

Chapitre 1 : Chapitre introductif – La politique économiques : Approches théoriques et évolution historique.

Chapitre 2 : Etat, forme de propriété et efficacité économique. (1945 – 2008)
Rapport de l'Etat au secteur public et au secteur privé (privatisation des entreprises)

Chapitre 3 : La politique budgétaire.

A] Enjeux et théories

B] Evolution de la politique budgétaire dans les principaux pays de l'OCDE à partir de 1980 (France, USA, Allemagne, Japon)

Chapitre 4 : Politique monétaire

A] Enjeux et théories

B] Evolution de la politique budgétaire : Etats-Unis / Union Européenne

Chapitre 5 : Politique de change

Chapitre 6 : Les crises monétaires et financières depuis la fin des années 1980

Chapitre 7 : La politique de l'emploi et évolution du marché du travail

Chapitre 8 : Les politiques de croissances

A] Politique de l'offre et de la demande

B] Evolution du régime de croissance

Désordres dans le capitalisme mondial, Michel Aglietta, Laurent Berrebi

La politique économique : Approches théoriques et évolution historique.

I] Approches théoriques de la politique économique

A] Les trois approches

On peut dissocier 3 séries d'approches :

- La première approche s'inscrit dans la théorie générale des choix économiques :

Auteur Suédois : J. Tinbergen.

Son livre fondamental en politique économique a été rédigé en 1957. C'est le moment où les politiques keynésiennes sont en marche et produisent leur effet. Tinbergen dit « La politique économique réside dans la réunion d'un certain nombre de moyen pour atteindre certaines formes ».

Objectif : Maitrise de l'inflation, des déficits, la lutte contre le chômage.

Au fond, l'approche de Tinbergen, en dépit de son hétérodoxie qui fait l'éloge des politiques économiques, elle s'inscrit dans le cadre des approches standard. Il fait comme si l'Etat était un agent économique comme un autre, avec les mêmes types de contrainte, les mêmes fonctions et objectifs, comme si la politique économique ne s'inscrivait pas dans un monde incertain.

Il y a deux critiques : 1] Peut-on réduire l'Etat à un simple agent économique, semblable à tout agent économique. 2] Est-ce que, quand bien même il en serait ainsi, on peut appréhender la politique économique à partir de variables, de facteurs, purement économiques ?

Il y a d'autres facteurs que les facteurs économiques qui déterminent, qui conditionne, et donc qui commandent à la définition, et à la concrétisation de la politique économique (en particulier les variables d'ordre politique). Peut-on ignorer le rôle de la politique, voir la centralité de la politique. → Théorie des cycles politiques, et cycles électoraux de Buchanan : Corrélation entre politique et économique => Lorsque les élections approchent, le pouvoir politique va augmenter les dépenses publiques, la fiscalité commence à baisser pour certains.

- La deuxième série approchent mettent l'accent sur les fonctions de la politique économique :

Auteur Américain R. Musgrave.

Il défend une approche instrumentale de la politique économique. Au sens strict, la politique économique réside dans l'action déployée par l'Etat pour améliorer les performances économiques nationale (performances macroéconomiques).

Auteur britannique, Nicolas Kaldor.

Il précise l'avantage de cette approche. Il assigne 4 fonctions à la politique économique. Il dit que la politique économique a pour but d'une part de stimuler la croissance, d'autre part de réduire le chômage (deux objectifs d'ordre réel), mais aussi de maîtriser l'inflation (variable nominale), ainsi que de réduire les déficits, en particulier déficits externe (variable nominale).

La politique économique au sens large intègre ce qui précède mais s'y ajoute une politique sociale. (Performance macro mais aussi performance sociale ; exemple : réduction des inégalités, de la pauvreté).

De fait, sur la ces bases, Musgrave assigne 3 rôle à l'Etat :

- Fonction d'allocation des ressources, de répartition etc.
- Fonction de redistribution.
- Fonction de stabilisation.

a) Fonction d'allocation des ressources

L'Etat en tant qu'agent économique qui surplombe le sociale, et qui est chargé de l'allocation des ressources. Cette fonction vise à enrayer l'inefficience du marché. Cette théorie est en opposition avec la théorie de l'équilibre générale, les approches monétaires etc.

Pourquoi y-a-t-il des défaillances sur le marché ? L'économie de marché à pour corolaire l'existence de rendements croissants dans les économies de marché. Cela signifie que des entreprises ont des coûts fixes, et comme il s'agit d'augmenter le volume de la production sur la base d'équipement et de force de travail déjà existant (non pas de nouvelles unités de

capital ou de travail) et ce faisant, elles peuvent diminuer le coût unitaire de leur marchandise. Les entreprises qui augmentent leur production en faisant diminuer leur coût unitaire, elles peuvent évincer les autres entreprises. Dès lors qu'il y a des rendements croissants, il peut se produire de situation de monopole et d'oligopole.

Le rôle de l'Etat dans ce cas là est de faire en sorte qu'il n'y est **pas trop de distorsion à la concurrence**. Cette dernière ne doit pas être piétinée, elle doit être respectée. Si les entreprises ne respectent pas les règles de la concurrence, alors il l'Etat doit agir. L'Etat peut nationaliser les entreprises. Mais elle peut aussi imposer des barèmes de pris aux entreprises, permettant de faire en sorte qu'il y est des prix planché en dessous duquel les entreprises ne peuvent pas fixer leur prix d'offre globale. Elle peut également imposer des normes de qualité aux grandes entreprises.

L'allocation des ressources de la part de l'Etat est nécessaire pour une deuxième raison : Elle réside dans **l'existence d'externalité**. Le marché ne peut pas réguler les externalités. Les externalités sont des conséquences positives ou négatives de l'activité économique de certains agents sur d'autres agents. Si les premiers ne supportent pas les coûts de leur activité, et s'ils reportent les coûts sur le reste de la société, alors il se produit des externalités négatives.

Si les entreprises prennent en charge les coûts, les conséquences négatives de leur activité, ici il y a une externalité positive.

Dans le premier, lorsque les premiers n'assument pas les coûts de leur activité, et produisent des externalités négatives, alors l'optimum individuel des premiers ne coïncide pas avec l'optimum des seconds. Il faut imposer des taxes à ce type d'entreprise. Cette fiscalité permet de compenser les effets négatifs engendrés par l'activité.

Il peut y avoir des firmes qui prennent en charge les conséquences négatives de leur activité (prise en charge du recyclage par exemple), il y a une externalité positives pour la société, et il faut ici subventionner la société, soit réduire l'impôt sur les sociétés, afin d'introduire un effet incitatif.

Cette politique était déjà énoncée par Pigou en 1922, qui a proposé ces deux séries de mesure. Il propose une politique fiscal qui vie à taxer les entreprises les entreprises à l'origine d'externalité négative, et subventionner les entreprises à l'origine d'externalité positive.

Le dernier facteur, après l'existence de rendement croissant que le marché ne peut palier, après l'existence d'externalité que le marché ne peut régulier à lui seul, réside dans la **production de bien collectif**. Le marché ne produit pas de biens collectifs. Au sens strict les biens collectifs (utilisé par beaucoup de personnes en même temps) sont indivisibles et non excluables (nulle ne peut être privé de la consommation de ce bien).

b) La redistribution des revenus

Son but premier est de corrigé les inégalités de revenus primaires ; c'est la dimension endogène des inégalités de revenus. L'économie de marché est telle qu'elle ne produit pas une répartition égalitaire, « juste », équitable, des revenus. Il faut donc procéder à des corrections. La dimension exogène réside dans les catastrophes naturelles. Mais ici les inégalités de revenus ne sont pas intrinsèque au marché, en conséquence, ce n'est pas une défaillance du marché, mas il faut palier ces causes exogènes. Il faut prélever un impôt supplémentaire sur le reste de la société pour compenser les pertes d'une fraction de la société qui a subit ces pertes.

Les causes endogènes – Débat intense dans les années 1980-90, avec deux auteurs : John Rowls (*Théorie de la justice*) et Amartya Sen.

Rowls a conscience des inégalités de revenus que secrète l'économie de marché. Il dit que l'économie de marché fondé sur la libre entreprise même si elle engendre des inégalités, voire de la pauvreté, est quand même meilleure que les autres systèmes. Au final, la situation des plus démunie ne pourra que s'améliorer.

Sen est prix Nobel en 1998. Il critique les critères de justice de Rolws. Il dit que Rolws a tort, parce que son idée est discutable. L'égalité des chances impliquerait que la situation globale s'améliorer et la situation des plus pauvres s'améliorerait => ce ne sont pas des conditions suffisantes pour permettre de réduire des inégalités. Dans les années 1980-90, le libéralisme

avait une telle emprise, alors lorsque Sen sort son ouvrage, ça fou la merde atomique, viva la revolution ! Sen dit que l'intervention de l'Etat est nécessaire. Dans l'après guerre la France a pris une politique sociale de gauche.

c) La maitrise des fluctuations économiques

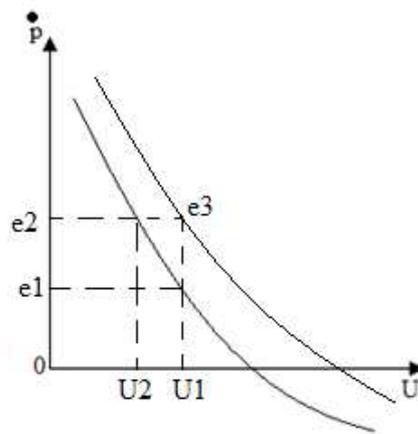
L'Etat doit intervenir pour un 3^e facteur, qui est la stabilité économique. Lorsque la demande est insuffisante, à cause du chômage qui fait baisser la demande donc la production, il faut que l'Etat intervienne. L'idée de Keynes est que l'équilibre qui prévaut dans les économies de marché est à un équilibre de sous-emploi. Tous les facteurs, capital et travail, ne sont pas toujours utilisés à plein régime, on est donc dans un équilibre de sous utilisation des facteurs de production. Cet équilibre de sous-emploi a pour corolaire des crises récurrentes, avec une baisse de la demande globale, et une insuffisance de la consommation. Sous emploi du facteur travail entraine une hausse du chômage, donc le pouvoir d'achat diminue. Dès lors, la consommation diminue et la demande aussi. L'investissement productif diminue de la part des entreprises, et c'est la merde ! Il faut donc agir lorsque la demande baisse, l'Etat doit intervenir pour stabiliser l'activité. L'Etat doit agir sur les dépenses publiques. Ici, la place est conférée sur une augmentation des dépenses publiques au profit de la société et sur cette base on augmente la demande et on stabilise l'économie. Au fond, la fonction, le rôle, de la politique économique, est d'une part d'agir sur la demande globale via l'action sur les dépenses publiques, et ce faisant réduire le chômage. Il y a donc aussi une dimension sociale dans cette fonction.

Le choix n'est pas toujours aussi simple. En 1960, P. Samuelson et R.Solow dise que ce n'est pas toujours aussi simple. On n'est pas toujours confronté à des situations de crise de demande. On peut être confronté à une situation où on a des excès de demande, une sorte de surchauffe où l'offre ne cesse d'augmenter. On se retrouve dans une situation d'inflation par demande, parce qu'elle excès l'offre, alors les entreprises augmentent leur prix. Dans ce cas de figure, il ne s'agit plus de soutenir la demande mais de la maîtriser, de la contrôler. L'impératif est ici l'inflation et non plus le chômage. Il faut donc appliquer une politique monétaire plus restrictive. L'Etat doit appliquer une politique monétaire et budgétaire qui permette de contrôler l'augmentation de l'offre, et aussi l'augmentation de la demande qui est supérieur à l'offre et engendre de l'inflation. A court terme, il faut donc privilégier la lutte contre l'inflation pour éviter les inégalités. On arrête le soutien de la demande via les dépenses publiques, même si cela crée un peu de chômage, ce n'est pas grave.

B] La remise en cause des politiques économiques à partir des années 1960

a) Les monétaristes

Milton Friedman ne remet pas en cause la politique économique en tant que tel. Il dénonce les politiques économiques d'inspiration keynésienne, axée sur une relance par la dépense publique. Les effets supposés des politiques économiques d'inspiration keynésiennes sont purement factices, ils ne sont pas réels, ce ne sont pas des effets tangibles.



Il y aurait un chômage naturel, intrinsèque aux économies de marché. Certes les agents économiques sont victimes d'illusions économiques à court terme, mais une fois le temps t passé, les agents ne sont pas victimes d'illusion monétaire. Dans un premier temps, lorsque les dépenses publiques augmentent, la consommation augmente, la production augmente, l'offre augmente, emploi augmente. Mais la conséquence endogène à ce schéma est qu'à mesure que la demande augmente, les entreprises vont tendre à augmenter leur prix, on a donc des tensions inflationnistes. Les individus acceptent de travailler au nouveau prix. Les agents se rendent compte que leur pouvoir d'achat a diminué, que leur salaire monétaire n'a pas changé alors que les prix ont augmenté. Comme ils se rendent compte que leur salaire réel baisse, ils font des revendications salariales. Dans ce cas, si les entreprises n'augmentent pas les salaires, une partie des individus refusent de travailler. Dès lors, on revient de e_2 à e_3 .

Mais Friedman dit que les politiques budgétaires d'inspiration keynésienne sont aussi inefficaces, car ces politiques engendrent des effets d'évictions.

- On peut financer les dépenses par émission monétaire. Mais cette émission monétaire sera *ex mero* (venu du néant) : il y a plus de monnaie émise qu'il n'y a eu de production. Le résultat est que $\Delta M / \Delta P$ augmente. Puisqu'il y a plus de monnaie émise qu'il y a de marchandises produites, de la monnaie circulera sans contrepartie, donc cela se traduit par de l'inflation.
- L'Etat a plutôt recours à l'emprunt sur les marchés financiers, l'Etat émet des obligations, des titres de créance. Quand l'Etat émet des emprunts, les agents sur les marchés financiers vont se rendre compte que l'Etat a besoin de financement, donc les taux d'intérêt à long terme augmentent. Cette augmentation va rejaillir les taux d'intérêt à court terme, alors les banques augmenteront leur taux d'intérêt. Si l'Etat capte une partie de l'épargne des ménages pour l'investissement public, ce sera autant d'argent de moins pour les entreprises du privé. Il va y avoir un effet d'éviction des dépenses privées par les dépenses publiques, via l'augmentation des taux d'intérêt.
- La dernière solution est le recours à la fiscalité par l'augmentation de l'impôt. Si on augmente l'impôt, l'Etat donne d'une main (dépenses publiques) ce qu'il reprend de l'autre (impôt). Au mieux, cette action est neutre.

Paradoxalement, alors qu'on voulait relancer l'activité, cette action peut avoir des effets négatifs.

Mais Friedman ne remet pas en cause la légitimité d'une politique économique. Il récuse le *prima* qui est accordé chez les auteurs keynésiens, et aussi chez les gouvernements d'inspiration keynésienne, aux politiques keynésiennes axées sur les dépenses publiques.

Chez Friedman, c'est la politique monétaire qui doit dominer. Cette politique monétaire doit correspondre à une augmentation de la masse monétaire qui doit suivre l'augmentation du PIB.

b) L'école autrichienne

Critique de F.V. Hayek et L V Mises (école autrichienne). Il est un partisan acharné du libéralisme économique. Pour l'école autrichienne, il n'y a pas de défaillance, le marché par définition est une forme de coordination des activités économiques, qui si on ne l'affecte pas, si on n'essaie pas de l'influencer, engendrera ses propres mécanismes qui vont équilibrer l'offre et la demande via les mécanismes de prix. L'idée de Hayek est que l'économie de marché tend vers l'équilibre via les prix. Via le mécanisme de prix qui nous renseigne sur la valeur des marchandises, sur leur qualité, l'économie de marché tend vers l'équilibre, il n'y a pas de défaillance, ce sont les interventions de l'Etat qui créent des déséquilibres. Même sur les externalités négatives, il suffit de créer un marché de droit à polluer. Il y aura un prix que l'entreprise aura à payer sur le marché des droits à polluer.

c) La théorie du « public choice » Buchanan

Au fond, les dépenses de l'Etat sont fondamentalement des dépenses improductives. L'Etat devrait s'interdire de s'immiscer dans l'économie via les politiques budgétaires. Il faudra un Etat minima. Il doit limiter ses actions à ses missions régaliennes.

Conclusion

Mais les politiques économiques existent bel et bien. Ces auteurs ne sont pas sur un constat. Ils critiquent, ils ne disent pas ce qui est, mais ce qui devrait être.

Quels sont les piliers de la politique économique ? Il y a deux facteurs : le politique et la monnaie.

Distinction entre politique et la politique

Bertrand Badie, *Sociologie de la politique*, et Nicos Paulantzas, *Pouvoir politique et classes sociales*.

Le politique est le champ, l'espace, où se déploient les principales institutions (Etat, parties, syndicats, l'Eglise). => Définition des superstructures.

La politique renvoie aux pratiques politiques individuelles, ce sont les pratiques de la cité, des sociétaires, et ce sont les pratiques des individus dans leur rapport aux institutions.

On ne peut pas comprendre la politique économique indépendamment de ses institutions du champ politique et surtout des intérêts économiques, politique, financier, et donc des groupes sociaux qui composent la société.

La politique économique cristallise des compromis politiques, sociaux, mais parfois aussi des conflits d'intérêt entre créanciers et débiteurs (après 1^{ère} guerre mondiale).

On ne peut pas appréhender la politique économique en faisant abstraction de la centralité du phénomène monétaire et du politique.

Sur le politique, les choses sont simples. Le politique renvoie à l'ensemble des superstructures, des institutions fondamentales (Etat, banque centrale, syndicats) qui dessinent un espace particulier au sein duquel se déploie la politique (c'est-à-dire les rapports des individus, des citoyens aux institutions politiques, sociales).

Le deuxième facteur fondamental est le phénomène monétaire. C'est ce qui définit la souveraineté d'une nation. Il n'y a pas de politique économique sans le monétaire. Après la guerre, l'Allemagne subit une hyperinflation en 1923. Cette hyperinflation produit une fuite devant la monnaie allemande. Cette crise monétaire produit une crise politique. Il a fallu attendre la réforme monétaire de janvier 1924 pour qu'une monnaie et une banque parallèle soient instituées. Du jour au lendemain la confiance dans la monnaie et le politique revient, et la

crise s'arrête. L'hyperinflation a favorisé les débiteur et ruiner les créanciers. L'hyperinflation favorise ceux qui se sont endettés.

