

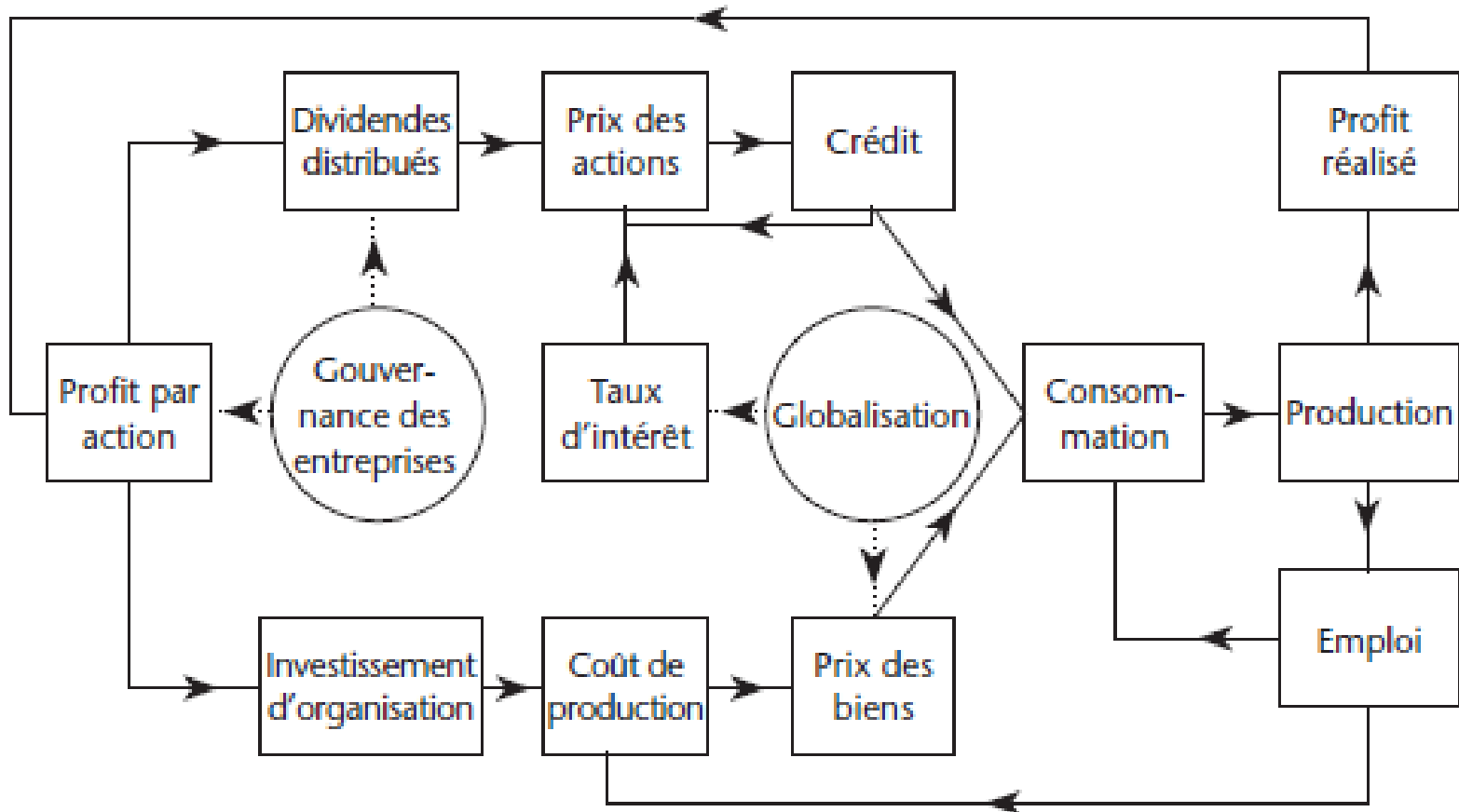
**COMMENT INTERPRÉTER LA STAGNATION  
SÉCULAIRE?  
CYCLE FINANCIER ET MACROÉCONOMIE**

*Michel Aglietta*

Professeur émérite Université Paris Nanterre  
Conseiller scientifique Cepii et France Stratégie

# **La logique du cycle financier**

# Le cycle financier appartient au régime de croissance du capitalisme financiarisé dont les rapports structurants reposent sur le principe de la valeur actionnariale



