humain qui se trouve être le porteur de cette marchandise particulière. En disposant de la force de travail d'un homme, le système disposerait d'ailleurs de l'entité physique, psychologique et morale « homme » qui s'attache à cette force ». Il faut noter que Polanyi écrit que les années 1930 sanctionnent la fin d'une « utopie » qui vise à la construction d'un « système de marché autorégulateur ».
 - 3) parce que la réglementation peut être efficace économiquement (cf. par exemple la théorie du salaire d'efficience, qui remet en cause la relation croissante entre le salaire et le coût unitaire de production) quand elle est adaptée. Le salaire peut ainsi devenir pour les entreprises un **outil efficace de gestion de la main d'œuvre** (cas d'articulation performante marché / organisation dans le capitalisme fordiste).
 - 4) Enfin, au niveau plus macroéconomique où se situe Keynes, parce l'offre de travail ne se comporte pas comme dans la théorie néoclassique. Quand le salaire baisse, par exemple dans une récession, **les individus maintiennent leur offre de travail tout simplement parce qu'ils ne peuvent pas faire autrement pour vivre** et qu'ils ne peuvent raisonnablement envisager d'y substituer du loisir dont le coût d'opportunité serait plus bas !
- Conséquence : le salaire n'est pas un prix de marché, mais un revenu socialisé pour le travailleur. Les cotisations sociales, qui financent des protections rattachées au travail contre les grands risques sociaux (chômage, retraite, etc.), représentent quasiment la moitié du salaire total ! Ce niveau correspond à un choix social, et non bien sûr à une logique marchande. Le salaire socialisé *via* les cotisations sociales ouvre des droits à son détenteur : droit à la retraite, droit à être indemnisé en cas d'accident du travail, etc. Avec le salaire, le salarié ne détient pas seulement un revenu : il trouve aussi dans le salaire le support qui lui permet de construire sa dignité et son autonomie (en cas de chômage, par exemple, il n'est pas obligé de demander la charité ou de retourner vivre dans sa famille élargie). Une large partie du salaire ainsi socialisée. C'est donc à la fois un revenu et une protection sociale.
- Dans le langage courant, le salaire désigne ce que l'on appelle soit le salaire *net*, soit le salaire *brut*. Le salaire net est celui qui figure au bas de la feuille de paie et que l'on touche chaque mois. Mais cela n'est qu'une partie du salaire, comme le montre la feuille de paie elle-même avec les nombreuses lignes de cotisations souvent mal comprises par les salariés. Le salaire brut, autre expression qu'évoque le terme « salaire », n'est lui aussi qu'une partie du salaire total. En effet, s'il ajoute au salaire net les cotisations dites « salarié », il ignore les cotisations dites « employeur », deux fois plus importantes que les cotisations salarié. Comme on voit sur le tableau ci-

dessous, le salaire total, c'est donc le salaire net plus les cotisations (salarié et employeur), ou le salaire brut plus les cotisations employeur.

Structure du salaire total (salaires supérieurs à 1,6 SMIC dans une entreprise de plus de 20 salariés)

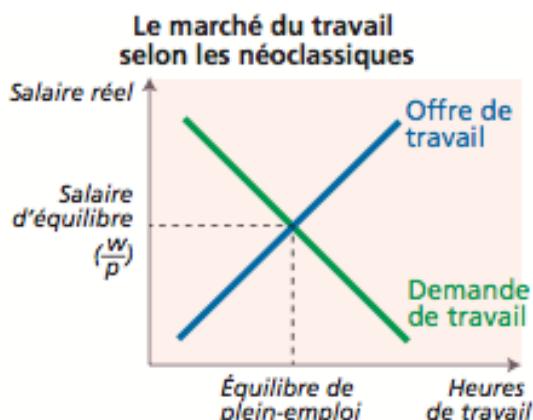
Salaire net	2 356 €
Cotisations et CSG-CRDS salarié	+ 644 €
Salaire brut	= 3000 €
Cotisations employeur	+ 1 317 €
Salaires total	= 4 317 €
Cotisations rapportées au salaire direct	(644 + 1 317 / 2 356) = 83,6%