En 1948, en Allemagne de l'ouest, le premier acte politique fondamental par Erhard, qui dirigeait l'économie allemande, est la création d'une nouvelle monnaie : le Deutsch Mark. (Foucault oublie le rôle du monétaire => critique de Mr Orléans).

Il n'y a pas de société marchande sans monnaie. Michel Aglietta, *La Violence de la monnaie* => « d'un point de vu théorique, la monnaie précède et fonde l'économie marchande et non l'inverse ». Autrement dit, on va de la monnaie au rapport marchand, à l'économie marchande. On est à l'opposé des approches classiques, et néoclassiques. La monnaie n'est pas insignifiante, ce n'est pas un voile. C'est sur la monnaie que se concentre et se polarise l'existence des individus dans les sociétés marchandes. Au fond la monnaie est en même temps une institution fondamentale et la monnaie étant un mode d'intégration social, et le mode fondamentale de séparation sociale.

Pour les individus, la monnaie est un bien social. La monnaie est l'opérateur, le moteur, le vecteur de l'appartenance à la société. En ce sens, c'est un facteur d'intégration sociale. Mais la monnaie est d'abord une institution.

La monnaie qui est un mode de cohésion social est en même temps le vecteur de la hiérarchie sociale. Ce sont les conséquences économique, sociale et économique.

La monnaie a trois fonctions :

- Unité de compte (étalon) la monnaie permet d'établir et d'apprécier la valeur des marchandises produites. Les pouvoirs privés battaient leur propre monnaie. Puis l'Etat-Nation se forme, et l'Etat s'empare du monopole monétaire. La monnaie est une institution parce qu'elle définit un espace commun de valeur.

- La monnaie comme moyen de paiement (règlement de créances/dettes). Lorsque l'entreprise paye ses dettes salariales, et que les salariés reçoivent leur créance salariale : La monnaie est un moyen de paiement du travail effectué. La monnaie comme moyen de paiement renvoie au lien entre monnaie et société.

- La monnaie comme réserve de valeur. La monnaie n'est jamais que l'incarnation de la richesse. Ici la monnaie n'est plus un flux, mais elle est thésaurisée, elle est stockée. Monnaie et valeur ne font plus qu'une. Mais ce qui est important, c'est de voir que cette fonction de la monnaie est aussi le véhicule de la stratification sociale. En ce sens là, la monnaie est un facteur de différenciation.

Au fond la monnaie met en jeu la souveraineté de l'Etat. Mais la monnaie est aussi au principe de la reproduction du corps social, et en même temps c'est aussi un facteur de différenciation, sinon de polarisation, voire de conflit entre classes sociales. La monnaie ne peut pas laisser indifférent. Les pouvoirs publics, notamment l'Etat, sont contraints de trouver des mécanismes de régulation monétaire pour contenir l'irruption des crises monétaires.

A quels groupes sociaux profitent l'inflation ? L'inflation profite au débiteur. Les crises monétaires à travers l'inflation et la dévalorisation de la valeur unitaire de la monnaie mettent en jeu un partage de richesse entre la classe des rentiers et des débiteurs.

III] Le contexte économique de l'après guerre et ses conséquences quant aux relations entre Etats et économie

A la fin de la guerre, il y avait une situation économique ambivalente. On a une crise économique (dans la sphère réelle, des biens) qui se traduit par des pénuries de biens de consommation et de production. Les pénuries impliquent une insuffisance de la demande globale, donc les prix explosent. Dans la sphère monétaire on a des tensions inflationnistes très fortes. En termes réel, la valeur unitaire de la monnaie diminue.

Parallèlement, on atteint le plein emploi. Une grande partie de la main d'œuvre disparaît pendant la guerre. Au sortir de la guerre, on ne peut pas se permettre un retour au sous emploi. L'économie devient donc une variable politique.

Dans nombreux pays, on a des déficits publics qui s'accumulent. L'accumulation des flux nourrit le stock de dettes publiques.

La période de la guerre met en évidence un 2^e paradoxe. La guerre a donné lieu à une modernisation incroyable de l'appareil statistique. Il fallait compter la main d'œuvre, le temps de travail dépenser etc. L'essentiel des progrès accomplis en matière de comptabilité nationale se fait sous la grève. Le constat c'est qu'à partir de 1945, on assiste à une amplification sans précédent de l'interventionnisme, du dirigisme de la part de l'Etat.

La première raison pour laquelle l'Etat intervient massivement c'est parce que l'Etat a les moyens d'agir grâce aux statistiques à la comptabilité nationale etc. Dans le cas de la France c'est le recours à la planification indicative.

Le deuxième point explicatif est une nécessité économique. Il faut, en effet, préserver le plein emploi. Pour ce faire, il faut mettre en œuvre des politiques économiques qui favorisent la croissance. L'Etat se doit d'atteindre cet objectif macroéconomique, qui deviendra l'objectif fondamental de la politique économique. Qui dit plein emploi présuppose croissance. L'Etat doit mettre en œuvre des politiques économiques capable de soutenir l'investissement, l'activité économique et donc le plein emploi. C'est une nécessité économique, parce qu'il faut essayer de combattre un autre déséquilibre.

Le 3^e point est en effet une nécessité sociale. Cette dernière consiste à essayer de dépasser les tensions qui minent la France, l'Angleterre et l'Allemagne. Il faut mettre un terme aux tensions inflationniste.

Sur ces bases, il y a un ensemble de mesures qui sont prises. L'un des volets de la politique structurelle mis en œuvre au cours de cette période est l'action sur les formes propriétés. Autrement dit, c'est le développement du secteur public. On assiste au développement du secteur public. On pense qu'il faut avoir des pôles économiques, des entreprises importantes qui soient au fondement de cette politique de croissance. Par exemple, on rassemble certaines entreprises et on crée de nouvelles entreprises publiques ; exemple : EDF GDF Charbonnages de France. L'Etat contrôle la fourniture de l'énergie en volume, mais aussi en prix. L'action sur les prix de l'énergie est l'un des volets de la politique économique de cette période.

Il y a aussi des vagues de nationalisation des entreprises privées qui ont collaboré. Globalement, la société n'est pas contre. Il y a un mouvement d'opinion favorable à ce mouvement de nationalisation des grandes entreprises.

La politique économique met donc en jeu un double processus politique. Ce mouvement est à la fois un mouvement descendant, c'est un mouvement d'imposition. Un compromis politique se forme entre les gaullistes et le parti communiste. Mais il y a aussi un mouvement ascendant d'adhésion du corps social.

Les pouvoirs publics imposent une mesure (nationalisation). Mais une fois cela amorcé, il y a un mouvement ascendant du corps social aboutissement à la légitimation des pouvoirs publics. L'Etat impose sa violence et assoit sa souveraineté. Le corps social adhère et légitime la place de l'Etat. En France, le secteur public se développe de manière plus importante que dans les autres pays. La part du secteur public dans l'économie nationale est la plus importante en France par rapport à d'autres pays capitalistes.

A côté du renforcement du secteur public, l'Etat intervient dans un autre domaine. C'est l'action sur le secteur bancaire et financier. C'est en 1945 que la banque de France passe sous l'autorité, sous la tutelle, de l'Etat. Il n'y a plus d'indépendance de la banque centrale, ni des banques de dépôts et des sociétés d'assurance. On place le secteur financier sous la tutelle de l'Etat afin de déployer parallèlement à la politique industrielle, que permettent les mouvements de nationalisation, le contrôle du crédit et des institutions financières par l'Etat. Ce contrôle permet de mettre en œuvre une politique monétaire et financière qui soit apte à garantir la réalisation des objectifs (investissements productifs, croissance, plein emploi).

Ces réformes de structure précédemment évoqué, sur la question du renforcement du secteur public, peuvent être appréhendées à travers quelques chiffres. La prise de contrôle par l'Etat => entre 1947 et 1949 la part des investissements financés par des fonds publics atteint 60%. Grâce à l'intervention de l'Etat une grande partie des entreprises française bénéficient d'une garantie de financement via les crédits publics, étatiques. Mais en plus l'Etat devient un client majeur.

A partir de 1950, le financement des investissements via les fonds publics diminue. La part des fonds publics dans les sources de financement des investissements diminue en France. Entre 1949 et 1953, on passe à 40% et entre 1954 et 1958, on tombe à 35%. Au fond, la part des fonds publics dans le financement des investissements, et donc la part des investissements publics dans l'investissement total diminue. Pourquoi en 8 ans, la part des investissements publics dans l'investissement total en France diminue ? C'est tout simplement parce qu'on assiste à une croissance soutenue qui commence à produire ses effets : augmentation des ventes, du chiffre d'affaire, de la marge bénéficiaire, et donc une augmentation de la capacité d'autofinancement des entreprises. Grâce à la croissance issue de cette politique industrielle, progressivement la croissance est relancée, et donc on a une augmentation des marges bénéficiaire et donc des capacités d'autofinancement des entreprises. De ce fait, les entreprises françaises vont en partie s'autofinancer.

En Angleterre, 6,3 millions de salariés sont syndiqués en 1939. En 1946, on passe à 8,8 millions.

L'Etat doit désormais être garant du bien-être et de la sécurité économique (garantie du pouvoir d'achat et de l'emploi). L'Etat doit agir contre tous les risques individuels à travers la création d'un système général et obligatoire de sécurité sociale, qui se double d'un système national de santé. En même temps, l'auteur évoque le risque collectif de chômage. Mais dès 1942 en Grande-Bretagne, le plein emploi devient un impératif pour le gouvernement. Aux USA, au même moment, le rapport officiel en 1943, qui insiste sur la nécessaire protection liée à la vieillesse, à l'indigence, à la maladie et aux accidents graves. C'est sur cette base du message de Roosevelt de Janvier 1943 assigne le plein emploi comme l'objectif central des politiques économiques aux USA.

D'une certaine manière, le contexte peut être qualifié de contexte keynésien. L'objectif de la politique économique est de sortir les économies d'un équilibre de sous-emploi. Pour ce faire, l'Etat se dote des moyens nécessaires via la nationalisation des crédits.

Le renforcement du secteur public, du crédit public étatique via la nationalisation du secteur public bancaire dessine le cadre institutionnel et économique autour duquel les politiques économiques vont se déployer.

A partir de 1945-1947, les politiques sont des politiques de soutien à la croissance, au plein emploi et à la demande. Ces politiques ont pour but de relancer l'investissement et de la production et donc de la croissance et du plein emploi.

Il y a une politique financière spécifique qui se déploie. Pour atteindre ces objectifs, quels sont les principales sources de financement qui furent mises à la disposition des entreprises. On retrouve l'idée de Keynes, selon laquelle la monnaie est d'abord un moyen de financement.

Comment on finance ? Il y a d'abord une dimension internationale. Ce sont donc d'abord les crédits fournis par les USA (plan Marshall). S'ils fournissent cette aide financière, c'est parce que les USA sont les principaux pays exportateurs au sortir de la guerre. Toutes les entreprises américaines tournées vers l'inflation auraient connu des crises de débouchés énormes.

Non seulement les Américains, se font un don à eux-mêmes, mais en plus, ils ont imposé des conditions politiques pour faire des avances financières et monétaires (OECE en 1948).

La principale source de financement des investissements productifs des entreprises devient le crédit bancaire. => Economie d'endettement. La source principale est une source endogène. La Banque de France procède à de l'émission monétaire. Elle procède à une création monétaire *ex nihilo*. Soit la Banque de France refinance les banques commerciales qui font crédit aux entreprises. Soit elle fait directement crédit aux entreprises. Mais il arrive un moment où on assiste à une émission monétaire, et à une circulation monétaire qui dépasse de très loin le volume global des marchandises produites. Puisqu'il y a plus de monnaie que de contrepartie dans la sphère productive, la conséquence est l'inflation.

Dès 1945, les politiques économiques deviennent l'alternance entre politiques monétaires et budgétaires laxistes, et politiques restrictives. => politique de « *stop and go* ». Si les banques font trop d'avances, il faut rationner de manière provisoire le crédit, et une fois l'inflation étant stabilisée, on relâche le crédit.

Quelle a été la politique monétaire durant cette période ? La politique monétaire est une politique qu'on a qualifié d'accommodante. Cela signifie que la politique monétaire doit permettre la croissance et le plein emploi (elle ne doit pas entraver ces objectifs). La contrainte est d'une part de juguler l'inflation et d'autre part d'éviter des sorties de capitaux.

Dès 1944, avec les accords de Bretton Woods, on procède à une réforme du système monétaire. La monnaie, comme monnaie internationale de référence, cristallise les conflits de pouvoir. Keynes propose une solution. Au sortir de la guerre, il faut qu'il y est indifférenciation entre américains et britanniques. Il imaginait un système monétaire international « le bank or » comme moyen de règlement. On passe à un nouveau système, fondé sur un nouvel étalon « étalon devise or ». La seule monnaie convertible en or est dorénavant le dollar. Les autres monnaies sont convertibles en dollar.

L'avantage de ce système est qu'il est fondé sur le dollar comme devise clé. On a une nouvelle hiérarchie monétaire internationale. Les soldes sont réglés en dollar. Les américains imposent de défendre la parité avec le dollar aux autres pays.

Dans les années 1960, l'économie américaine commence à entrer en crise. Les américains ont une balance des paiements excédentaire \Rightarrow balance commerciale >0 , balance des mouvements de capitaux <0 (plus de capitaux qui sortent des USA que de capitaux qui entrent, donc les multinationales américaines s'emparent de l'ensemble des régions du monde) et balance des invisibles <0 (c'est le financement de la guerre du Vietnam ou s'enlise les américains après les français dans les années 1950).

En 1965 il y avait des attaques spéculatives contre le dollar. \rightarrow La monnaie américaine est surévaluée. Les opérateurs commencent à acheter des francs. Il y a une accumulation de dollars dont plus personne ne veut, et à contrario la demande de Francs Fr commence à augmenter. Puisqu'on était en régime de taux de change fixe, la banque de France était obligé de racheter des dollars et d'inonder le marché monétaire en France de francs français. Ce régime monétaire est donc favorable aux américains et entérine leur hégémonie monétaire.

En 1949, on a une dépréciation de la livre sterling, les autres monnaies sont dévaluer à leur tour. La première puissance financière qu'était la Grande Bretagne se voit désagrégé définitivement au profit des USA.

Erhard est à l'origine de l'idéologie développée en Allemagne. En 1948, Erhard institue une nouvelle monnaie, le Deutsch Mark, qui de fait se substitue au Reich Mark.

Au sortir de la guerre, on a d'une part une idéologie, une doctrine, qui triomphe. \Rightarrow Un Etat social mu par la concrétisation du bien être de la population.

Sur la base de cette doctrine, il y a l'instauration d'un cadre, d'un champ, à la fois économique financier et monétaire. Ce cadre repose sur le développement d'une part du secteur public (nationalisation etc.) pour avoir un appareil productif qui permet la relance des activités, de la croissance etc. D'autre part, apparaît l'instauration d'un système de crédit public et étatique.

Sur la base de ce cadre, un certain nombre de mesures sont prises et sont accompagnées de politiques économiques assez stable dans le temps.

Importance du plan Marshall \Rightarrow Le plan Marshall sous ses dehors de désintéressements étaient extrêmement animés par des intérêts précis. En finançant et aidant les pays européens, cela assurait des débouchés pour les exportations américaines. Des pays comme la France, l'Allemagne et d'autres, parce que ce ne sont pas des pays continent, ils sont obligés d'importer et d'exporter, ce qui n'est pas le cas aux USA.

La réforme du système monétaire international. Pourquoi ce système ? Sur quel pilier fut-il bâti ? Système de change fixe, un système d'étalon devise / or avec le dollar qui était ancré à l'or. Ce système était un système asymétrique, parce qu'il plaçait les différentes nations, les USA d'une part, et les pays de l'Europe d'autre part. C'était l'hégémonie des USA au détriment des autres pays. Ce système permet aux USA de reporter les conséquences des politiques monétaires accommodantes, et budgétaires expansionnistes qui sont menées

pendant 30 ans. A chaque attaque spéculative sur le dollar, ce sont les banques centrales européennes et japonaise devait défendre le dollar.

Pourquoi ce régime de change ? Comment ce régime de change a pu exister ?

Ce qui domine, à partir des années 1940-50, au niveau de chacun des pays, triomphe une économie d'endettement. C'est-à-dire qu'on voit apparaître un système de financement où les investissements productifs, et ce faisant les activités productives de celles-ci, sont financés de manières prédominantes par des crédits. C'est la relation de créancier à débiteurs qui devient la source de financement fondamentale des investissements productifs des entreprises. Le crédit bancaire devient le moment préalable indispensable aux financements des investissements. Ici la monnaie est principalement un moyen de financement, aux dires de Keynes. La monnaie émise par les banques commerciales n'est pas émise à partir d'une épargne préalable, c'est une monnaie qui résulte d'une création monétaire *ex nihilo*. Economie d'endettement parce que les banques font crédit, et l'entreprise contracte donc des dettes. Les banques aussi s'endettent à l'égard de la société. On passe à un nouveau système monétaire et financier où les banques commerciales sont dotées de cette autonomie de créer leur propre monnaie. La Banque centrale intervient doublement : elle a un rôle *ex ante* parce que la banque centrale définit et impose des taux d'intérêts. Elle définit d'une part des taux d'intérêt minimum et un taux plafond. Ces taux d'intérêt concerne d'une part la rémunération des dépôts (taux créditeurs). Et d'autres parts, il existe des taux d'intérêt prêt qu'on impose aux emprunteurs. Les taux d'intérêt directeurs de la banque centrale sont à court terme et étaient relativement élevés pour éviter des sorties de capitaux brutales au sein de l'économie nationale. Les taux d'intérêt à long terme avaient tendance à être plus faible. On avait un système monétaire (établi par la banque centrale) et financier (sur les marchés financiers) au sein duquel prévalait une dualité entre les taux d'intérêt. Des taux d'intérêt faible ne voulaient pas dire rémunération faible des titres, car ce qui compte sont les cours sur le marché.

Il ne faut pas oublier que le régime monétaire qui domine durant les 30 Glorieuses est un régime monétaire que l'on peut qualifier de débiteur au niveau national. Même si les taux d'intérêt à long terme sont élevés, cela favorise les emprunteurs, puisque malgré l'importance de ces taux, l'inflation était plus importante. De ce fait le taux d'intérêt réel était faible. Il devient même négatif dans les années 1970.