L'ajout des cotisations au salaire net est considérable : pour les salaires supérieurs à 1,6 SMIC, elles sont l'équivalent de plus de 83% du salaire net. Autant dire que, à ce niveau, le salaire total est pratiquement le double du salaire net : 100 € de salaire net sont doublés de 73 € de cotisations et 10 € de CSG, impôt affecté à la sécurité sociale. Ainsi, pour reprendre l'exemple d'un salaire mensuel brut de 3 000 €, proche du plafond de la Sécurité sociale (3 031 € en 2012), le salaire net sera de 2 356 € et le salaire total de 4 317 €, avec des cotisations de 1 728 € (1 317 € de cotisations employeur, soit 43,9% du brut ; et 411 € de cotisation salarié, soit 13,7% du brut), auxquelles il faut ajouter 233 € de CSG-CRDS (7,8% du brut). Plus de 45% du salaire est ainsi *socialisé* pour la protection sociale, les cotisations sociales en représentant l'essentiel : 40% du salaire total.

- Dans les années 1980, au moment de la financiarisation, les politiques économiques ont déréglementé à nouveau le marché du travail pour revenir à un fonctionnement de marché pur.

- 2) S'agit-il d'un marché comme un autre ? Que dit la théorie économique sur le marché du travail ? Comme pour la finance, on va retrouver le conflit analyse néoclassique / keynésien.

- **A) L'analyse classique.** Pour les économistes classiques et néoclassiques (cf. école de Cambridge emmenée par Alfred Marshall), le marché du travail est un marché comme un autre et peut s'analyser comme un marché de biens ordinaires, avec une offre et une demande.
 - Les **offreurs de travail** sont les travailleurs qui cherchent à vendre leur force de travail aux entreprises moyennant le paiement d'un prix, le **taux de salaire**. L'analyse microéconomique part du principe que les individus doivent réaliser un **arbitrage entre consommation et loisir** : s'ils veulent consommer beaucoup, il leur faut un revenu élevé et pour cela travailler beaucoup et ainsi renoncer à un niveau élevé de loisir. Le taux de salaire réel représente ainsi le coût d'opportunité d'une heure de loisir. L'effet d'une augmentation du taux de salaire sur l'offre de travail est ambigu : un salarié qui se voit proposer une augmentation de salaire pourrait en réponse désirer travailler moins d'heures, car en travaillant moins il peut avoir accès au même niveau de consommation : c'est l'**effet revenu**. Mais cette augmentation peut aussi l'inciter à travailler plus car chaque heure est mieux rémunérée, ce qui accroît le coût d'opportunité du loisir : c'est l'**effet de substitution**. Si on suppose que l'effet de substitution l'emporte sur l'effet revenu, alors la courbe d'offre de travail est croissante avec le taux de salaire.