Compromis politique, parce que il ne fait qu'entériner les intérêts de certaines couche au détriment d'autres couches. Ce régime favorise certaines strates du capitalisme. Les 30 glorieuses marquent une inflexion. Dans les années 1900 et 1918, la couche favorisée était les rentiers, ceux qui avaient d'important dépôt, parce que les taux d'intérêt réel étaient assez élevés. Le capital bancaire, ayant une rentabilité importante, est aussi favorisé. Par la suite, avec l'inflation grimpeante, les dominés des dominants sont les strates du capitalisme qui avait accumulé un capital monétaire (thésaurisation).

On a une production élevée, une croissance très élevé, donc pas de crise dans la sphère politique et réelle. A cela s'ajoute une absence de crise monétaire et financière. Comment pendant 30 ans le capitalisme a pu éviter les crises monétaires et financières ? Est-ce uniquement du à l'efficacité des politiques économiques ?

La politique budgétaire : fondements théoriques et évolutions contemporaines

1] La politique budgétaire : définition, instrument et conséquences

Définition

La politique budgétaire désigne l'action des pouvoirs publics, exercée par le biais du budget de l'Etat, dans le but d'influer sur la conjoncture économique.

Instruments

Au fond, il ya deux instruments de la politique budgétaire qui sont privilégiés depuis la fin des années 1980 : 1] L'action sur les dépenses publiques (l'augmentation des dépenses publiques) dans le but de soutenir la demande globale, à la fois celle des ménages et celle des entreprises. 2] L'action sur les prélèvements obligatoires. Cette action vise surtout de nos jours à réduire les prélèvements obligatoires, le taux d'imposition qui pèse sur les entreprises (facteurs et capital) et les travailleurs. Cela permet de relancer l'offre des entreprises. Si on a une crise d'offre, c'est parce que la pression fiscale qui frappe les entreprises est trop forte. => approches fondées sur l'économie de l'offre : Roberts, Laffer.

Diagnostic de la crise : Offre insuffisante ! => Cela est dû à un taux d'imposition élevé sur le capital, et sur le travail. La pression fiscale est trop importante des deux côtés. Le résultat est que cela dissuade les entreprises. En effet, le profit des entreprises aura tendance à baisser. Suite à cette baisse, les investissements vont diminuer etc. Du même côté, puisque le taux d'impositions ne cesse de croître la productivité du travail ralentir, voire diminuer. Suite à ce ralentissement, cela accroît les problèmes liés à la production. Cette dernière augmentera moins vite qu'avant, à mesure que la pression fiscale augmente. Deux séries de facteurs viennent donc comprimer la production (les deux taux d'imposition) ce qui engendre une baisse de l'offre.

Ils disent que comme les politiques économiques keynésiennes qui sont à l'origine de ça ! Comme les investissements vont baisser, les entreprises font un arbitrage, et privilégient les investissements financiers, qui donnent lieu à la spéculation etc.

Pour parer à cette crise de l'offre, il faut réduire les taux d'imposition. Laffer dit que la politique économique est légitime. Il faut toujours agir sur la politique budgétaire, elle doit

être la dimension dominante par rapport à la politique monétaire. En ce sens, ces auteurs sont en rupture par rapport à un auteur comme Friedman (lui pense qu'il faut agir sur la politique monétaire de préférence). Ces auteurs disent qu'au lieu d'agir sur les dépenses, il faut agir sur les recettes. Il y a un aspect normatif, on ne dit pas ce qui est, on dit ce qui devrait être.

Il faut baisser le taux d'imposition sur le capital, avec des anticipations qui deviennent positifs et favorables, le niveau des investissements productifs, de productivités et de capacité augmentera. La productivité du capital s'accroîtra parce que le capital investi sera intensif en progrès technique et en technologies nouvelles. Globalement, le niveau augmentera et l'offre suivra la même voie.

Avec la baisse du taux d'imposition sur le travail, dans l'arbitrage entre travail ou loisir les individus vont privilégier le travail. Les dépenses publiques n'augmentent plus, donc l'état peut contrôler les dépenses publiques. La politique budgétaire devient crédible, parce que l'Etat n'augmente pas les dépenses publiques et n'aura pas besoin des ménages pour financer les dépenses publiques. Les salariés anticipent que l'impôt n'augmentera plus aussi rapidement qu'avant parce que l'Etat est entrain de contrôler son budget, ses dépenses. De ce fait le travail aura tendance à augmenter. Il y a donc un effet incitatif sur le travail qui augmentera en quantité et en qualité, aboutissant à une hausse de la productivité.

D'un côté les taux de profits [$\pi/K = (\pi/VA) * (VA/K)$ ($VA/K \Rightarrow$ productivité du capital augmente)] sont restaurés (ils augmentent). De l'autre la productivité du travail augmente. Ces deux hausses favorisent la production, et donc l'offre. Cela montre comment l'action sur les prélèvements obligatoires en faveur des entreprises et des salariés permet la stimulation de l'investissement productif d'une part, le travail de l'autre, la productivité globale des facteurs et se faisant la production et l'offre. De plus la recette fiscale augmente, ce qui permettra de financer les dépenses publiques postérieures.

Est-ce que la baisse des prélèvements obligatoires est aussi vertueuse que veulent le donner à croire ces auteurs ? La baisse du taux d'imposition engendre-t-elle nécessairement une relance de la production et de l'offre ? Non, il y a des biais dans l'analyse de Laffer. Qu'est-ce qui garantit que les baisses d'impôt entraîneront une augmentation des investissements productifs ? L'investissement productif n'est pas sûr de repartir. L'entreprise pourra investir sa marge en bourse. L'entreprise peut très bien faire un arbitrage entre investissements productifs et investissements financiers. Même avec une baisse du taux d'imposition, on peut avoir une baisse de l'investissement productif.

Exemple : Mitterrand a fait des cadeaux fiscaux, ce qui n'a pas empêché l'entrée en phase de récession.

Les effets

Positifs

Il y a d'abord un effet de relance, dans une optique postkeynésienne (Kalecki, Kaldor, Robinson). Toute politique budgétaire qui a pour but le soutien à la conjoncture, à la croissance, à l'activité économique, aura des effets bénéfiques, dont un effet de relance économique. Cet effet, il y a deux séries de choses. La politique budgétaire doit avant tout avoir des conséquences contractuelles. Cela signifie que lorsque la croissance est importante, que les ressources fiscales augmentent. L'inflation est relativement importante parce que comme la croissance est importante, et qu'on est en situation de quasi-plein emploi, la demande est forte, et cela donne lieu à des tensions inflationnistes. Dans cette période, qui sur cette base dégage des recettes croissantes, l'Etat doit augmenter l'impôt, les prélèvements fiscaux, qui affectent la société. Cela permettra de contenir la demande pour maîtriser les tensions inflationnistes. Mais cela permettra également de se donner des moyens de financer les dépenses publiques si la situation se dégrade.

Si la demande est contenue ou baisse, les entreprises ralentissent leur production.

Inversement, lorsque la croissance est faible, et que le chômage a tendance à grimper, il faut trouver des solutions. La solution d'un point de vue budgétaire est d'avoir recours, notamment, aux allocations chômage. Cette politique permet de soutenir la demande, et permet une relance ultérieure de l'offre.

=> ces deux mécanismes sont des stabilisateurs économiques (soit contenir une croissance trop forte et ses effets, soit au contraire soutenir une activité qui a tendance à décliner).

Négatifs

Il y a d'abord l'analyse de Friedman. Il invoque plusieurs raisons. Toute l'analyse de Keynes repose sur le fait que si on relance les dépenses publiques, la demande sera relancée.

Mais Friedman dit que les ménages ne fixent pas leur consommation en fonction du revenu courant mais du revenu permanent (= le revenu stable, que nous connaissons toute notre vie). Lorsque l'état augmente ses dépenses, les individus savent qu'un jour où l'autre ils devront aider au financement via les impôts.

La première critique de Friedman est de dire que ce n'est pas vrai que l'augmentation des dépenses publiques entraîne une augmentation de la consommation.

Mais à supposer qu'on soit victime de l'illusion monétaire, et que les individus croient que leur revenu a augmenté. La politique budgétaire aura tout de même des effets négatifs. Quels que soient les moyens avec lesquels on finance ces dépenses, cela aura des effets néfastes.

1] Monétisation de la dette publique : Si l'Etat finance ses dépenses par émission monétaire, la conséquence est l'inflation (puisque l'Etat émet des signes monétaires sans que les entreprises aient été de produire des marchandises). L'inflation mine le pouvoir d'achat (effet d'encaisse réelle).

2] Titrisation des dépenses publiques : Recours à l'emprunt pour éviter l'inflation ; Dès lors que l'Etat a recours à l'emprunt en émettant des titres de la dette. L'Etat émet un signal, pour dire qu'il a besoin d'être financé. Les ménages vont accepter de prêter à condition que les taux d'intérêts à long terme augmentent. Si ces taux augmentent ils vont rejaillir sur les taux d'intérêt à court terme. Si les taux d'intérêt augmentent, les dépenses d'investissements du secteur privé vont baisser. On aura des investissements publics qui croissent au détriment des investissements privés ; Peut-être qu'il y aura un excédent de production dans le secteur public, mais il sera plus que contrebalancé par le retrait des investissements privés => éviction de l'investissement public sur l'investissement privé.

3] L'Etat émet des titres de dettes sur les marchés internationaux de capitaux. Si l'Etat emprunte sur le marché international, soit on lui prête pas de l'argent (si politiquement on l'aime pas, ou si on sait qu'il ne pourra pas rembourser) ; soit on estime que le pays est solvable. Un pays qui émet un emprunt, si on lui prête c'est qu'on lui fait confiance. Souvent, les pays importants qui empruntent voient la valeur de leur monnaie s'apprécier. La compétitivité de ce pays se voit détériorer. Les importations vont être plus importantes que les exportations. Les entreprises tournées vers le commerce international seront dans la merde parce qu'elles seront moins compétitives. On a un effet d'éviction des exportations par l'appréciation du taux de change.

Robert Mundell et Marcus Fleming => ils se placent dans le cadre d'une économie ouverte. Pour comprendre l'efficacité et les limites des politiques budgétaires d'inspiration monétaire, il faut analyser le régime de change fixe et le régime de changes flexibles.

Régime de changes flexibles

Si un pays procède d'une manière unilatérale ses dépenses publiques, il va stimuler la demande pour les biens de ce pays. Donc la consommation de bien domestique va augmenter, mais l'offre domestique est limitée. Puisqu'on est en économie ouverte les importations pour

répondre à cette demande, vont augmenter. De ce fait, toute chose égal par ailleurs, la balance commerciale deviendra déficitaire très vite dans un premier temps. Le déficit commercial se creuse, et bien s'ajoute à des déficits budgétaires qui vont se creuser. On parle ici de déficits jumeaux.

Alors comment on finance ? Il faut que les capitaux étrangers arrivent pour financer en partie ses dépenses. Ces capitaux vont arriver d'autant plus parce que les taux d'intérêt vont augmenter. [Les taux d'intérêt augmentent parce que le déficit budgétaire se creuse et que les besoins de financement dépassent les capacités de financement, les taux d'intérêt augmentent.]. Le résultat est une appréciation de la monnaie nationale. La conséquence est que la compétitivité de cette économie va se détériorer. Les exportations seront compromises. Une politique budgétaire dans une économie ouverte dans un régime de changes flexibles est inefficace.

Régime de changes fixes

C'est tout l'inverse.

Le paradoxe de ces dernières années : en dépit des critiques massives, émanant notamment des monétaristes, et l'école de Public Choice, l'économie de l'offre, apparaissent des auteurs qui tentent de réhabiliter la politique budgétaire (ce ne sont pas des auteurs keynésiens, mais des auteurs ricardiens / classiques / néoclassiques). Pour Ricardo, quels que soient les mécanismes de financement des dépenses publiques, la politique budgétaire n'a pas d'effet.

Le précurseur est Robert Solow. Il avait élaboré une théorie de la croissance. Cette théorie part d'une hypothèse : fondamentalement, la croissance économique a des causes exogènes. C'est le progrès technique qui est le facteur fondamental qui détermine le niveau de la croissance économique. Simplement, il n'arrivait pas à expliquer d'où venait ce progrès technique. Depuis les années 1980, des auteurs ont tenté d'endogénéiser le progrès technique.

L'idée de Romer est de mettre en avant le stock de connaissances acquises dans le temps. C'est cela qui expliquerait des progrès techniques.

Barro insiste sur les infrastructures collectives. Ces dernières favorisent la croissance.

Lucas privilégie le niveau d'éducation, de connaissance => capital humain.

Le capital et le travail sont cruciaux, mais au-delà du travail dépensé, ce qui compte ce sont ces trois facteurs. Ils insistent sur la nécessité de politiques budgétaires fondées sur des dépenses spécifiques qui favorisent l'essor de ces trois facteurs. Il faudrait mettre en œuvre des politiques budgétaires fondées sur des dépenses publiques axées sur le financement et l'essor de ces trois séries de facteurs. Ce sont ces auteurs qui ont inspiré Bill Clinton en 1992-2000. La politique budgétaire a un rôle actif, mais les dépenses publiques n'ont pas augmenté mais il y a eu une redistribution des dépenses (on favorise l'investissement en connaissance, en éducation etc.) ce qui a permis l'essor du progrès technique, et donc la croissance. Chez ces auteurs, le progrès technique est endogène, puisqu'il résulte de ces trois facteurs.

La bulle internet venait de ces dépenses, puisqu'on a favorisé l'accès à internet.

B] Evolution de la politique budgétaire dans les principaux pays de l'OCDE à partir de 1980

Ce qui est ici très intéressant, c'est le quasi-clivage entre politique budgétaire aux USA d'une part, et politique budgétaire en Europe d'autre part. Comment les USA arrivent à connaître une forme de quasi-plein emploi depuis les années 1980 ? Pourquoi les pays européens s'en montrent incapables (hormis la Suède et le Royaume Uni) ?

Dans les années 1960, il y a une situation macroéconomique et en Europe occidentale qui est globalement satisfaisante. La croissance est forte et chômage faible, avec des tensions inflationnistes qui sont de ce régime de croissance stable et vertueux. La productivité du travail augmente de manière encore assez satisfaisante jusqu'à 1973. L'investissement croît, la

productivité du travail augmente aussi, et la demande globale est elle aussi dans une situation assez satisfaisante. L'offre des entreprises, la production des entreprises est stable, donc le régime de croissance n'est pas encore en crise. Même s'il faut déjà l'avoir à l'esprit, il y a déjà des problèmes dans le domaine monétaire (inflation et crises de change larvées, parce que la valeur de la monnaie américaine est remise en question).

De plus, les déficits, notamment aux USA, de la balance des paiements commencent à se creuser (à cause de la guerre du Vietnam).

Pourquoi l'augmentation des déficits budgétaires des USA ne se traduit pas par une augmentation de la dette publique, au cours des années 1960 ?

Les déficits budgétaires sont des flux annuels et la dette publique représente l'accumulation des déficits. Mais ici les déficits sont compensés par la croissance, ce qui réduit, annule en partie, les déficits des années précédentes. En plus de cela, il y a de forte tension inflationniste ce qui a pour effet de dévaloriser la dette publique. La dette publique en terme réel se trouve réduite à la faveur de la montée d'une inflation latente.

Les années 1970, une rupture commence à se prononcer. C'est la crise du régime d'accumulation, du régime de croissance fordiste. Cela a des conséquences énormes dans le domaine monétaire et budgétaire. On a souvent imputé la crise de 1973 au choc pétrolier, mais en fait c'est une crise de rentabilité du capital. Ce n'est pas une crise de demande, mais une qui se situe du côté de l'offre. Cette crise affecte l'appareil productif industriel. Si cette crise émerge à partir de 1973-74 $\Rightarrow \pi/K = (\pi/VA) [\text{Taux de marge}] * (VA/K) [\text{productivité du capital}]$.

La productivité du capital baisse, mais jusqu'ici cette baisse, qui remonte aux années 1960, était compensée par la productivité du travail. Mais à partir de 1973, la productivité du travail continue de croître, mais pas suffisamment. De plus, le taux de marge baisse, la part du profit dans la VA baisse (si 70% de la VA allait au profit, à partir de 1973, cette part n'est plus que de 60%).

A cela s'ajoute le chômage qui commence à croître, on est à la lisière d'un chômage de masse. Le déclin de la rentabilité conduit les entreprises à augmenter leur prix de vente. Comme toutes les entreprises épousent la même démarche, on a donc une inflation qui s'installe à partir des années 1970.

Ça devient extrêmement difficile de contrôler cette situation.

	<i>Europe des 12</i>		<i>2^e choc pétrolier</i>	
	72-73	74-75	78-79	80-81
<i>Croissance (%)</i>	5,2	0,3	3,2	0,3
<i>Inflation (%)</i>	7,5	13,5	9,0	12,2
<i>Balance courante (% du PIB)</i>	0,5	-0,5	0,4	-1,0
<i>Solde budgétaire (% du PIB)</i>	-1,4	-3,8	-3,8	-4,5

Croissance et balance courante sont des variables réelles, alors que l'inflation et le solde budgétaire renvoient à la sphère monétaire.

Les politiques économiques après le 2^e choc pétrolier ont été les mêmes aux USA et en Europe. Ils ont développé un *policy mix*. Ils mettent en œuvre une politique de soutien à l'activité qui vise à relancer la croissance. On augmente les dépenses publiques pour soutenir l'investissement et faire repartir la croissance. La politique monétaire est accommodante, et a donc pour but de ne pas s'opposer à cette dynamique budgétaire expansionniste.

Au cours des années 1970, on a une augmentation du déficit budgétaire, et pourtant la dette publique globalement n'augmente pas comme dans les années 1960, sous l'effet combiné de deux séries de facteurs : D'une part, la croissance était repartie à la hausse dans la fin des années 1970, qui favorise les entrées fiscales, et l'inflation qui dévalorise la valeur de la dette publique. Le ratio dette publique/niveau général des prix n'augmente pas. En effet, la charge de la dette, le service de la dette, (le taux d'intérêt en terme réel) que l'Etat payait au titre du remboursement de sa dette était donc faible, voire négatif.

En 1979, il y a un retournement de la politique monétaire. Les autorités monétaires américaines décident de lutter contre l'inflation. Autrement dit, les autorités monétaires

américaines décident de changer le régime monétaire. Ce dernier correspond à l'ensemble des mécanismes qui déterminent les taux d'intérêt. Un régime monétaire est donc l'ensemble des principes, politiques, économiques etc. qui déterminent les choix de l'institution monétaire, de la banque centrale, en matière de taux d'intérêt directeurs. La banque centrale définit deux classes de taux d'intérêt : les taux sur les dépôts et les taux sur les créanciers.

Jusqu'à la fin des années 1970, on est dans un régime monétaire que l'on peut qualifier d'un régime de débiteurs, c'est-à-dire un régime favorable aux emprunteurs.

L'année 1979 marque un moment charnière, un moment social, un moment politique où les créanciers prennent le pouvoir ! C'est la victoire des créanciers, parce que les taux augmentent ! Le taux d'intérêt à court terme, le taux nominal, ou encore le taux monétaire, dépasse l'inflation ! Le taux d'intérêt réel devient dès lors positif à partir de 1979-80. Cette décision monétaire a une influence sur l'économie réelle. Le taux d'intérêt réel a augmenté, l'investissement a reculé, la croissance a reculé ☹ Mais en contre partie, cette hausse du taux d'intérêt réel entraîne une baisse de la demande de crédit, donc une diminution de l'offre de crédit des entreprises, qui fait baisser l'offre de monnaie et donc l'inflation.

C'est à partir de 1982 que les trajectoires macroéconomique, d'une part, et de l'Europe occidentale, d'autre part, divergent et donc se séparent. La politique monétaire est restrictive et continue à l'être en 1982.

Par ailleurs, on assiste à l'explosion d'un chômage de masse. La politique budgétaire en Europe occidentale est pro cyclique, alors qu'elle fut jusqu'alors contra cyclique. Une politique budgétaire contra cyclique est une politique qui essaie de contrer le recul de la croissance. Lorsque la croissance recule, on augmente les dépenses publiques pour soutenir la demande globale et le niveau d'activité. Mais quand la croissance est trop forte, on augmente l'impôt pour contenir la production des entreprises tout en faisant augmenter le taux d'épargne (pour ralentir la consommation).

Avec les politiques pro cycliques, alors que la croissance est entrain de reculer, on essaie de combattre les déficits budgétaires et la dépense publique. On s'assigne l'objectif de la stabilisation des déficits budgétaires.

En même temps, les dépenses sociales augmentent pendant cette période (il faut rémunérer les chômeurs). De plus, le taux d'intérêt réel, du fait de la politique monétaire restrictif est croissant, et le service de la dette publique gonfle mécaniquement. Le paradoxe dans cette histoire est qu'on a une politique pro cyclique qui, au lieu de relancer la croissance, essaie de contenir la dette publique, mais cette dernière a continué à croître. Au fond, on peut se demander si une politique budgétaire expansionniste n'eu pas été plus efficace ?

A partir de 1979, et surtout au lendemain de la crise qui émerge en 1980-82, les américains ont recours à une politique monétaire expansionniste. Ils augmentent les dépenses publiques avec pour objectif de relancer l'activité économique. Le résultat c'est qu'au cours de cette période, la croissance américaine repart.

En Europe occidentale, la réduction délibérée des déficits publics a été pratiquement annulé par les effets dépressifs, voire récessifs de la politique budgétaire pro cyclique qui fut mise en œuvre.

En 1986, on a le contre choc pétrolier. On assiste donc à une baisse assez massive des prix du pétrole.

En 1987, c'est le début d'une politique monétaire plus laxiste qui se traduit par la baisse des taux d'intérêt. Mécaniquement l'investissement repart, on assiste donc à une reprise de l'investissement productif, la rentabilité des entreprises est restaurée, et le chômage recule.

Il y a aussi la déréglementation des marchés financiers. De ce fait la concurrence est accrue entre les établissements de crédits, donc ils baissent leur taux d'intérêt. L'endettement auprès des banques devient plus facile et les entreprises demandent des crédits.

L'autre facteur qui fut très important est la baisse du taux d'épargne. A partir du moment où le taux d'intérêt baissait relativement, il devenait moins intéressant de faire des dépôts. De plus durant cette période, la dette publique est relativement maîtrisée, donc les anticipations des messages concernant les impôts deviennent plus optimistes.

Ceci dit, ce nouveau régime de croissance n'a pas suffisamment duré en Europe occidentale pour que le chômage disparaisse.

Pourquoi en 1993 la récession gagne les pays occidentaux ?

Il y a une crise financière et bancaire au Japon, qui vient d'une crise immobilière. (Des banques occidentales avaient investi là-bas). L'offre de crédit est stoppée par la crise au Japon.

À côté de l'éclatement de cette bulle, il y a un retournement du cycle d'investissement dans les pays occidentaux. Cela est dû au fait que la demande globale adressée aux entreprises commence à fléchir alors que l'inflation repart à la hausse.

Comment les pays d'Europe, d'une part, et les USA, d'autre part, ont-ils réagi à cette récession ?

Pour les Américains, Clinton arrive au pouvoir avec des conseils inspirés par la théorie de la croissance endogène (rôle du savoir, des infrastructures etc.). L'arrivée de Clinton marque le triomphe d'un nouveau régime de croissance aux USA. Clinton met fin à une décennie de politique budgétaire expansionniste. Clinton procède à une réallocation, une nouvelle distribution, des dépenses budgétaires. Par exemple, il réduit les dépenses d'armement, il dégager de nouvelles marges budgétaires, et cet excédent ainsi dégagé sera orienté vers des dépenses en matière d'infrastructures, de connaissance, d'information, d'éducation. Le facteur connaissance, savoir, éducation etc. devient prépondérant dans ce nouveau mode de production.

Pourquoi on a connu une récession en 1992-1993 alors qu'aux USA ils ont de la croissance ?

À cette période l'Europe occidentale entre en récession. L'Allemagne a joué un rôle crucial. À partir de 1989-90, l'Allemagne se réunit. Des restructurations massives sont nécessaires en Allemagne de l'est. La croissance est très forte en Allemagne parce qu'il y a des dépenses très

	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Taux d'intérêt réel (à CT)</i>	2,4	1,2	0,1	0,4	1,8
<i>Inflation</i>	5,1	4,2	3,3	2,6	2,4
<i>Croissance du PIB</i>	1,3	-1,0	2,7	2,3	2,5
<i>Solde budgétaire</i>	2,7	-3,3	-4,4	-3,6	-2,3

importantes et une arrivée de capitaux étrangers dans l'ancienne Allemagne de l'est, ce qui favorise la relance de l'investissement en Allemagne de l'est et de la croissance en Allemagne.

Seulement, le grand problème est que les autres monnaies étaient arrimées au Deutsch mark, la France ne pouvait pas faire n'importe quoi en matière de politique monétaire. La France avait deux choix : Soit il fallait arrêter l'ancrage par rapport au Mark. Mais si la France arrête d'arrimer sa monnaie au Mark, cela signifie que la France aurait pu se permettre d'avoir des taux d'intérêt faibles, et laisser un peu filer son inflation. La 2^e solution eût été de pousser l'union économique et monétaire jusqu'au bout d'un espace économique commun. Autrement dit, il s'agit d'avoir une politique monétaire, et budgétaire unifiée.

Dans le modèle américain des années 1990, l'impulsion qui a été importante et qui a permis une reprise de l'investissement est la politique monétaire.

Récession et reprise aux États-Unis (1990-1994)

Alors même que le taux d'intérêt baisse, le taux d'inflation diminue => a priori l'émission monétaire augmente parce que le taux d'intérêt baisse, donc l'inflation aurait dû augmenter.

Ils ne font pas de politique pour stabiliser le déficit budgétaire, mais ce dernier se stabilise quand même.

Le contenu de la croissance américaine change. La croissance qui était intensive en capital fixe et en technologie, devient de plus en plus intensive non plus seulement en capital fixe, mais en capital humain.

Récession et reprise en Europe des 15 (1992-1995)

La maîtrise de l'inflation a deux raisons : politique monétaire restrictive + baisse de la demande donc les entreprises à baisser le prix de leur marchandise.

Si on enlève l'Angleterre de la Suède, on aurait vu l'ampleur de la crise pour les autres pays (donc la croissance du PIB est bidon).

Politique budgétaire expansionniste. Ces déficits s'expliquent part de très hauts taux d'intérêt.

Usa + Europe + Japon : au delà des différences, politiques budgétaires contra cycliques et donc des politiques économiques doublée de politique monétaire accommodante.

C'est à partir de 80 que la divergence, l'écart entre les USA et l'Europe occidentale commence à se creuser.

Après le choc des taux d'intérêts, la mesure fondatrice de 1979 où les taux d'intérêt nominaux ont dépassé le taux d'inflation.

2 séries de réponses distinctes :

Le cas des Etats Unis !!

Les USA dans les années 80 pratiquent une politique économique qui est fondée sur 2 séries de composantes (novembre 80 investi en 81 par Reagan) : une politique budgétaire qui devient expansionniste et une politique monétaire restrictive. (Taux monétaire à court terme qui augmente).

	1992	1993	1994	1995
Taux d'intérêt réel (à CT)	6,5	4,5	3,5	4,0
Inflation	4,7	4,1	3,2	3,0
Croissance du PIB	0,9	-0,5	2,9	2,5
Solde budgétaire	-5,2	-6,5	-5,7	-5,2

La
Reaganomics,
la politique
monétaire
restrictive
était
favorable aux

créanciers, mais le paradoxe (qui n'en n'est pas un), les investissements après avoir été freinés dans un premier temps, repartent !!!

Les USA se sortent de la récession dès 1982 en dépit d'une politique monétaire restrictive.

Pourquoi en dépit d'une politique monétaire restrictive, durcissement de la politique monétaire et de la règle monétaire les investissements finissent par repartir aux USA ?

1^{er} facteur : début de la déréglementation financier

Les entreprises ont pu bénéficier de nouvelles formes de crédits dispensés par des institutions financières non bancaires. On assiste, en effet, à l'émergence des institutions non bancaires qui proposent des produits financiers, due la quasi monnaie.

2nd facteur : Politique budgétaire expansionniste volontaire

Conseillée par les monétaristes mais aussi par les économistes de l'offre mais pourtant...

Une des raisons fondamentales, les dépenses militaires augmentent de façon massive (cf. guerre des étoiles avec pour objectif d'asphyxier l'URSS).

Le secteur militaire ayant des forts effets sur le secteur civil (beaucoup d'entreprises sont les sous traitants de l'industrie militaire).

Policy Mix jusqu'en 1987

Autre moment clé, la fin des années 80 (88) il y'a une nouvelle crise qui se déclenche aux USA.

Crise bancaire, les caisses d'épargne américaine avait fait des avances au profit d'une partie du public afin que celui-ci puisse accéder à l'immobilier. Or une grande partie des emprunteurs été insolvable... même mécanismes qu'en ce moment. => Crise de solvabilité

A la fin des années 80, la de nouveau la politique monétaire devient restrictive (gouvernement Bush) il prend une mesure de conserver la caisse d'épargne.

Augmentation des taux à CT pour dissuader et une grande partie des caisses d'épargne ont disparue.

La doctrine qui prévaut aux USA est une forme d'orthodoxie monétaire doublée d'un laxisme budgétaire.

Politique militaro-keynésienne

Arrivée de Clinton en 92, les années 90 entérinent le triomphe d'une doctrine budgétaire qui devient beaucoup plus restrictive, moins laxiste avec un relâchement relatif de la politique monétaire.

L'orthodoxie change de lieu, c'est le budget (trésor aux USA) qui en est incarné et c'est la banque centrale qui va relâcher (situation inverse ici).

Autre raison de la crise : immobilière qui entraîne une crise financière dans l'ensemble du monde (exemple : japon) qui se répercute dans le domaine réel.

Les USA sont sortis de cette crise en 91-92 en baissant les taux à court terme avec le début d'une politique monétaire moins restrictive.

Alors qu'en Europe occidental ce fut l'inverse (obsession de l'inflation) avec une politique monétaire assez restrictive.

Pourquoi la situation budgétaire des USA change fondamentalement et pourquoi le solde budgétaire américain qui était complètement déficitaire sous Reagan donc pourquoi en 1999 à la fin du mandat de Clinton alors que les anticipations américaine étaient pessimistes ?

L'équilibre budgétaire est restauré, même excédentaire : le budget américain est excédentaire avec 124 milliards de dollar.

Solde budgétaire fédéral US

1994	1995	1996	1997	1998	1999
- 283	-164	-107	-22	69	124

Pourquoi un tel retournement ?

Les facteurs conjoncturels

C'est la situation financière dans les années 80, le gouvernement américain à bénéficier d'une euphorie financière.

Sur les marchés boursiers, financiers internationaux avec la vague de déréglementation, libéralisation financière, ouverture des comptes de capital.

Jusqu'en 96-97

A cette époque début des crises financières surtout asiatiques en 97, crise mexicaine 95 mais sans incidence, la crise russe 98, crise argentine fin 2001.

L'effet de l'amélioration est perçu dans les deux dernières années.

Une partie des ménages américain (probablement les plus fortunés) qui avait des avoirs importants ont profité et réaliser des plus-values financières extrêmement importantes.

Fonds de pension américains

Les rentrés fiscaux ont massivement augmenté à la faveur de cette situation, contrepartie par des impôts sur les plus-values...

Evolution des taux d'intérêts nominaux aux USA (variation annuelle en %)

	Bons du Trésor (CT)	Obligation d'Etat (LT)	Taux apparents sur la dette
1981-90	8,4	10,3	8,1
1991-99	4,6	6,5	6,5

La baisse des taux apparents sur la dette, les intérêts payés aux titres de la dette publique augmentent moins vite.

L'impulsion vient de la baisse des taux d'intérêt à court terme qui se répercute sur les taux d'intérêt à long terme

Il s'agit ici de variables monétaires et nominales

Les facteurs structurels

Autre explication qui concerne les dépenses d'ordre structurel avec une réorientation des dépenses de l'état sous l'administration Clinton. Il y a un effort volontaire des contrôles des dépenses publiques.

Le Trésor met en œuvre l'orthodoxie budgétaire avec la mise en œuvre d'une politique budgétaire restrictive qui se traduit par un contrôle plus strict des dépenses. On peut appréhender ce contrôle à deux niveaux :

1] Les dépenses des administrations publiques et parapubliques sont maîtrisées. On assiste à une réduction de 300 000 le nombre de personnes qui travaillent pour ces administrations

2] Les dépenses militaires s'élèvent à 320 milliards de dollars en 1991 avant l'arrivée de Clinton. Elles passent à 266 milliards en 1996. Puis, en 1997 la part des dépenses militaires dans le PIB est de 3,3% (chiffre le plus faible depuis 1948). Cela traduit la fin de la Guerre Froid ainsi que l'effondrement du bloc soviétique

Avec l'attentat du 11 Septembre, et l'arrivée de Bush au pouvoir, on la situation budgétaire se dégrade. Cela engendre deux conséquences :

1] Une crise financière avec la crise des valeurs technologiques (bulle internet 2000-2002) donc avec une diminution des recettes fiscales

2] Les dépenses militaires repartent à la hausse

La situation actuelle des USA (crise 2007)

Les établissements américains et anglais ont fait des crédits massifs aux particuliers et d'autres institutions financières pour l'accès à l'immobilier.

A partir de 2004-2005 ils s'endettent pour accéder à l'immobilier qui nourri des investissements productifs pour les entreprises et immobilier pour les particuliers.

Mais on s'est rendu compte qu'une grande partie des emprunteurs ne sont pas solvables.

De ce fait, les banques prêtent de moins en moins, donc les investissements productifs diminuent.

Conséquences : la combinaison de ces tendances macroéconomiques (crise bancaire, crise immobilière, crise financière et récession (chute de la production et de la croissance) 2007-2008

1992-1999

La croissance repart why why why ? C'est essentiellement un changement de régime de croissance et d'accumulation qui change de nature aux USA.

Avec l'arrivée de Clinton au pouvoir entre 1992 et 2000, on assiste à l'émergence de la doctrine des théoriciens de la croissance endogène. On a à la fois une maîtrise des dépenses ; mais simultanément on réorganise la répartition des dépenses. Ainsi, il y a une répartition différente du budget annuel au profit de l'éducation, des infrastructures publiques, des investissements (connaissances...) et en technologie de pointe. Dès lors, la croissance est de plus en plus intensive, non seulement en progrès technique mais surtout en savoir, donc en capital immatériel (=> économie de la connaissance).

Conclusion

Rappel sur la situation de l'Europe

Blablabla cf. chapitre suivant

Triomphe d'une politique monétariste, politique pro cycliques, obsession de l'inflation

Politique monétaire unique définie par la BCE qui implique des politiques budgétaires unilatérales, asymétriques.

Certains pays font ce qu'ils veulent, la France dépasse le PSC qui imposait un déficit budgétaire sur PIB qui devait avoisiner 3% dette publique sur PIB 60%

France : 70-75%

Chapitre 3 : la politique monétaire : Enjeux théoriques et évolution récente

Monnaie, finance, crédit et politique monétaire sont liés.

Toute conception de la politique monétaire est inséparablement à la nature de la monnaie et à sa place dans l'économie = fil conducteur de cette partie

Dans l'histoire de la pensée économique : 2 perceptions quant à la nature, chacune de ces conceptions détermine une forme particulière de politique monétaire.

a) Primo

On considère que la monnaie est extérieure, l'offre de monnaie est exogène et est entièrement dictée par le comportement discrétionnaire de la banque centrale (conception classique, Smith, Ricardo = théorie quantitative de la monnaie, théorie néo-quantitative de la monnaie ou le monétarisme I. Fisher, représentant Friedman)

En vertu de cette conception (où l'offre de monnaie est exogène et où il y a dichotomie entre sphère réelle et monétaire) la monnaie n'influence pas la sphère réelle. Elle ne peut qu'influencer le niveau général des prix. Toute augmentation de la masse monétaire entraîne automatiquement de l'inflation. Cette dernière est donc d'origine purement monétaire.

Dans cette optique, l'inflation est un phénomène purement monétaire. Friedman reste fidèle à ces grandes lignes mais ajoute que la demande de monnaie est stable à court terme et dépend (fonction) d'une série de variable parmi lesquelles la richesse des agents (notion de revenu permanent), leurs préférences et.