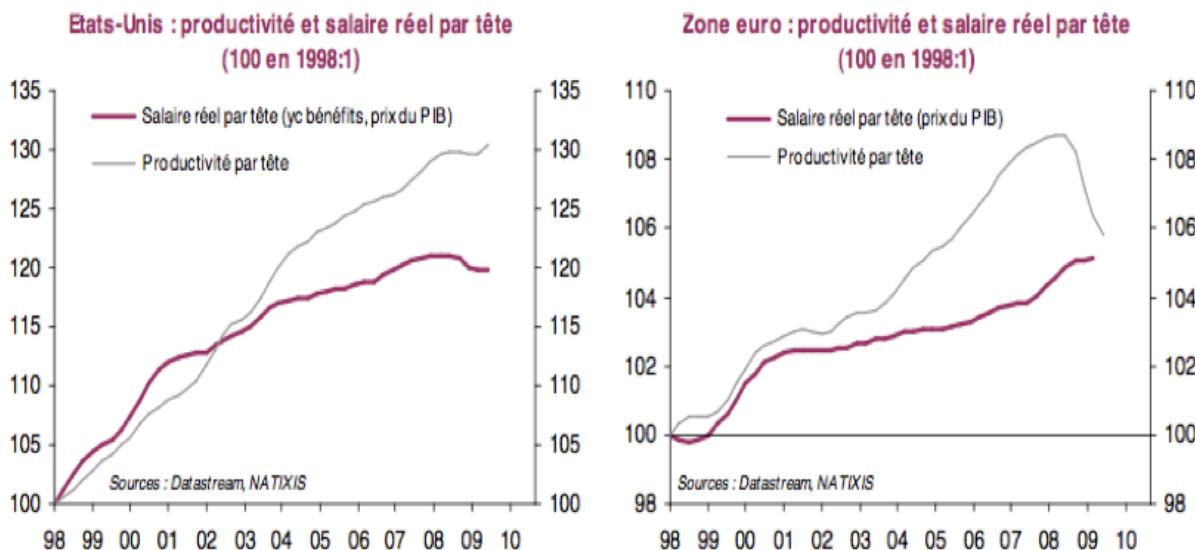
- Les **demandeurs de travail** sont les entreprises qui mobilise du travail dans leur fonction de production ($Y = f(K, L)$). Tant que le supplément de recettes résultant de l'emploi d'une unité de travail en plus est supérieur au coût de cette unité (= le salaire versé, w), l'entreprise est incitée à embaucher. Cette recette marginale (R_m) dépend de la productivité marginale du travail ($P_m L$) et du prix de vente du produit (p) : $R_m = p \cdot P_m L$. Par exemple : le salarié supplémentaire fabrique 50 poupées vendues chacune 20 euros, soit une R_m de 1000 euros, ce qui est rentable pour l'entreprise si le salaire est inférieur à ces 1000 euros. Du fait de la baisse de la productivité marginale du travail (hypothèse de rendement factoriel décroissant), le prix étant donné (hypothèse de CPP), l'entreprise cesse d'embaucher quand la recette marginale rejoue le coût marginal (au point où $p \cdot P_m L = w$, donc où $P_m L = w/p$). Au-delà, elle n'augmentera sa demande de travail que si le salaire réel (w/p) baisse : la fonction de demande de travail est donc décroissante parce que la productivité marginale du travail est décroissante.

Comme sur le marché des biens ordinaires analysé plus haut, un **prix d'équilibre** se forme à l'intersection de l'offre et de la demande de travail. Le marché s'auto-régule, comme sur le modèle des marchés de biens ordinaires, si le prix est flexible. Si le marché fonctionne sans entrave, il n'y a pas de chômage. En revanche, si des réglementations instituent un salaire minimum (qui correspond à la valeur minimale qu'une société s'accorde à reconnaître au travail) plus élevé, alors il se forme un excès d'offre de travail régulé par les quantités plutôt que par les prix : **c'est l'explication classique du chômage volontaire** (cf. Rueff), dans laquelle il n'y a de chômage que volontaire (pour le prix de marché du travail, je refuse d'offrir mon travail)⁴. Notez combien cette analyse du chômage est encore très prégnante aujourd'hui (baisse du SMIC, baisse des cotisations sociales qui pèsent sur le travail, etc.). C'est la rigidité des salaires réels qui empêche le marché du travail de s'auto-réguler. Le salaire doit être un prix de marché. Dans la version classique, oui. En l'absence de rigidités (syndicats, salaire minimum, etc.), il se fixe, comme n'importe quel prix de marché, à l'intersection de l'offre et de la demande de travail.