Ce qui implique une conception particulière de la politique monétaire, si l'offre de monnaie est exogène et si l'offre monétaire augmente plus rapidement que l'augmentation de la production, alors il y a de l'inflation. pose qu'il y ait une circulation plus forte des signes monétaires qu'en contrepartie d'une production

Le principal canal d'intervention de la banque centrale devient l'action sur l'offre de monnaie, donc une action sur la base monétaire.

C'est cette doctrine qui a triomphé au milieu des années 70 en occident, aux USA d'abord en Europe occidentale ensuite. => Privilégiée depuis 79

b) Secundo

En opposition à cette conception de la monnaie, la conception hétérodoxe, celle de Keynes expose que l'offre de monnaie est endogène, elle est la contre partie du crédit qui est indispensable à la production

Cette demande de crédit implique une offre de monnaie. C'est elle qui suscite l'offre de monnaie.

Cette offre de monnaie n'a nullement besoin de la préexistence d'une épargne préalable

La politique monétaire découle de cette perception de la monnaie, son enjeu est de maîtriser, de contrôler, de réguler, la demande de crédits des agents économiques. La politique monétaire ne peut plus se contenter de contrôler la base monétaire (ce que la banque centrale émet). La politique monétaire a pour objet de contrôler la demande et l'offre de crédit, il s'agit de réguler la demande de crédit des agents économiques. La politique monétaire change ici d'enjeu.

Lorsque le crédit bancaire commençait à augmenter de manière massive, la banque centrale procéda par un rationnement de l'offre de crédit.

Quand l'inflation dérapait, c'est le prix du crédit qui est contrôlé, c'est-à-dire le taux d'intérêt.

A partir des années 1980, on a un retournement puisque le monétarisme triomphe. La demande de monnaie est stable et est une fonction d'un certain nombre de variable dont la richesse des agents (le revenu permanent).

Normalement, selon Friedman, il suffit de faire en sorte que l'émission de monnaie soit indexée sur le volume de l'activité, sur le niveau de la production.

D'une période à l'autre, $\Delta M / \Delta \text{PIB}$ doit être égal à 1. Il se peut qu'à très court terme, la Banque Centrale ne parvienne pas à imposer, et donc à atteindre cette règle. La conséquence est l'inflation, mais ce n'est pas grave. Cela signifie que la masse monétaire a augmenté plus vite que la production ($\Delta M > \Delta \text{PIB}$), donc la demande de bien augmente, donc l'inflation

augmente. Si l'inflation augmente, la conséquence pour les périodes futures est que la valeur unitaire de la monnaie nationale va chuter. De ce fait, le pouvoir d'achat baisse, donc les ménages essaient de reconstituer la valeur d'équilibre de la monnaie (en épargnant) donc la demande de bien va baisser. Si l'épargne augmente, cela se fait au détriment de la consommation, et si la demande de bien baisse, les prix vont baisser jusqu'à rejoindre le prix initial x qui sont en fait un prix d'équilibre \Rightarrow Ce prix est la valeur d'équilibre de la monnaie. Derrière toute cette démonstration,, il réside une croyance dans la flexibilité des prix.

Critiques :

Les prix ne sont pas toujours aussi flexibles qu'on le pense ; Que se passe-t-il s'il y a une rigidité des prix ? (sur le marché du travail).

Dans la mesure où cette théorie pense que les variations de la masse monétaire n'agissent que sur la variation des prix, elle fait l'intervention sur la masse monétaire le canal d'action principal. En 1979, les autorités américaines augmentent le taux d'intérêt et l'inflation recule. Pendant cette année, le rapport de force entre les créanciers et les débiteurs change. Les créanciers proclament leur ras le bol, leur révolte. Sauf que les choses ne se sont pas passées si simplement, on n'avait pas envisagé les effets collatéraux de cette politique.

L'économie réelle s'est très rapidement éloigné de l'équilibre dont parle Friedman La hausse du taux d'intérêt aux USA fut telle que les investissements ont baissé, la production a baissé donc il y a eu récession, laissant place à un chômage de masse. Dès lors, la monnaie n'est pas neutre, puisque l'action sur la monnaie a eu cet effet sur l'économie réelle.

De plus, contrairement à ce qu'on pourrait le croire, il n'y a pas eu de retour à l'équilibre. On a un chômage de masse qui reste durable en Europe occidentale (à la différence des USA où on approche régulièrement du plein emploi).

Par ailleurs, cette politique, même dans le domaine monétaire et financier, a fini par échouer. On a assisté de manière récurrente de tension inflationniste. Pourquoi ? Si on a eu un retour de l'inflation de manière récurrente aux USA, cela s'explique par la libéralisation financière, la déréglementation des marchés financiers, ce qui a donné lieu à de nouvelles institutions de crédit (et donc de monnaie privée). On s'est rapidement rendu compte que la banque centrale ne contrôlait plus l'émission monétaire. On ne savait plus ce qu'était la monnaie dans une économie libéralisée, déréglementée.

Les effets négatifs de cette politique monétaire restrictive, en particulier en Europe, se sont traduits par des pertes en matière de production et d'emploi donnant lieu à l'écllosion d'un chômage de masse. A cela s'est ajoutée la crise de la dette des pays du Tiers Monde. On avait augmenté le taux d'intérêt, donc le coût de l'emprunt et de l'endettement a augmenté. Pour résumer, il y a donc eu un choc de taux d'intérêt.

Comment on a essayé de tendre vers une nouvelle doctrine ? A la fin des années 1980, c'est le triomphe du monétarisme contre le keynésianisme, mais le monétarisme est à son tour remis en question du fait des effets récessifs de ces politiques (mis à part les USA).

C'est là qu'apparaît une nouvelle doctrine à partir des années 1990. \Rightarrow Goodhart !!!

Goodhart prend acte de l'échec du monétarisme. Il constate que la situation est la suivante : chaque fois qu'on désigne une variable objective en termes d'accroissement de la masse monétaire pour contrôler le niveau de l'inflation, les agents économiques essaient de contourner cela, et définissent de facto (de manière informelle) une autre variable. Durant les années 1980, chaque fois que la banque centrale exposait le niveau de masse monétaire pour contrôler l'inflation, les institutions bancaires et non bancaires ont émis de nouveaux produits financiers qui étaient de la quasi-monnaie. (Exemple : OPCVM) Ces produits qui étaient avancés, mais dont les prometteurs vous assuraient qu'ils pourraient les reconvertir en liquidité, ont empêché la banque centrale d'exercer son contrôle. La Banque Centrale n'arrive plus à dire ce qui est monnaie ou ce qui fait monnaie. Il y a une confusion de plus en plus grande entre monnaie et finance. Le problème est que les deux, à des degrés divers, sont de plus en plus convertibles, sont en fait liquides. C'est cette capacité des institutions non bancaires de rendre leur actif financier liquide.

Il ne faut pas oublier qu'en fait, ce sont des objectifs mêmes de la politique économique qui changent du tout au tout. Dans les Trente Glorieuses, les politiques d'inspiration keynésiennes avaient pour but l'expansion économique, l'atteinte de la croissance, du plein emploi. C'était les politiques économiques qui visaient à agir sur la demande globale. A partir de 199-80, on change de régime. C'est le régime des idées qui changent : Hypothèses monétaristes qui triomphent. L'inflation est un phénomène monétaire, et l'objectif des politiques économiques dans ce cadre là est la maîtrise de l'inflation. On recherche la stabilité monétaire, nominale (=> taux d'inflation, et taux de change doivent tendre vers des valeurs d'équilibre). Encore aujourd'hui, la banque centrale continue à refuser de baisser son taux d'intérêt. Les années 1980 entérinent le triomphe idéal du keynésianisme. Mais c'est aussi une période où ces politiques monétaires révèlent leur échec. En effet, le contexte institutionnel (la dérèglementation des marchés financiers), macroéconomique, politique, social, fait obstacle à ces politiques et en montre les limites.

La libéralisation des marchés vient s'opposer, limiter, l'efficacité des politiques monétaires d'inspiration monétariste. On assiste en effet à une contradiction avec d'un côté des banques centrales qui poursuivent désormais (contrairement aux 30 Glorieuses) une politique monétaire restrictive [dans le but de contrôler la demande de crédit des entreprises, et ce faisant l'offre de crédit et l'offre de monnaie des banques commerciales] ; d'un autre côté et corrélativement, on assiste à l'essor des marchés financiers qui viennent se substituer aux banques pour financer les entreprises. D'une part, on assiste au déploiement d'une politique monétaire restrictive et d'un autre côté les marchés financiers se développent (libre accès à tout le monde). Or sur ce marché, des institutions financières non bancaires (IFNB) se développent. Les Banques voient leur offre de crédit baisser parce que le taux d'intérêt à court terme a baissé, donc la demande de crédit des entreprises baisse. Mais d'un autre côté ce sont les institutions financières non bancaires qui viennent les remplacer, et offrent ainsi du crédit aux entreprises. Il y a de nouveaux produits financiers dans les années 1980. Ce sont des produits financiers et non pas monétaires, qui sont à long terme et non pas à court terme, et ils sont de fait de la quasi-monnaie (de plus en plus liquide). La question qui surgit est : Dès lors que coexistent deux structures (le marché monétaire à court terme et les marchés financiers) en quoi sont-elles différentes ? Il y a un brouillage entre monnaie et finance. Cela obère en grande partie la réussite de la politique monétaire.

Goodhart dit que dès lors que la banque centrale impose une quantité de monnaie à ne pas dépasser, les agents économiques qui comprennent la faiblesse, contournent la restriction.

Que peut faire la banque centrale pour contrôler cette situation ?

III

Dans le nouveau contexte dominé par la dérèglementation des marchés financiers et l'apparition de nouvelles formes de liquidité, entraîne une confusion entre monnaie et finance. Comment faire pour restaurer l'efficacité de la politique monétaire, mais aussi sa crédibilité ?

Comment dans un monde libéralisé dérèglementé, où monnaie et finance ne cessent de se confondre ?

La doctrine qui prévaut a été définie par deux types en 1997 dans un article : Bernanke et Mishkin.

La première chose, c'est qu'on ne peut plus comme avant définir une cible précise d'inflation. On ne peut plus dire « déterminons une cible unique d'émission monétaire ». Il faut faire preuve de flexibilité. L'idée est la suivante : il faut définir des cibles flexibles d'inflation. Cela signifie qu'au grès de l'évolution de l'activité. Cette cible d'inflation flexible doit éviter deux écueils. Il ne faut pas que l'objectif d'inflation soit trop faible et trop bas. Parce que dans ce cas, cela impliquerait :

1] De contenir, voire de réduire le niveau des salaires nominaux, et de fait le niveau des salaires réels. Les entreprises seraient à bloquer les salaires et parfois même à les baisser. (pour conserver les marges sans augmenter les prix). Parfois les entreprises peuvent même être obligées à licencier des salariés pour conserver la marge.

2] un brouillage des anticipations inflationnistes. L'offre de monnaie va commencer à s'emballer, donc la monnaie émise va augmenter et on aura de l'inflation.

Si le niveau de l'inflation est trop élevé comme cible, la valeur unitaire de la monnaie va baisser. Il faut donc s'imposer une plage.

Outre l'inflation, le deuxième objectif est de prendre acte de la libéralisation financière, du rôle central de la finance. Dès lors que la monnaie et la finance sont liées, l'environnement est dominé par les liens entre crédits et prix des actifs financiers. Il faut donc prendre acte de l'évolution des prix des actifs financiers. L'idée c'est qu'aujourd'hui la situation à changer. Les banques elles-mêmes sont devenues des institutions financières ! Elles étaient autrefois des intermédiaires monétaires (intermédiation monétaire). Les banques sont désormais aussi sur le marché financier. Ainsi, le constat est le suivant : ces banques font des crédits qui permettent l'achat des actifs financiers ou immobiliers ! Les ménages accèdent pas seulement à des actifs immobiliers mais aussi financiers. Depuis 10 ans, les banques prêtent de l'argent aux ménages. Par ailleurs les ménages forment une épargne et font des placements financiers. Grâce à ces placements, ils font des plus values financières. Ces dernières servent de garantie pour s'endetter à nouveau. Au début des années 2000, on soit utiliser leur propre épargne, soit ils se sont endettés pour procéder à des placements financiers. Quand les prix des actifs financiers augmentent, les ménages font de la plus value, et donc ils bénéficient d'un effet de richesse.

Coté entreprises, elles bénéficient aussi de cette situation, puisque les prix de leurs actifs ne cessent d'être revalorisés par cette évolution haussière sur le marché financiers. Les entreprises investissent, font des plus values, peuvent donc s'endetter etc.

Il y a donc des liens intimes entre l'évolution du crédit et d'autre part l'évolution des prix et des actifs financiers, dans des phases euphoriques, l'un entretient l'autre. Le problème est que dans une telle dynamique qui montre que les banques ont un rôle central, que monnaie et finance se mêlent : qu'est-ce qu'il faut maîtriser ? Et comment maîtriser les choses ? Le constat est que la banque centrale ne peut plus se contenter de ses nouveaux objectifs.

Les cibles ne doivent pas être le taux d'intérêt et le taux d'inflation, mais aussi de fixer un ratio taux de croissance du crédit / PIB , de contrôler un taux d'endettement, contrôler l'évolution des prix des actifs financiers. Le problème est que la maîtrise des prix d'actifs financiers est extrêmement compliquée : ça dépend de la valeur fondamentale de l'entreprise (mais comment la banque centrale peut-elle contrôler les anticipations quant à la valeur fondamentale des entreprises ??? elle peut paas ! Mwahaha, trop une looseuse cette Banque Centrale !). Cette euphorie peut s'inverser, Ce que la banque centrale n'arrive pas à voir, c'est anticiper le retournement du marché financier

Section 2 : (c'était quoi la section 1 ?)

Evolution de la politique monétaire de 1980 à aujourd'hui

Dans les années 1980, triomphe en France une nouvelle doctrine. C'est la doctrine de la désinflation compétitive !!!! (Mode Trichet Activééééé, on va creveeeer ☹). C'est une doctrine élaborée par Trichet (hé bah tien, quelle surprise ! on s'y attendait pas...). En 1983, la France est éprise d'une crise terrible à la fois dans la sphère réelle parce que le chômage devient un chômage de masse + accumulation du déficit public (et de la dette publique en France) + inflationooooon (c'est la grosse fête dans la sphère monétaire). En 1983, la France subit une crise économique que la contrainte extérieure amplifie (déficit de la balance commerciale qui ne cesse de se creuser).

Trichet dit qu'il faut cesser le recours à la désinflation compétitivité pour soutenir la compétitivité de la nation. Il faut cesser de dévaluer de manière récurrente sa propre monnaie pour favoriser les exportations parce que la compétitivité n'est pas un prix, mais c'est une compétitivité hors prix (heureusement qu'il est là hein... on aurait jamais deviné tout seul ☺). Ce qu'il faut avoir, c'est une stratégie qui prend l'exact contrepied de ce qui a été fait jusqu'ici. Il ne faut pas promouvoir un franc faible, mais un franc fort, un franc arimé, ancré au Deutsch Mark!!! Il faut contribuer au renforcement de la valeur nationale.

Le franc fort a au moins 2 vertus :

1] La Franc fort arrimé au Mark (cela veut dire dans le cadre d'un taux de change fixe à l'égard du DM) amène l'avantage d'une désinflation importante. Dès lors qu'on cesse de dévaluer le Franc par rapport au DM, on profite d'une désinflation importée (parce qu'un franc dont la valeur s'apprécie, cela signifie que toute chose égale par ailleurs, le coût des importations en provenance de l'Allemagne augmentera moins vite).

2] Le Franc fort stabilise les anticipations quant à la valeur future de la monnaie nationale. Les anticipations pessimistes deviennent optimistes. Il n'y aura pas de chantage, de primes de risque attaché à la détention d'actifs en Franc français. De ce fait, les taux d'intérêts vont tendanciellement baisser.

1^{er} pilier

La maîtrise des dépenses salariales permet de maîtriser l'inflation et ainsi de favoriser l'augmentation du profit des entreprises. Avec cette augmentation de profit, on aura une augmentation des investissements productifs.

2^e pilier

La maîtrise des dépenses budgétaires => l'idée c'est que cette maîtrise doit permettre d'interrompre les effets d'éviction. Il faut rechercher l'enchaînement suivant : Contrôle des dépenses publiques (moins d'effet d'éviction puisque le besoin de financement de l'Etat ne va pas croître en permanence, de ce fait la demande de financement de l'Etat vont être contrôlée, donc l'émission de titres publics sera contrôlée !!) pour éviter l'éviction des dépenses privées par la hausse des dépenses publiques.

La demande n'est plus tirée par la demande interne, puisqu'elle est tirée par la demande EXTERNE !!! On a voulu diminuer la contrainte extérieure (qui se traduisait par la détérioration de la balance commerciale) mais pour finir une grande partie de l'économie française devient tributaire de la conjoncture qui domine à l'international. L'autre point est que cette nouvelle doctrine. On n'a plus l'autonomie de la Banque Centrale dans cette histoire !! Elle n'est pas autonome de ses choix et des effets de ses choix, parce que parallèlement il y a eu la dérèglementation et la libéralisation des marchés financiers.

Désormais, la politique monétaire est définie, puis mise en œuvre, par l'institution monétaire, mais elle est placée sous le contrôle pas seulement de l'Etat-Nation et de l'opinion publique, mais aussi de l'opinion des marchés financiers !

Résumé : Désormais, la conduite de la politique monétaire est placée sous l'égide, sous le jugement, des créanciers !! (Mwahahaaaa, c'est diaboliquement diabolique !!). Ce sont les grands créanciers (fonds de pension) qui imposent leur opinion, leur jugement quant à la conduite de la politique monétaire. Les fonds de pension captent l'épargne des milliardaires des Etats-Uniens, for example ! Le rapport de force social, politique, a donc basculé au profit des créanciers !

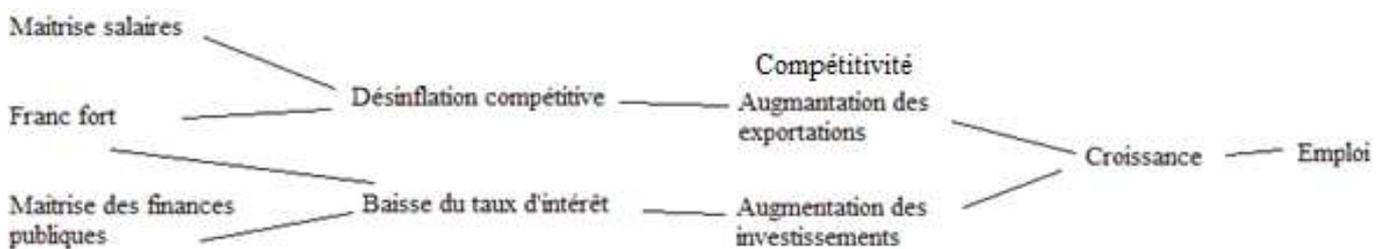
On cherche à dévaloriser la monnaie nationale pour favoriser les exportations. Pour ce faire, il y a 3 piliers :

~ **Maitrise des salaires** permet la baisse des coûts salariaux qui permet la maîtrise de la hausse des prix, donc de l'inflation, qui conduit à la désinflation compétitive.

~ **Le franc fort** résulte d'un arbitrage que feraient les marchés financiers qui ne sont plus administrés. Ils déterminent, en partie, la valeur de la monnaie. Cela signifie que la valeur de la monnaie nationale ne dépend plus des simples accords monétaires conférés par les accords de Bretton Woods, cela dépend également des acteurs des marchés financiers. Contrairement à la période précédente, la Banque Centrale n'est plus seule à déterminer la valeur de la monnaie. Dès lors que les marchés sont déréglementés, les marchés financiers deviennent le pivot des nouvelles structures du capitalisme financier. On a une nouvelle assise. À l'État et à la Banque Centrale viennent se juxtaposer de nouveaux acteurs pour déterminer la valeur de la monnaie. Les nouveaux groupes d'intérêt dominants sont les créanciers.

La solution = Franc fort. Plus le prix général est bas, plus l'encaisse réelle augmente (encaisse nominale / prix général = encaisse réelle) et inversement.

Si le franc devient fort, les agents n'ont pas la crainte que les actifs se dévalorisent avec des dévaluations futures !



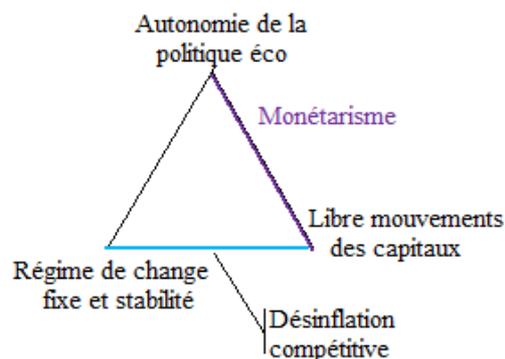
La baisse du taux d'intérêt rend crédible la politique monétaire aux yeux des marchés financiers qui surveillent.

Cette doctrine triomphe toujours aujourd'hui (hélas☹). Cette doctrine qui a conduit les politiques monétaires depuis 20 ans.

Contrairement à ce qu'escomptait Trichet, les investissements ne sont pas repartis à la hausse. Les entreprises peuvent soit se désendetter, soit investir. Mais les investissements peuvent être productifs ou financiers ! Les entreprises font en fait des investissements FINANCIERS !! → Trichet t'es super naz, ça a pas marché ton affaire ! Le chômage n'a pas cessé de croître en France, alors que c'était censé baisser !

Cette conception n'était pas entièrement monétariste. Les choses sont beaucoup plus compliquées.

Triangle d'incompatibilité de Mundell ! Il est impossible de tenir ensemble les trois pôles du triangle suivant



C'est un régime de change fixe entre les deux pays. Les primes de risques liées à la valeur française diminuent. Les autorités françaises de l'époque s'assignaient un franc indexé sur le DM. => Ca rassure les non résidents !!!

Il ne faut jamais oublié qu'il y a un lien intime entre la dérèglementation et la désinflation compétitive.

La banque centrale n'a plus le droit de financer la dette publique par la planche à billet. Autrement dit, on met un terme à la monétisation de la dette publique.

Il fallait donc trouver des sources non monétaires pour financer d'une part les dettes de l'Etat, et d'autre part pour financer les investissements des entreprises. Il fallait que les entreprises aient moins recours à l'endettement au près des banques pour que l'émission monétaire soit moindre et ainsi combattre l'inflation. De ce fait, la désinflation compétitive implique la dérèglementation financière. Il fallait que tous les résidents puissent accéder à la finance directe, pour que tous les résidents (Etat, entreprises) puissent se financer de manière non monétaire sur ces marchés financiers.

L'idée était de rompre le lien entre banque centrale et Etat ! Il fallait donc subsister à l'émission monétaire de nouvelle source de financement de la dette. Il s'agissait donc de conduire l'Etat à emprunter auprès du public et non plus de la banque centrale. L'Etat peut émettre des titres : il peut à la fois émettre des obligations, mais aussi des bons du trésor (des titres de créance). Au lieu que ce soit la Banque Centrale qui prête à l'Etat, c'est le public qui réoriente une partie de sa liquidité vers l'Etat. Il n'y a donc plus une nouvelle création monétaire. On est passé à une régulation par la titrisation de la dette publique. Cela signifie que l'Etat finance ses dettes par l'émission de titre. Une politique publique financer par titrisation de la dette engendre un effet d'éviction selon Friedman. Puisque l'Etat capte entre ses mains des sources de liquidité qui auraient pu se diriger vers les investissements publics. La désinflation compétitive est donc incompatible avec les préceptes monétaristes.

Par ailleurs, les entreprises les plus cotées en bourse ont du se trouver vers des institutions financières non bancaires pour trouver des sources de financement directement auprès des marchés boursiers. En somme, il s'agissait d'inciter les entreprises à émettre des titres de propriétés et en échange, capté une fraction de la liquidité du public. Dans ce cas, les entreprises n'empruntent pas à la différence de l'Etat, lequel emprunte auprès du public lorsqu'il émet des titres. L'entreprise se dessaisie d'une partie de ses titres de propriété et, elle capte la contrepartie monétaire des droits de propriété qu'elle vient de céder.

La désinflation compétitive a engendré la dérèglementation des marchés financiers.

Dès lors qu'on donne naissance à l'épargne financière, le marché financiers et ses opérateurs ont un droit de regard sur la situation macroéconomique, sur la politique économique qui est arrêtée, et sur les objectifs de cette politique etc.

La stratégie de la désinflation compétitive sont soumise d'une part à l'action des autorités monétaire (banque centrale, trésor public, budget) et d'autres part à l'opinion des marchés financiers. C'est la souveraineté des Etat-Nationale en Europe occidentale qui a été remise en question.

Il y a un nouveau bloc hégémonique qui se forme au milieu des années 1980 et qui rallie le capital financier.

Il y a un nouveau rapport de force qui entérine le rapport créancier au détriment des salariés, d'une part, et du capital industriel, d'autre part.

Mais les institutions ne sont-elles pas aussi prisonnière de ce nouveau rapport de force ?

Qui dit modération salariale dit forcément perte ! La désindexation fut double : Désindexation par rapport au prix nominaux (même si les prix augmentent beaucoup moins vite, les salaires réels sont stables voire reculent.

Le nouveau compromis politique et social qui sous-tend cette stratégie est un compromis interne.

Les crises monétaires de 1992 et 1993 : Quelles sont les limites, les insuffisances, presque logique, de la désinflation compétitive lorsqu'on la met au prisme de la réalité ? Pourquoi ça marche pas ? Pourquoi en dépit d'un passage au change fixe entre les deux nations, et une modération salariale on n'a pas eu une augmentation durable des investissements productifs et se faisant de la croissance ?

Exception : en 1987-88, la situation s'améliore ! (yeaaaaah, enfin *__*).

Ca vient se briser sur une crise en 1992-1993, et on a une jolie petite récession très sympathique. Les investissements productifs sont en fait des exceptions ! Jospiiiiiiiii représenteeeeeente !!!!! Entre 1997 et 2000, la situation macroéconomique s'améliore.

En 1986-87, le rapport profit sur capital est restauré ! Pourquoi les profits ne sont pas devenus des jolis investissements productifs croissants ? HEIN ? HEEEEIN ? POURQUOIIII ?

1] Les entreprises ont préféré, parce qu'il y avait la finance, assainir leur situation financière plutôt que de se tourner vers des investissements productifs. Qui dit actionnaire, dit de nouveaux intérêts qui apparaissent ! Il faut donc leur verser des dividendes ! Au-delà des dividendes, la valeur actionnariale de l'entreprise doit être la plusse BAUHNE !

2] Grâce à ces profits, au lieu de créer des emplois, les entreprises ont préféré rembourser leur dette !

3] Une entreprise cotée en bourse et qui se doit d'avoir des cours d'actions qui suivent une pente croissante (pour inspirer la confiance des zinzins). Il faut donc que le cours des actions, le prix de ces actifs financiers épousent une pente ascendante et donc croissante. => C'est la nouvelle contrainte des marchés financiers sur les entreprises cotées. Les entreprises vont tout faire pour faire augmenter le cours de leur action. De ce fait, elles rachètent leurs propres actions ! Cela montre l'absurdité et le paradoxe : ce ne sont pas les marchés financiers qui rachètent les entreprises en fin de compte ! Donc non seulement les entreprises utilisent une partie de leur profits pour racheter leur action ; mais en plus, les entreprises empruntent auprès des banques et sur cette base rachètent leur propre action. Aux USA et en Angleterre on assiste donc à un retour à l'endettement bancaire.

Les crises monétaires => une spéculation contre le franc en 1992 ! C'est une spéculation à la baisse. Elle est liée directement selon les analystes, à la réunification allemande. L'Allemagne avait fait des efforts massifs en investissement à l'Est, pour que l'Est et l'Ouest ait le même niveau. Les allemands ont mené cette réunification => La réforme monétaire interne a été très forte en Allemagne. Avant de privatiser, les allemands ont procédé à la réforme monétaire. Ça rappelle ce qui s'est passé en Allemagne en 1948. Les allemands ont décidé de mettre en œuvre la réforme : Le Deutsch Mark devient monnaie de l'ensemble de l'Allemagne, et de ce fait on arrive à former un espace monétaire unique.

Le truc c'est qu'il y avait un taux de change de conversion entre le Mark Est et le Mark Ouest ! C'est pas trop d'être la balle ??! Le mark était complètement, ça aurait été un DM = 10 DM est. L'idée était de soutenir le pouvoir d'achat des habitants de l'Allemagne de l'est.

Institution d'une confiance dans le DM. Ce taux de change fut appliqué que dans les flux : Salaires, loyers, et dépenses pour l'achat de biens de consommation courants.

En revanche, pour les stocks du capital, la réforme fut différente : LE taux de change était un DM = 10 Mark.

Ici il s'agissait de dévaluer les stocks au prisme du DM, les allemands de l'ouest pouvaient racheter les entreprises de l'Est à partir de ces taux de conversion, facilité le rachat la privatisation, le renouvellement du stock de capital fixe de l'Est.

Permet d'opérer les investissements massifs ... renouvellement des équipements. Le résultat de ces deux réformes :

L'es Allemagne de l'ouest s'assurait des débouchés stables et croissants (80 M d'habitant) Investissement massifs productivités boom. Etc. Dynamique de croissance globale en Allemagne.

Les américains, quant à eux, poursuivent une politique économique fondé sur un Policy mix : Politique monétaire expansionniste, laxiste, et politique budgétaire plutôt maîtrisée.

La récession en Europe occidentale résulte d'un enchaînement de deux ou trois facteurs :

1] Le retournement du cycle d'investissement. => Ralentissement des investissements, qui avait pourtant repris il fut un temps ! Mais cela n'explique pas tout

2] Conséquences des bulles spéculatives qui ont explosé, en particulier au Japon. Crise de l'immobilier !!!

3] Durcissement de la politique monétaire encore plus qu'elle ne le fut dans les années 1980 en Europe occidentale. Maîtrise de l'inflation => augmentation des taux d'intérêt => baisse des investissements !

L'Allemagne qui est face à une croissance sans précédent, et tous les autres pays subissent la récession.

Le premier choix eut été d'aller au bout de la réunification monétaire ! On aurait pu envisager dans un 1^{er} scénario que les autres pays fassent un effort dans le financement de la réunification allemande. Ou encore il fallait prendre acte de l'incapacité de la politique monétaire fédérale et dévaluer une partie des *politiques* ???

Les attaques spéculatives contre les monnaies exprimaient que sur le marché des changes les spéculateurs n'avaient plus confiance en ces monnaies parce que la croissance était faible. Alors que corrélativement l'Allemagne connaissait un dynamisme sans précédent.

En 1993, on augmente les taux d'intérêt au lieu de favoriser les investissements (en baissant les taux d'intérêt) donc on aggrave la situation.

La marche vers union économique et monétaire :

La première décision symbolique après la création d'une banque européenne fut de lancer le débat sur la monnaie unique. On a donc un espace monétaire supranational. Comment permettre la formation d'un espace unique, homogène de compte de règlement, et un espace commun d'évaluation de la valeur homogène. L'euro permet la mise en place d'un espace homogène parce que cette monnaie permet à tous les prix et toutes les dettes d'être évaluées avec une unité de compte homogène.

L'euro permet de mettre fin à des stratégies non coopérative, qui se traduisait par une dévaluation compétitive. La monnaie unique fait donc disparaître le taux de change entre les monnaies différenciées, ce qui ruine toutes possibilités de mener une politique non coopérative.

La politique économique a perdu son autonomie. Cela est dû, d'une part au fait qu'elles sont placées sous le contrôle de la finance. De plus, les Etat-Nations ne sont plus détenteurs du monopole de l'émission monétaire.

Les objectifs de la banque centrale européenne sont radicalement différents de ceux de la FED.

La Fed a deux objectifs : Le combat contre l'inflation (maîtrise des prix), et l'effort pour tendre vers le plein emploi.

La BCE a un objectif unique : une inflation de 2%. Quelles sont les instruments que la banque centrale se donne pour atteindre cet objectif ?

1] Le contrôle de l'émission monétaire ! On est dans un schéma quantitativiste inspiré des néoclassiques, des classiques et des monétaristes.

Il faut que $\Delta M = \Delta \text{PIB}$!!!!! Comme ça la production est égale à la monnaie en circulation et c'est chanmééééé !! No inflation baby !

Les taux d'intérêt, les taux directeurs : La banque centrale doit contrôler les taux d'intérêt directeur, ce sont des taux monétaires.

La banque centrale pense pouvoir contrôler les actifs financiers parce qu'en partie ce sont les banques, qui en faisant crédit aux acheteurs, qui favorisent l'accès aux titres sur les marchés financiers. Les banques font crédit aux ménages, ces derniers souscrivent et obtiennent des actions ! On a une phase d'euphorie financière !!! C'est trop lolilolant !

Les banques ont fait crédit aux ménages, ils ont fait crédit aux entreprises en achetant des actions. Cette ruée des ménages vers ces actions a produit un emballement des prix des actifs, donc les entreprises étaient contentes, et les banques aussi. Les ménages réalisent donc des plus-values financières. Ces dernières ont servi de gage à de nouveaux crédits pour acheter de nouvelles actions etc. La phase suivante a été après 2001 (éclatement de la bulle internet) a été le report des ménages vers l'immobilier. Cette fois-ci on a un effondrement de l'immobilier (on se rend compte que ceux qui ont prêté ne peuvent pas rembourser).

La banque centrale contrôle le prix des actifs à travers le prix des crédits.

Comment ces instruments peuvent-ils jouer leur rôle, et avoir une efficacité quelconque ?

Comment en agissant sur l'instrument taux d'intérêt, la banque centrale peut-elle atteindre ses objectifs ?

Il y a pleins de médiations qui peuvent venir contrebalancer cet effet attendu. Normalement le taux d'intérêt agit sur l'économie à travers les canaux de transmission de la politique monétaire. Il existe trois séries de canaux :

1] Le canal monétaire : C'est l'idée qu'en agissant sur le niveau du taux d'intérêt, la banque centrale peut maîtriser l'offre de monnaie, la demande de monnaie, et se faisant le niveau général des prix. Les fluctuations du taux d'intérêt vont ne effet définir la demande de monnaie et donc influencer sur l'économie réelle.

Exemple : Augmentation du taux d'intérêt => Cette hausse, à court terme, aura pour conséquence de produire un effet de richesses pour les déposants (pour les détenteurs d'un capital monétaire). L'augmentation du taux d'intérêt peut donc avoir des effets qui sont a priori pas tout à fait maîtrisable. Parce que la question qui surgit est la suivante : Quelle est la part des créanciers dans un tel système ?

Le canal du taux d'intérêt ne va pas se transmettre de la même manière à tous les pays, parce que les pays ont une structure, une stratification, sociale différenciée.

➔ Lorsque le taux d'intérêt augmente, l'effet est quasi-immédiat au profit de la classe des créanciers. Dans cette configuration, les revenus des déposants augmentent, autrement dit, le patrimoine, la richesse, des déposants augmentent. De ce fait, la consommation peut augmenter pendant un premier temps. (=> Friedman) Mais par la suite, il y a un arbitrage : Quand la richesse augmente, le revenu augmente, on peut augmenter sa consommation dans un premier temps, mais après c'est l'épargne qui va augmenter. Il y a une substitution d'actif au sein du portefeuille des agents. C'est-à-dire

La question est l'arbitrage que font les agents entre les différents types d'actifs qu'il vont détenir et qui vont leur rapporter. Ici la variable déterminante est le taux d'intérêt respectif de chacun des actifs (monétaires, financiers etc.). Ainsi les agents procèdent à une substitution d'actif de leur portefeuille monétaire.

L'effet revenu : Si les taux d'intérêt à court terme augmentent, les taux à long terme augmentent aussi tôt ou tard sur les marchés financiers ! Et ceux qui détiennent les titres financiers émis par l'Etat, avec des rendements préétablis vont voir leur revenu annuel, issu de l'emprunt émis par l'Etat, augmenter.