Problème majeur de cette théorie : dans la réalité, le salaire ne reflète pas la productivité. Au niveau microéconomique, contrairement à la formalisation néoclassique, **les salariés ne sont manifestement pas rémunérés à leur productivité marginale**. Le taux de salaire n'est donc pas, comme le veut la théorie néoclassique, la simple récompense de l'effort. La fixation des salaires ne correspond donc pas seulement à la logique marchande. Le déplacement de la ligne de partage entre les salaires et les profits ne s'explique pas à partir des hypothèses de la théorie classique. Il ne reflète pas les évolutions de la productivité relative des facteurs (travail et capital) et de leur part respective dans la combinaison productive. => Pb politique. Si les gains de productivité réalisés à la fin des années 1990 et au début des années 2000 aux Etats-Unis et en Europe ne sont pas allés aux salariés, où sont-ils passés ? On peut penser que cette part a, en partie, été **captée par le capital** et que le capitalisme dans lequel nous vivons est aujourd'hui **déséquilibré en faveur du capital**. Les économistes savent que les basses pressions salariales font partie des causes réelles de la crise. La base réelle de consommation s'est notamment effondrée aux Etats-Unis, poussant les ménages dans l'endettement, qui a constitué une béquille à la rémunération manquante. La crise, de ce point de vue, peut être

⁴ Robert Lucas, qui a mené l'offensive contre la macro-économie keynésienne : « Il y a un élément volontaire dans tout chômage, en ce sens que, aussi misérables que soient les possibilités courantes de travail, on peut toujours choisir de les accepter ».

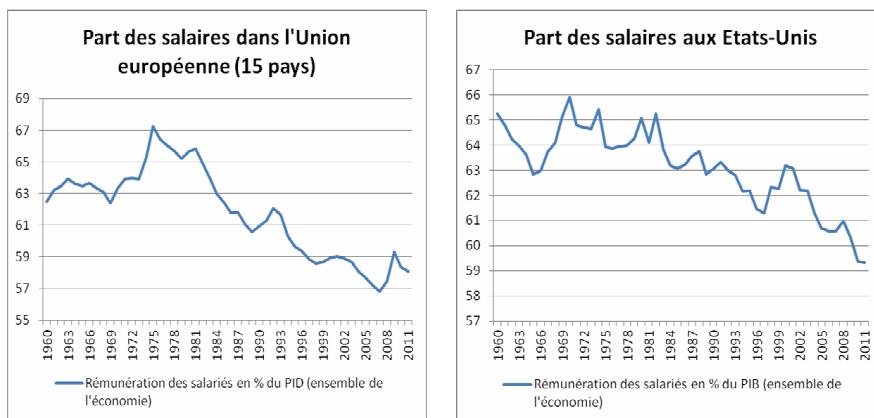
analysée comme une **crise keynésienne**, couplée avec une crise de surendettement telle que la décrit Minsky, par exemple.



- **B) La critique keynésienne.** Keynes va critiquer la forme des courbes d'offre et de demande. Ne jamais oublier qu'il a devant lui la crise des années 1930 qu'il tente d'expliquer = contexte de récession déflationniste. Il veut démontrer l'existence d'un chômage involontaire durable, qui ne sera pas résorber par le libre jeu du marché.
 - **Du côté de l'offre de travail.** L'offre de travail ne se comporte pas comme dans la théorie néoclassique. Quand le salaire baisse, par exemple dans une récession, **les individus maintiennent leur offre de travail tout simplement parce qu'ils ne peuvent pas faire autrement pour vivre** et qu'ils ne peuvent raisonnablement envisager d'y substituer du loisir dont le coût d'opportunité serait plus bas !
 - **Du côté de la demande de travail.** Dans un premier temps, Keynes admet l'hypothèse des rendements factoriels décroissants. Mais le Keynes radical contestera l'allure de cette courbe. A supposer que le taux de salaire baisse, dans une crise par exemple, les entrepreneurs peuvent ne pas embaucher pour autant car, tout simplement, il n'y a pas de demande. Or ce qui détermine la production, chez Keynes, c'est la demande (l'anticipation des découchés sur le marché des biens). Le chômage trouve ainsi son origine dans l'insuffisance de la demande. On voit ainsi que la révolution keynésienne consiste à **dépasser l'analyse en équilibre partiel** et à montrer que les marchés sont interdépendants. Le chômage trouve sa manifestation sur le marché du travail mais son point d'origine est à situer dans la finance et sur le marché des biens (I et II). Keynes veut montrer que la flexibilité des prix et des salaires ne garantit aucun retour automatique à l'équilibre de plein emploi. Lors d'une dépression, les enchaînements à l'œuvre ne sont pas rééquilibrants, mais cumulatifs, de la forme : chômage → baisse des salaires → contraction de la demande → réduction de la production → chômage → etc. Pire encore : cette spirale déflationniste est soutenue par le jeu des anticipations : anticiper une baisse des prix incite à différer les dépenses de consommation et d'investissement et il en résulte une baisse des prix qui valide les anticipations et incite à persister dans le même comportement.

Conclusion : dans une crise, il peut être pertinent de soutenir le niveau des salaires pour qu'il n'y ait pas de mécanisme cumulatif à la baisse. La viscosité des salaires nominaux est plutôt une bonne chose.

- **3) La crise actuelle : une crise de l'emploi** : cf. chiffres donnés sur le PPT.
 - Régime de chômage élevé permanent. Caractéristique structurelle du capitalisme financiarisé.
 - Effondrement de l'emploi après la crise, puis reprise.
 - Le taux de chômage reste à un niveau élevé, de 2,3 points supérieur à son point bas atteint au premier trimestre 2008. Au rythme de baisse du chômage au cours des derniers trimestres, il faudra trois à cinq années pour revenir à la situation d'avant la crise de 2008. De plus, l'amélioration de l'emploi ne garantit pas l'amélioration des conditions d'emploi ou de la qualité des emplois. Ainsi, le taux d'emploi en contrat à durée indéterminée (CDI) a baissé de plus d'un point depuis 2008 alors que l'emploi en contrat à durée déterminée (CDD) ou intérim, a priori plus précaire, a progressé de 0,8 point sur la même période (graphique 2). Depuis 2015, le taux d'emploi en CDI est stable et l'amélioration du taux d'emploi général s'est faite uniquement par les CDD ou l'intérim. La part de l'emploi à temps partiel pour l'ensemble de la population s'est stabilisée depuis 2015, elle a fortement progressé chez les jeunes (+1,4 point) et les seniors (+0,4 point).
- **4) À quoi sont dus les déséquilibres (= le chômage) sur le marché du travail ?**
 - À l'assurance-chômage ? (cf. Rueff qui y voyait « la cause du chômage permanent en Grande-Bretagne » dans les années 1930). Plutôt considérée aujourd'hui comme un stabilisateur automatique !
 - Au niveau trop élevé des salaires ? Au niveau macroéconomique, depuis les années 1980, **la part des salaires dans le PIB a tendance à baisser** = basses pressions salariales. C'est vrai aux Etats-Unis et en Europe pour tous les secteurs institutionnels, moins en France où c'est la part qui revient aux salariés du très haut de l'échelle qui a augmenté. La régression de la part salariale s'explique par un changement de régime du capitalisme : politique de désindexation des salaires de l'inflation au début des années 1980, financiarisation, mondialisation, perte du pouvoir de négociation des salariés dans la formation des salaires, augmentation des taux d'intérêt qui durcit la contrainte financière et conduit les firmes à adopter des politiques de marge plus énergiques, etc.



Source : Ameco, base de données de la Commission européenne.