2] Le canal du change : Cela pose le lien entre le taux d'intérêt et le taux de change. On fait l'hypothèse que dans une économie où le taux d'intérêt augmente, le taux de change augmente de la même manière. Cela s'explique du fait que lorsque le taux d'intérêt (nominal) augmente, l'inflation est maîtrisée. La monnaie nationale s'apprécie, et donc le taux de change s'apprécie ! La conséquence est que ce n'est pas forcément favorable aux exportations nationales => Les prix des produits étrangers diminuent (donc les prix des produits étrangers sont plus concurrentiels dans l'espace national), les importations augmentent et les exportations diminuent ce qui amène une détérioration de la balance commerciale. Mais des pays dont la compétitivité est une compétitivité qualitative (qui ne repose plus sur les différentiels de prix entre nation (exemple : Allemagne)) ce raisonnement ne vaut plus. Le canal du change ne fonctionne que dans les pays qui privilégient la compétitivité prix.

3] Canal du crédit : Puisque la demande de crédit des ménages dépend du taux d'intérêt, il suffit de contrôler le taux d'intérêt. Le taux d'intérêt a un impact sur le coût du capital, et donc sur la demande de crédit, et par là sur les investissements productifs ! Plus le taux d'intérêt augmente, plus le coût du capital, le coût de l'achat, de la formation, des équipements nouveaux augmente. Au fond, le canal de transmission du taux d'intérêt jusqu'au niveau général des prix a pour médiation l'action sur le coût du capital. Peut-on bien anticiper ces enchaînements ? Des taux d'intérêt plus élevés que ce qu'il eût fallu appliquer ne va pas entraîner une baisse de l'investissement, de la production, et donc la récession ?

Il ne faut pas confondre monnaie et crédit. Quand on parle du canal du crédit, on pense à l'argument suivant : En quoi une hausse du taux d'intérêt (donc la hausse du coût du capital) remet en question l'endettement, la capacité d'endettement, et ce faisant la formation brut de capita fixe ? Comment cela peut-il remettre en question l'accès au crédit des agents économiques ? Ici le lien est entre la hausse du taux d'intérêt et l'accès au crédit ! Or, c'est l'accès au crédit bancaire qui dicte et qui commande la capacité d'investissements productifs des entreprises. Tout cela dépend d'une chose : De la structure du système financier.

Quelle est la source principale des entreprises ? Quelle est la nature du système de financement ? Quelle est la source principale de financement ? Si leur source de financement est le crédit bancaire, alors la hausse du taux d'intérêt entraîne un effet récessif quasi inévitable. => Quand le taux d'intérêt augmente, il y a une hausse du coût du capital, donc les investissements baissent. (Période 1945-1979)

Mais si les entreprises ont recours à d'autres modes de financement => Autofinancement, alors les entreprises seraient davantage autonomes à la politique monétaire mise en œuvre par la banque centrale au travers de la hausse du taux d'intérêt. (Période 1980-1990)

La 3^e possibilité est celle d'avoir recours au fonds propres. C'est la possibilité pour l'entreprise d'émettre des actions sur les marchés financiers. (Période 1980-1990)

Depuis les années 2000, on assiste à un retour en force (en Europe occidentale, en particulier en Grande Bretagne) à un retour à l'endettement bancaire. De ce fait, l'économie des marchés financiers voit son influence réduire au profit de l'économie d'endettement.

Les banques font massivement des crédits aux ménages. La banque fédérale a favorisé l'accès des ménages à l'immobilier pour relancer l'activité. La crise actuelle est la conséquence de la bulle immobilière qui a commencé en 2004.

On revient sur les 3 canaux -> Complétation plus haut

Remarques :

1] Depuis 1999, il y a une continuité dans les politiques monétaires mises en œuvre en Europe occidentale, en tout cas dans le cadre de l'UE. On assiste à la permanence d'une politique monétaire restrictive, qui se traduit par des taux d'intérêt élevés, avec un objectif unique : le combat contre l'inflation. Trichet ne se sépara jamais de cet objectif ☹

2] N'oublions pas que cet objectif, cette stratégie, presque restrictive de la BCE tranche avec la stratégie monétaire privilégiée aux USA. Il y a donc une asymétrie entre l'Europe occidentale (les pays membres de l'Union Economique et Monétaire).

3] Cela expose, et cela pousse, les pays de l'Union Economique et Monétaire, à des stratégies non coopératives. Autrement dit, dans la mesure où tout ces pays membres de l'union sont soumis à un objectif unique, et à des instruments, malgré la crise, la banque centrale continue à augmenter le taux d'intérêt. Depuis 1999, on est dans une situation qui se traduit par la permanence d'une politique monétaire unique et restrictive, et poussera le membre à chercher des stratégies non coopératives pour s'adapter à cette politique monétaire restrictive. Ces politiques correspondent à la recherche d'une concurrence fiscale (puisque'elle n'est pas commune). Exemple l'Allemagne augmente sa TVA => Elle concurrence les autres pays. + Retour de la désinflation compétitive !! L'Allemagne agit et fait concurrence aux autres pays en agissant sur le coût du travail, en essayant de réduire le coût de la main d'œuvre. C'est le Chancelier qui a fait en sorte que les salaires réels baissent, donc les coûts de production ont baissé, et l'Allemagne est devenue plus compétitive en matière de prix par rapport à ses concurrents.

Une production qui ne repars pas du fait d'une politique monétaire restrictive a des conséquences ☹ => Déficit budgétaire annuel => 2,7% du PIB => On est dans la merdeuuuux, hihi !

Les américains ne cessent de réduire le taux d'intérêt à court terme. Il relance par là l'activité et donc la demande, mais aussi la production, c'est-à-dire les investissements productifs. Mais il frôle la récession du fait de l'ampleur de la crise financière ☹

Les politiques économiques à l'épreuve de la mondialisation financière

I] Les prémisses de la crise financière des 30 dernières années (1982-2008)

=> L'accumulation du capital à l'échelle internationale

Quelles ont été les conditions qui ont conduits à la répétition des crises financières ? hein ?? alors c'est quoi ? Alors alors, hein dis dis c'est quoi ??

L'enjeu de ce chapitre est le suivant : Question de partiel => pourquoi pendant 30 ans, voire plus (37 ans), de 1945 et 1982, il n'y a pas de crise financière ? Et pourquoi à partir de 1982, on connaît des crises financières récurrentes, répétitives et ininterrompues ? La réponse est simple (ou pas !). A partir de la fin de la 2nd Guerre Mondiale, les économies occidentales, les pouvoirs publics, on privilégié un régime de croissance (le fordisme) inflationniste et monétaire, avec une croissance élevée qui permettait pratiquement d'atteindre le plein emploi. Ce régime a eu pour corolaire le contrôle de la finance (→ marché financier cloisonnés, administrés, contrôlé par l'Etat). En gros, la finance n'était pas libéralisée. Peu de résidents avaient accès à la finance. De ce fait, l'instabilité financière pouvait être contrôlée, puisque peu d'agents avaient accès aux marchés financiers. En France, hormis le Trésor Public (Etat), la Banque de France, quelques grandes entreprises, les autres agents n'avaient pas accès au marché financier. De ce fait par essence, il ne pouvait y avoir de spéculations véritables sur les marchés financiers. Mais sur les marchés de change non plu son ne pouvait pas spéculer, parce que le régime de change international reposait sur un régime de change fixe (ente 1944 et 1971 => fondé sur l'étalon dollar / or => Bretten Woods). Seul le dollar est convertible en or, à la différence des étalons or des années 1920-30. Donc on avait des parités fixes. A partir de 1971, la convertibilité du dollar en or et suspendu, et en 1973, c'est la fin des convertibilités des monnaies fortes en dollar. => Mais on n'a pas eu de crise de change véritable.

Il faut rechercher les raisons du changement de ce régime dans les années 1960 et 1970. A la fin des années 1960, plusieurs phénomènes se produisent, qui sont le préalable des crises financières qu'on commence à connaître. A partir de cette période, on assiste à la naissance de la suraccumulation d'un capital oisif. => Le capital financier ne trouve pas durant cette période d'occasion de valorisation. A partir de la fin des années 1960, une accumulation et ensuite une suraccumulation de capital oisif. Il s'agit d'une par des « euro dollar » => C'est une partie des profits qui sont réalisés notamment par des firmes américaines et qui se situent et sont placés or des Etats-Unis (en Europe, d'où le nom « Euro Dollar »). Le deuxième facteur qui nourrit ce processus d'accumulation du capital sont les rentes énergétiques dont bénéficient les pays du Golf Persique (les producteurs de matières premières et de pétrole) => Cela se traduit par des « pétro dollar ».

Par ailleurs, c'est l'apparition des Nouveaux Pays Industrialisés en Asie, et certain pays d'Amérique latine. Il se forme un capital dans ces pays, une sorte de surliquidité à l'échelle internationale. Evidemment l'apparition de la chine et de l'inde vient amplifier à l'échelle planétaire ce phénomène.

Le constat est le suivant : Ces trois sources d'accumulation du capital viennent se combiner et exigent, nécessitent, de nouveaux champs de valorisation, d'accumulation et de suraccumulation. De l'argent s'accumulent entre les mains des firmes multinational occidentale, entre les mains des monarchies pétrolières et de la chine et de l'inde !! Ces capitaux refusent d'être placés dans des systèmes bancaires avec des taux d'intérêt faible, donc une rémunération faible ☹

L'arrivée de la Chine et de l'Inde → Les réformes chinoises commencent avec la mort de Mao en 1976, et les réformes commencent ne 1978 et portent leur fruits dès les années 1980. Cela a des conséquences cruciales sur le reste du monde. La conséquence est la concurrence que livrent des pays, comme la chine et l'inde, sur le processus de production. L'essor de la Chine et de l'Inde produit une conséquence importante : Structurellement, le coût du travail devient rigide à la hausse. => On ne peut plus augmenter les salaires nominaux dans les pays occidentaux parce qu'on a la concurrence des travailleurs de ces pays. La conséquence de cela est que les prix n'augmentent plus. Cette période entérine le passage d'un régime de croissance monétaire inflationniste vers un régime déflationniste (tendance à la baisse de l'inflation, voire à la baisse des prix) financier ou financiarisé.

Il y a trois sources de liquidité qui se libèrent et se forme : Euro dollar, Pétro dollar, et les Nouveaux Pays Industrialisés.

Au seuil des années 1980, à l'échelle international, on a une masse de capital qui se forme et qui recherche de nouveaux champs d'investissement et de valorisation du capital. Si la

finance se libéralise, et se dérèglemente, ce n'est pas le fait du hasard !! (Haha, le destin est tracé, c'était écrit dans leur histoire à ces petits capitaux !). C'est le processus de changement institutionnel qui exprime les concessions qui ont été faites aux créanciers, c'est-à-dire aux nouveaux détenteurs de capitaux. => Fraction des créanciers internes aux pays occidentaux. Ils font pression, exigent et obtiennent la libéralisation, la déréglementation, des marchés financiers. La déréglementation des marchés financiers a donc été une réponse aux contraintes de ces groupes sociaux qui exigeaient de nouveaux champs de valorisation pour leur capitaux.

III) Les sources de fragilités financières immanentes à la déréglementation financières

La déréglementation se traduit par le recule du rôle de l'Etat, de l'emprise de l'Etat sur la régulation du marché financier. Autrement dit, la finance est désormais régulée non plus par l'Etat mais par les marchés. Cela se traduit par une libéralisation double.

Il y a d'abord **la libéralisation financière interne**. Il s'agit de l'ouverture des marchés financiers à tous les résidents. => L'Etat émet des bons du trésor, des titres de créances auprès du public, au lieu de solliciter la banque centrale (plus de financement monétaire de ses déficits budgétaires). Grâce à la libéralisation interne, l'Etat est contraint de procéder à la titrisation de sa dette publique sur les marchés financiers (sur les marchés obligataires). Ce faisant on évite une nouvelle création monétaire, donc l'inflation !

De plus le marché a été ouvert à toutes les entreprises, parce qu'il fallait les inciter à avoir moins recours au crédit bancaire. Il s'agissait donc de moins susciter la création monétaire des banques commerciales. Il s'agissait de subsister à l'endettement auprès des banques par le marché financier. => Emission d'action et émission d'obligations privées.

La libéralisation financière externe permet l'accès aux marchés financiers des non résidents (1990-1991). La conséquence est que cela a permis la « libre » circulation des capitaux à l'échelle internationale. Cette tendance est appelée « **Ouverture du compte de capital** ». Elle s'est très rapidement propagée dans les pays émergents (Thaïlande, Malaisie, Indonésie, Chine, l'Inde).

Cette déréglementation s'est traduite par l'abolition des contrôles sur les taux d'intérêt. Avec la libéralisation financière apparaissent de nouveaux intermédiaires non bancaires (Institution Financières Non Bancaires) Institution Les Financières Non Bancaires émettent de nouveaux produits financiers, qui sont liquides ou quasi-liquides. Elles émettent donc de la monnaie, ou de la quasi-monnaie, dont le contrôle échappe au contrôle monétaire puisqu'on se place sur le marché financier et non le marché monétaire. Elles vendent des produits financiers extrêmement liquides, et sur cette base, elles exigent des taux d'intérêt.

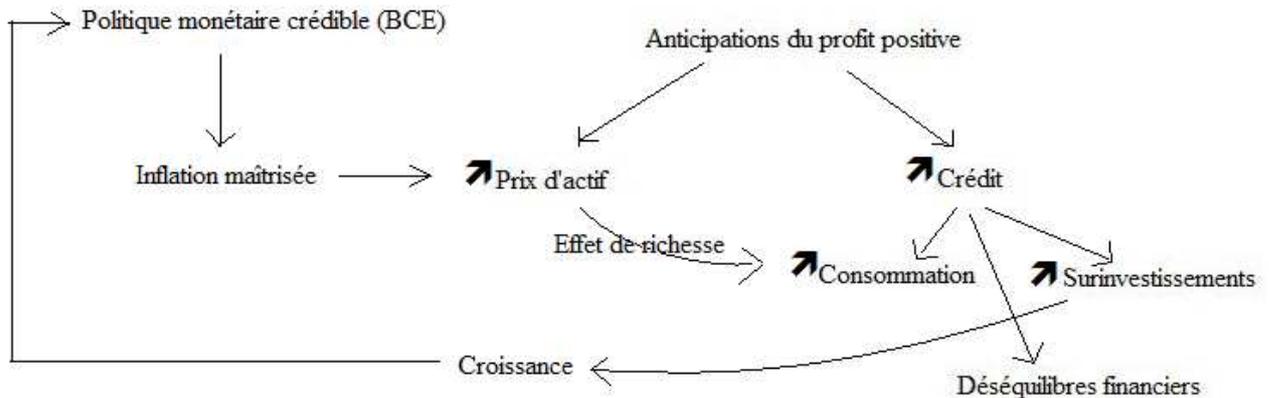
L'abandon de l'encadrement du crédit à faciliter l'accès au crédit. La conséquence est l'apparition d'une concurrence entre établissements bancaires !! Il y a donc un effet multiplicateur du crédit sur l'activité. La déréglementation a donc placé le crédit au cœur de capitalisme qu'il s'agisse du crédit bancaire ou du crédit non bancaire (crédit des établissements financiers, officiellement non bancaire). Il y a désormais un lien entre l'évolution du crédit bancaire et/ou financier et l'investissement, et par là le niveau de la production. La formation du capital productif, la production et la croissance sont extrêmement liés au crédit, et inversement.

Lien entre crédit et change : Dans la mesure où les établissements financiers font des crédits. Lorsqu'une banque prête de l'argent à un pays étranger, elle prête beaucoup d'intensité au taux de change !! Il suffit qu'il y ait un décrochage par rapport au dollar pour qu'il y ait une définance !

Le crédit aura un effet multiplicateur sur la production, le capital fixe etc. De plus, le crédit est sensible aux anticipations sur les profits futurs (EBE).

Le crédit est également sensible au change. Le crédit d'une banque française à une entreprise russe ou argentine dépend de la stabilité nationale de ces pays. Le crédit devient sensible aux anticipations sur le taux de change de ces pays. S'il y a un début d'attaque spéculative pour que le crédit offert cesse, et les investisseurs se retire => crise de change.

L'offre de crédit des banques dépend non seulement des anticipations du profit des entreprises, mais aussi des anticipations sur l'évolution futur du cours de ses actions (du prix de ces actifs financiers et de sa valeur boursière). Plus la valeur financière est estimée croissante, plus les anticipations sont optimistes, plus l'offre de crédit augmente !



III] Déroulement des crises financières depuis 1982

En 1982, une première étape commence dans les crises financières : C'est la crise Mexicaine. LE Mexique est incapable de rembourser sa dette extérieure, parce que 3 ans avant la réserve fédérale américaine avait durci sa politique monétaire, et donc avait augmenté ses taux d'intérêt à court terme. Or, le Mexique avait contracté des dettes très importantes à l'égard de différents pays et organismes internationaux, libellés en dollar, et qu'il fallait rembourser au taux en vigueur sur les marchés internationaux.

Deux étapes : Le durcissement de la politique monétaire dans les pays dominants, et l'internationalisation du mécanisme du financement de la dette des pays du tiers monde.

Le premier moment clé c'est en 1990 => L'économie japonaise est saisie par la crise !!!!! C'est une bulle immobilière et financière qui explose au Japon. Le principe fut le suivant : Les banques japonaises, mais aussi les banques occidentales, américaines, allemandes, françaises, avaient investi dans l'immobilier au Japon. Comme les actifs immobiliers ont augmenté, les banques ont fait crédit ; Mais une partie des emprunteurs s'est révélée illiquide à court terme mais aussi insolvable à long terme. => Créances douteuses et irrécouvrables pour les banques ! Donc les banques ont cessé d'acheter et ont commencé à vendre ! Et donc la vente de ces actifs amplifie la baisse des prix des actions, et plus la perte des banques se font massives. Le résultat est que les banques japonaises ont presque cessé de faire crédit aux entreprises. Qui paye le prix de ce retournement bancaire ? C'est la sphère réelle, la sphère productive. On a eu une chute, un arrêt, des investissements productifs ! ☹ La croissance japonaise s'escompte, et on entre en récession ! La crise a aussi affecté une partie des banques occidentales, mais plus grave, le Japon n'est pas seulement un exportateur, c'est aussi un importateur. La crise a eu pour conséquence une baisse massive des importations, ce qui s'est reporté sur les Etats-Unis. Face à la menace de récession qui pesait sur les USA, ils ont relâché la politique monétaire pour favoriser le financement des investissements !