- Au niveau trop élevé du coût du travail ? On observe au contraire une baisse qui est une tendance de moyen terme amorcée depuis les années 2000, en termes nominaux mais aussi en termes réels (en tenant compte de l'inflation). Baisse en Allemagne entre 2004 et 2007, baisse au RU depuis 2010 au RU, évolutions plus erratiques en France (plus grande viscosité des salaires). Pour quoi cette baisse et aujourd'hui cette stagnation ? À nouveau, changement de régime du capitalisme : politiques volontaristes de baisse des cotisations sociales (contexte de mondialisation), précarisation de l'emploi, réforme de la protection de l'emploi, etc.
- Au niveau trop élevé du SMIC ? Cf. **Obama qui augmente le SMIC aux EU avec la crise**, cf. aussi la thèse d'Askénazy selon laquelle les pays à salaire minimum se sortent globalement mieux de la crise que les autres. Le salaire n'est pas un prix de marché, mais un **revenu (nominalement rigide)** pour le travailleur, qu'il est nécessaire de garantir en cas de récession pour soutenir la demande des ménages. En fait, niveau élevé du SMIC nuit surtout aux travailleurs non qualifiés (offre de travail n'est pas homogène), qui ont une PML inférieure au SMIC, d'où politique d'allégement du cout du travail aux alentours du SMIC depuis Balladur 1993.
- Au niveau trop élevé du coût du travail ?
- À la protection sociale ? Cf. graphiques très connus de Blanchard & Tirole, 2001.
 - Relation quasi nulle entre protection de l'emploi et niveau de chômage. En particulier, le Portugal et l'Espagne ont des niveaux de protection très proches (19 et 20), mais des taux de chômage très différents (6,8% et 23,8% en 1994, d'après OCDE [2001]).
 - En revanche, on a bien : une relation négative entre protection et flux, et aussi une nette relation positive entre protection et durée du chômage (mais on aurait aussi une relation positive avec la durée moyenne d'emploi). La protection n'explique donc pas à elle seule le taux de chômage, mais elle limite le flux d'embauches. En rendant le marché du travail plus « stagnant » ou « sclérosé », la protection freine la réallocation entre emplois nécessaire à l'efficacité économique.
- Au contexte macro-économique ?
- Aux erreurs de politique économique ?
- Au progrès technique ? Déterminant de l'emploi sur le long terme (cf. dernière étude du COE : 10% de l'emploi devrait être détruit à long terme par l'automatisation/numérisation de l'économie).

CONCLUSION : CE QUE REVELE LA CRISE ET LA NÉCESSITE POUR L'ÉTAT D'INTERVENIR

- **1) Les crises et la macro-économie**
 - La crise des années 1930 : la révolution keynésienne.
 - Le règne de la macro-économie keynésienne
 - La contre-révolution néolibérale
 - Crise actuelle : le retour de Keynes ?
- **2) Les marchés du capital et du travail au cœur de la crise contemporaine.** La crise de 2007-2008 a révélé des problèmes dans la formation des prix des facteurs de production (travail et capital) : quels sont ces problèmes ? Comment les expliquer ?
 - La crise actuelle, qui est l'un des plus gros sinistres de toute l'histoire économique, a révélé la mauvaise régulation des marchés de facteurs, et notamment des distorsions sur le **niveau des prix de ces facteurs**.
 - Sur les deux marchés de facteurs de production, en fait on a des problèmes de prix

- 1) **Du côté du travail**, là encore, il y a débat entre les économistes :
 - a) d'une part, les **problèmes de compétitivité** dont souffrent les économies développées (notamment la France et les pays du Sud de l'Europe, qui connaissent des déséquilibres préoccupants de balance commerciale) conduisent à mettre l'accent sur le niveau trop élevé du coût du travail (salaire + l'ensemble des cotisations sociales), compte tenu du niveau de productivité horaire (compétitivité-coût) : cf. par exemple le rapport Gallois. Pour restaurer les comptes extérieurs, c'est-à-dire la capacité des économies à exporter, la maîtrise, voire la baisse, du coût du travail, serait essentielle. Des **mesures structurelles** sont ainsi prises, partout en Europe, pour réformer les marchés du travail, mener des politiques salariales restrictives, etc.
 - b) mais, d'autre part, les économistes keynésiens insistent plutôt sur le fait que la crise a révélé une **crise de la demande « sous-jacente »**, longtemps masquée par l'endettement et la possibilité nouvelle de cacher les risques de solvabilité des ménages précarisés grâce à l'innovation financière (titrisation). De ce point de vue, on peut dire que le niveau des salaires n'a pas permis aux ménages de consommer sans recourir à l'endettement (notamment aux EU, mais c'est également vrai des pays du Sud de l'Europe).
- 2) **Du côté du capital**, son coût élevé a pesé sur le rythme d'accumulation du capital, c'est-à-dire sur l'**investissement productif** qui donne l'impulsion à la croissance. Paradoxalement, on a à la fois un taux de marge élevé et un rythme d'accumulation médiocre dans le régime de capitalisme financiarisé qui est le nôtre (donc une crise de la croissance). Mais en revanche, on a des épisodes de suraccumulation dans la finance : boom des technologies au début des années 2000, puis boom immobilier qui précède la crise de 2007-2008.

Une enquête de l'économiste Laurent Cordonnier (« Coût du capital, la question qui change tout », *Le Monde diplomatique*, juillet 2013) pose, par symétrie avec la question récurrente du coût du travail, la question suivante : quelle est la part de rente financière dans le coût que les entreprises doivent payer pour réussir à mettre en œuvre du capital productif (machines, usines, brevets, infrastructures, etc.) ? Pour y répondre, il faut d'abord définir ce concept de coût du capital et il faut distinguer dès le départ deux coûts bien différents de ce qu'on peut appeler le capital :

- a) le premier coût, le **coût économique**, correspond à l'effort productif qui doit être réalisé pour produire nos moyens de production (outils, ordinateurs, usines, réseaux de communication). C'est le coût de production réel des biens capitaux, qu'on mesure assez simplement par les dépenses réalisées en une année par les entreprises pour s'équiper. Dans la comptabilité nationale, c'est la **FBCF** (= formation brute de capital fixe), autrement dit l'investissement. En France, ce coût représente à peu près 20% de la valeur annuelle produite par les entreprises (FBCF / VA), soit 200 milliards d'euros. On ne peut pas éviter ce coût si on veut avoir à notre disposition autre chose que des biens de consommation.

Rq. Normalement, pour un économiste, le « vrai » coût du capital, c'est plutôt la consommation de capital fixe, c'est-à-dire l'effort pour lutter contre l'usure et l'obsolescence du capital et maintenir constant le stock de capital. La FBCF représente plutôt un enrichissement.

- b) Au-delà de ce coût, il y a bien sûr un deuxième coût du capital (ou plutôt des capitaux liquides), car à l'achat des moyens de production s'ajoutent, pour les entreprises, **les intérêts et les dividendes** qu'elles versent aux apporteurs de l'argent qui a servi à acheter ces biens capitaux (prêteurs et actionnaires).

Attention, on ne peut pas considérer que la somme de ces intérêts et de ces dividendes sont de la pure rente financière dépourvue d'utilité économique ! Une partie de cette rente peut se justifier pour deux raisons : 1) le **risque entrepreneurial** ; 2) le **coût d'administration du crédit**. Ce que montre Laurent Cordonnier c'est que, même quand on retire de la rente cette composante « justifiable », il en reste quand même beaucoup ! Pour la France, pour les entreprises non financières, cela représente à peu près 100 milliards d'euros par an, soit **50%** de l'effort productif « réel » pour se procurer du capital.

Cette charge, ce surcoût, est moins lié à la logique marchande qu'à la manière (politique) d'organiser les entreprises, à travers l'actionnariat et les critères de rentabilité qu'il exige. Il est le symptôme d'un régime d'accumulation du capital défavorable à l'activité en général.

- **3) La nécessité pour l'État d'intervenir**

- Quand tous les agents sont emportés à la baisse, il n'y a qu'un seul agent économique qui puisse intervenir : l'Etat. Pour une seule et unique raison : seul agent économique qui n'est pas contraint à court terme sur son budget car l'Etat vit éternellement.
 - Finance : régulation et réorientation de l'investissement.
 - Marché du travail : soutenir la demande (optique keynésienne) si le niveau des salaires devient trop faible.
- Les trois fonctions de la politique économique :
 - 1) Allocation des ressources rares.
 - 2) Stabilisation de l'économie.
 - 3) Redistribution des richesses. Crise actuelle : crise des inégalités, cf. Stiglitz.
- Il dispose des leviers de la politique économique que sont :
 - La politique budgétaire : il n'est pas contraint à court terme sur son budget.
 - La politique monétaire. Emettre et gérer la monnaie => échelon européen.
 - La politique structurelle = politique de croissance.