La crise asiatique commence en Juin 1997. Elle touche d'abord la Thaïlande ! Le problème était le suivant : Les pays émergents avaient emprunté massivement auprès des banques occidentales, Officiellement pour financer leur investissement. L'Etat a emprunté à l'extérieur, mais les banques domestiques aussi ! En fait, les banques thaïlandaises, Malaisiennes etc. empruntaient auprès des banques occidentales en dollar, et re-prêtaient de

l'argent en devise national à l'Etat. Ce dernier, a été contraint de se détourner du financement monétaire de ses dépenses et de ces dettes pour être en conformité avec les principes monétaires du FMI. L'Etat en Thaïlande émet des titres etc. sauf que le public n'a pas d'épargne comparable au pays occidentaux, donc l'Etat se tourne vers les banques domestiques. Mais mais maaaaais, en Jun 1997, une crise émerge !! On se rend compte que la balance commerciale de ces pays est déficitaire ! La monnaie de ces pays est sûre, et il y avait des attaques spéculatives qui poussaient à la dévaluation à l'égard du dollar !

La dépréciation du taux de change de la monnaie national a deux conséquences :

1] Cela s'est propagé vers les banques domestiques. Parce que elle était créancière ne monnaie national de leur propre état (qui était insolvable) et elles étaient débitrice à l'égard des banques occidentale en dollar. Mais comme leur monnaie national se dévalue, et le dollar s'apprécie, leur dette en dollar explose ! La dévalorisation de la monnaie national dans ces pays a gonflé la dette contractée en dollar auprès des banque occidentale.

Une crise de change se transmet donc aux banques et se transforme en une crise bancaire. => crise jumelles ! C'est la combinaison, la corrélation entre ces deux crises (crise de change qui donne lieu à une crise bancaire)

2] Face à la crise qui a saisie les banques domestiques, ces banques étaient dans l'incapacité de prêter aux entreprises domestiques. Du coup, les investissements baissent et la croissance décline ! Ce phénomène n'a pas été isolé, on a retrouvé cela dans tous les pays asiatique (Singapour, Corée, Thaïlande, Malaisie, Indonésie, Philippines). Exemple d'un pays comme la Corée du Sud qui est très industrialisée : la capacité d'importation des produits coréens des autres pays a baissé, donc y avait plus assez de débouché. Comme chaque pays étaient tributaires des débouchés d'exportation dans la région, la dévaluation de la monnaie national n'a pas produit les effets escompter. Cela devrait stimuler la reprise des produits exportés. Mais comme les pays importateurs étaient enfoncés dans la crise, la balance commerciale s'est encore plus dégradée. La situation d'aujourd'hui date de cette période => c'est depuis 1997 que l'économie mondiale est plongée dans la merde ! On a des surinvestissements, suraccumulation de bien et de capital ! C'est de cette période que date la tendance à la déflation ☹

Pourquoi la dérèglementation des marchés financiers (depuis le début des années 1980) a conduit les économies occidentales vers un nouveau régime de croissance ?

La dérèglementation financière se double d'un certain nombre de contraintes. Ce qui est assez frappant, c'est que depuis le début des années 1980, la dérèglementation des marchés financiers place les entreprises sous le jugement de la finance. Il y a plusieurs canaux par lesquels les marchés financiers imposent leur contrainte :

1] Dès lors qu'on est une entreprise cotée en bourse, aux yeux des marché financier l'importance est d'avoir un bilan financier équilibré, voire excédentaire. Cela signifie que le taux d'endettement doit être faible (ratio endettement / fonds propres doit être faible). Les entreprises sont donc contraintes de réduire leur taux d'endettement, c'est-à-dire se désendetter. Entre investir et se désendetter, les entreprises ont choisi de se désendetté.

2] De plus, on a une nouvelle répartition de la VA. Ce nouveau capitalisme patrimoniale est régit par la valeur actionnariale. Autrement dit, il est régit par la fraction de la VA distribuée sous forme de dividende aux actionnaires. (Avant c'était le taux de profit qui était important). Cela engendre des pressions à la baisse en terme de salaire, ce qui aboutie à une baisse du niveau de la demande solvable. Les salaires sont rigides à la hausse (ils n'augmentent pas). (Pourquoi les salaires sont rigides à la hausse au niveau internationale ?) Si on ajoute à ça le contexte de la mondialisation avec la concurrence des autres pays (les ptits chinois !) le salaire au niveau mondial est rigide à la hausse.

3] Les entreprises cherchent à avoir des normes de rendement favorables aux zinzins !!

Question sur les crises sous-jacentes à la crise asiatique de 1997=> On a des pays émergents à partir du milieu des années 1990 qui entre dans une phase de crise financière. Quand la crise asiatique se déchaîne, tout le monde (y compris la FED) donne à penser que ce n'est pas très grave, parce que ce sont des pays arriérés... La cause de la crise fut simplement que ces économies avaient massivement emprunté auprès des banques étrangères. La libéralisation de mouvement de capitaux à l'échelle internationale permettait aux banques de ces pays d'emprunter de la liquidité au reste du monde. Le marché des change devient complètement lié au marché du capitaux => les anticipations de change (sur la parité des monnaie), parce qu'il y a une globalisation financière, devient tributaire, dépend des anticipations sur les marchés financiers. A partir de l'année 1996, des déficits commerciaux apparaissent. Les enchainements des marchés financiers sur le change deviennent défavorables et pessimiste, on se dit que les monnaies des pays asiatique sont surévaluées. Les marchés financiers ont poussé à la dévaluation de la monnaie nationale de ces pays. Les marchés financiers ont imposé des taux de change impliquant une dévaluation de la monnaie nationale. Dès lors, les dettes des banques domestiques de ces pays libellées en dollar ont explosé. On assiste donc à une crise jumelle => une crise bancaire due à une crise de change qui se répercute sur l'économie réelle (les banques nationales, parce que surendettée en dollar n'avaient plus assez de moyens financiers pour investir et financer l'investissement => dépression d'autant plus forte que tous ces pays dépendaient les uns des autres).

!!!! La crise de 2007 !!!!

A partir de 2000, la situation macroéconomique connaît un nouveau moment saillant, et donc un nouveau retournement. Cette fois-ci ce sont les pays développés qui sont concernés. A partir de 1999-2001 c'est une nouvelle phase d'expansion économique => Explosion de l'activité internet. Cela a aboutie à la bulle internet de début 2001. Il y a eu de nouveaux gisements d'investissements ! Il y a un nouveau segment du marché financier qui apparaît. Ce n'est plus des marché sur les obligations, ni le marché du crédit, c'est le marché lié à ces valeurs technologique. Ce qui se passe sur les marchés financiers : Plus les prix augmentent, plus les anticipations sont positives, et plus on augmente. [NB : si on est néoclassique, en toute rigueur si les prix augmentent les achats baissent].

La bulle internet explose ce qui entraine des pertes énormes pour une fraction des entreprises qui avaient investie. Là dessus vient se greffer la fameuse histoire de septembre 2001 (Mwahahaaaa).

Que s'est-il passé depuis 2002 pour arriver à la crise actuelle ? On a assisté à une nouvelle phase d'expansion, après cette bulle internet. Il y a eu une réallocation des capitaux sur les marchés financiers. Dès 2002, la FED commence à avoir l'intuition que pour relancer l'activité économique, il faut privilégier l'immobilier et donc l'hypothécaire. DE ce fait la FED réduit les taux d'intérêt de manière global, mais aussi sur les crédits accordés par les banques aux particuliers, pour qu'ils puissent accéder à la propriété (Ameriaaaaan Dreaaaaam). L'origine de la crise actuelle, il faut le rechercher dans le comportement même de la FED. Après la crise de 2001, on a imposé de nouvelle règle : le gouvernement d'entreprise. Le relâchement de la politique monétaire américaine se double du pouvoir croissant des agences de notation. Elles notent les entreprises => Ces agences de notation se base sur des critères précis : le taux d'endettement, les dividendes et niveau des normes de rentabilité financière. Leur action est pro cyclique !! Elles prennent actes *ex post* de tendance macroéconomique après coût. Ces agences suivent ce qu'elles constatent !

Le crédit hypothécaire augmente, donc plusieurs catégories d'agents sur les marchés financiers octroie du crédit de manière de plus en plus ascendante aux ménages en quête d'accès à la propriété. On assiste à un emballement du crédit bancaire octroyé au ménage. On assiste donc à un emballement de l'endettement des ménages aux USA. En fait, on assiste à un retournement à l'économie d'endettement depuis 2002 !! C'est moins vrai en Allemagne et en France, mais c'est le cas dans le monde anglo-saxon (USA, Angleterre, Australie). Les entreprises aussi s'endettent auprès des banques, mais pas pour investir !! Elles agissent

comme cela pour racheter leurs propres actions. Les acteurs de la crise ont donc été les banques et leurs filiales, mais aussi les grands investisseurs institutionnels.

=> Mais comment cette crise est-elle apparue ? Les banques octroyaient des crédits de plus en plus risqués. Elles ont prêté de l'argent aux couches les plus défavorisées de la société => « crédit subprime ». Mais ces banques savent individuellement qu'elles ont à faire à des ménages insolubles. Les banques titrisent les crédits qu'elles consentent. Ainsi, elles se couvrent contre le risque et peuvent revendre ces titres à d'autres.

Mais pourquoi les autres acceptent et achètent les titres ? Parce qu'on ne voit pas le désastre venir. On voit que les crédits ont augmenté, donc les prix des actifs augmentent (prix de l'immobilier comme actif). Comme le prix des actifs augmentent ils y a euphorie et optimiste pour les prêteurs => ils prêtent plus, donc les actifs augmentent encore etc. De nouveaux investisseurs arrivent et prêtent aussi !

Par ailleurs, les ménages voient formellement la valeur de leur patrimoine augmenter ! Le prix de l'immobilier augmente, donc la valeur de leur patrimoine augmente. Sur la base des plus-values financières réalisées, les banques consentent de nouvelles dettes aux ménages. De ce fait les ménages grâce à ces nouveaux prêts peuvent consommer.

Le constat est le suivant : Ce crédit bancaire, avancé par les banques aux ménages, a été revendu, il a été re-circuler sous forme de titre. Cela a permis deux choses : D'une part cela permettait de disséminer le risque. La banque n'était plus la seule à risquer quelque chose, il ya eu une décentralisation du risque financier, du risque de non remboursement des dettes par les ménages.

D'autre part, il y a eu un aspect négatif. Il suffit que la tendance s'inverse, que l'euphorie fasse place à un pessimisme financier, et c'est exactement l'inverse qui se passera. La crise financière se répand alors au sein de tous les organismes financiers ! On ne sait plus qui a quoi (quelles sont les banques saine ? moins saine ?).

De plus, les entreprises émettent des obligations privées. Ces obligations sont également titrisées et circulent entre les mains des intermédiaires financiers.

On avait donc trois mécanismes de titrisation (= transfert des créances que l'ont possède).

1] Titrisation des emprunts hypothécaires.

2] Titrisation des obligations des entreprises (en retour elles captent des liquidités de la part des banques.

3] Titrisation titrisé !! Ce sont des titres dérivés de titre !

Ce mouvement de titrisation avait pour vocation initiale de prémunir les détenteurs de ces titres contre le risque. Mais le changement qui s'opère est qu'il ne s'agit plus de couverture contre le risque pour les banques, ces vagues de titrisation sont devenus les opérateurs d'opérations spéculatives. Les titres sont en effet devenus des instruments de placements financiers.

En Juillet-Aout 2007, les banques américaines sont contraintes de révéler qu'elles ont des créanciers irrécouvrables. Tous ceux qui étaient rattachés à ces titres ont voulu s'en débarrasser.

Tout le monde a commencé à vouloir se débarrasser des titres hypothécaires dès lors qu'on a intériorisé que les emprunteurs du secteur immobilier ne pouvaient pas rembourser. En conséquence, on a assisté à un effondrement du prix de l'immobilier, et la valeur des titres hypothécaires s'effondre. L'autre conséquence a été que les banques ont eu des problèmes financiers énormes => une partie des banques américaines et leur filiales sont en situation de quasi-cessation de paiement, de faillite. De ce fait, les banques ne veulent plus et ne peuvent plus prêter d'argent. Cela entraîne une baisse de l'investissement, de la demande etc. On arrive donc à une récession en Amérique (bien faaaaaaaait *Rageuse*). Le taux de chômage a dépassé la barre de 5,5% aux USA !!

La Fed a essayé de réagir de différentes façons face à cette crise. Elle a privilégié deux instruments :

1] Elle réduit massivement les taux d'intérêt nominaux. Cela favorise une relance de l'endettement en augmentant la capacité d'endettement des ménages.

2] Si toutes les banques sont placées en faillite, c'est la merde. Donc pour éviter la propagation de cette crise, la FED refinance les banques en difficultés afin que la chaîne des paiements ne s'interrompt pas.

Mais on est face à un dilemme => soit on recommence comme en 2001

→ on réduit les taux d'intérêt et on met fin à cette crise financière qui a affecté les marchés de crédit. Le risque est que les investisseurs changent de compartiment financier !! Et ça redémarre ☹ (Le prof pense que c'est ce choix qui sera fait !! Il lance les paris !)

→ Soit on durcit la politique monétaire en relevant les taux d'intérêt. Dans ce cas, le signal est clair => débrouillez-vous mesdemoiselles les banques ! Rationnez le crédit pour éviter de nouveaux afflux de liquidité => la conséquence sera évidemment une phase durable de récession.

On revient rapidement sur les mouvements de titrisation :

1] Les prêts ou les crédits bancaires aux particuliers pour l'accès au logement. Les banques ont des créances hypothécaires sur les particuliers. Elles transfèrent leur créance vers d'autres intermédiaires financiers => titrisation des créances, qui sont donc des créances négociées.

RMBS => Residential Mortgage Backed Securities. Ce sont donc des titres adossés sur les créances hypothécaires.

2] Ensuite, de nouveau ces banques transfèrent ces créances sur les entreprises. Ces dernières retransmettent ces créances vers les tiers (ce ne sont pas des tiers parfois, ce sont leur propre filiale).

CDS => Crédit Default Swap.

3] Tritisation des titres !!

CDO => Collateralized Debt Obligation

Au cœur de la crise actuelle, il y a les banques et les crédits !

Une partie des créances que les banques viennent de faire, souvent, elles font du hors bilan pour les créances risquées afin d'échapper au jugement négatif des agences de notation.

Les effets de la déréglementation financière

<i>Les mesures qui ont été prises</i>	<i>Les motivations</i>	<i>Les conséquences négatives</i>
Abolition du contrôle total des taux d'intérêt	Baisse des coûts grâce à la concurrence entre intermédiaires financiers	Plus grande prise de risque par les banques
Abolition de l'encadrement du crédit	Modifier et améliorer l'accès au crédit	Jeu de l'accélérateur financier
Développement du marché d'action, d'obligation et du crédit	Meilleure allocation du capital (de la liquidité) entre les entreprises via le jugement de la finance	Réactivité des marchés notamment de crédit aux anticipations soit de profit des entreprises, soit de remboursement des ménages etc.

Sous la pression de la déréglementation financière les banques se livrent des activités spéculatives et s'exposent à des risques. De ce fait, elles exposent l'économie réelle à la crise !

L'anticipation de profit optimiste ce qui augmente le prix des titres. Donc les prêteurs vont faire de nouveaux crédits en se disant que les emprunteurs sont en bonne situation. Le crédit bancaire subit le poids des normes du marché financier.

Conclusion

Jusqu'au milieu des années 1990, dans le capitalisme occidental, dans le capitalisme français en particulier, la déréglementation des marchés financiers met en jeu le rapport entre la finance et la propriété. Jusqu'au milieu des années 1990, on a un capitalisme fondé sur le contrôle majoritaire des entreprises. La propriété des entreprises, c'est-à-dire les actions des entreprises, est déconnectée plus ou moins des marchés financiers. On est passé d'un capitalisme managérial (où des participations croisées par quelques personnes ou quelques grandes familles, permettait de conserver la propriété de l'entreprise) à un capitalisme actionnarial, patrimonial. On assiste à l'arrivée de groupes d'actionnaires externes à l'entreprise qui ont pulvérisé les noyaux majoritaires !

Comment expliquer ce qui se passe d'un point de vue théorique ?

Une grande partie de l'analyse de Keynes est plus que jamais d'actualité. Avec Keynes, on peut comprendre le fonctionnement du marché financier ; on peut comprendre le pourquoi et le comment des marchés financiers.

Théorie de l'efficience => fondée par Fama aux USA, et reprise par Samuelson. L'idée c'est que les marchés financiers ne sont que le reflet de l'économie réelle. En toute rigueur, les prix des actifs financiers (actions/obligations) sur les marchés financiers doit être égal à la valeur fondamentale des entreprises. La valeur fondamentale est la valeur d'une entreprise compte tenu des données fondamentales de l'entreprise : progrès technique, investissement, croissance interne de l'entreprise, productivité etc. Selon Fama, à tout instant les acteurs connaissent la valeur fondamentale de l'entreprise, parce que l'information sur les marchés financiers est parfaite ! La seule chose qui existe ce sont les bulles financières => L'écart des prix des actifs au jour le jour par rapport à la valeur réelle.

Autres interprétations => Empiriquement, on constate plusieurs choses. D'abord, contrairement à ce que prétend la théorie de l'efficience, nous évoluons dans un monde où notre connaissance de l'information est limitée. Nous évoluons dans un monde où la rationalité des individus est limitée (expression de H. Simon). D'un point de vue pratique, on constate que contrairement à ce que Fama postule, la crise financière n'est pas un moment passager. La crise financière est inscrite dans les structures de la finance et dans des variables subjectives.

Analyse du marché financier par tonton Keynesonnet => Le but premier du marché financier des marchés financiers n'est pas de financer les entreprises (depuis 15 ans les entreprises françaises financent plus les marchés financiers que l'inverse). Conversion des titres en liquidité.

Comment se forment les prix des actifs financiers ? Correspondent-ils à la valeur fondamentale des entreprises ? Keynes répond NON !! Les prix ne se forment pas en fonction d'une norme préétablie que serait la valeur fondamentale de l'entreprise. Sur le marché, les prix se forment selon un processus d'évaluation collective. Il se forme des « conventions de prix ». Le processus de formation des prix est en grande partie subjectif. Le moment de la crise est le moment où il y a des retournements d'anticipations. C'est le moment où la communauté remet en question la norme dominante qu'elle avait privilégié quant à la valeur donnée aux actifs. Les mouvements haussiers prennent fin, et c'est la panique à boooooord.