# Le cycle financier est mû par le momentum

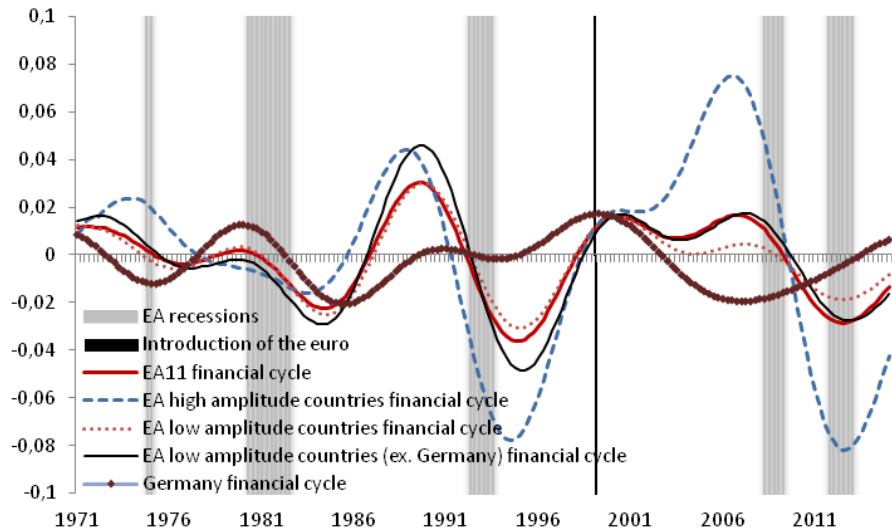
- Selon l'hyp. de *l'efficience financière*, les actifs ont une *valeur fondamentale* préexistant à l'échange et de connaissance commune. Cela implique:
  - Que les caractéristiques de tous les « biens futurs » sont connues de tous jusqu'à  $\infty$ .
  - Donc pas d'incertitude, seulement du risque probabilisable par l'agent représentatif.
  - Tous les actifs sont donc précisément évalués → la structure de financement des investissements est indifférente. Les bilans n'ont pas d'importance.
  - La spéculation est nécessairement équilibrante: retour vers la valeur fondamentale
- Selon l'hyp du *momentum* les marchés financiers sont réglés par la *liquidité*:
  - Car leur logique est de *faire de l'argent avec l'argent*. Leur pivot est la monnaie.
  - Les anticipations des acteurs du marché sont des croyances. Le marché est une structure d'organisation faisant émerger une *convention* ~ croyance collective.
  - Les changements de croyance peuvent conduire à une fonction de demande agrégée fonction  $\uparrow$  du prix sur une plage de ses variations → *momentum*
  - Lorsqu'une convention se désagrège, la diversité des interprétations → excès de volatilité/ ce qu'implique l'hyp. d'efficience.

# Cycle financier et cycle des affaires en zone euro

(Co mouvements et écarts d'amplitude)

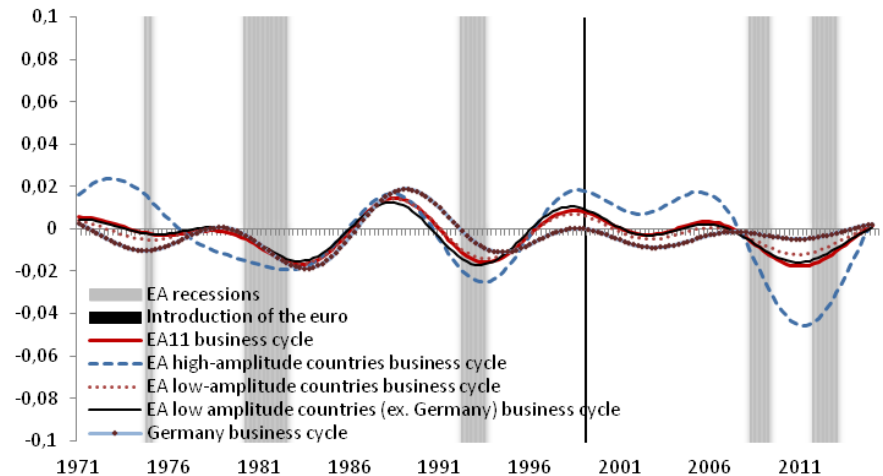
## Cycles financiers en zone euro

La spécificité de l'Allemagne: cycle financier très amorti et décalé. La divergence s'est accrue depuis la création de la zone euro



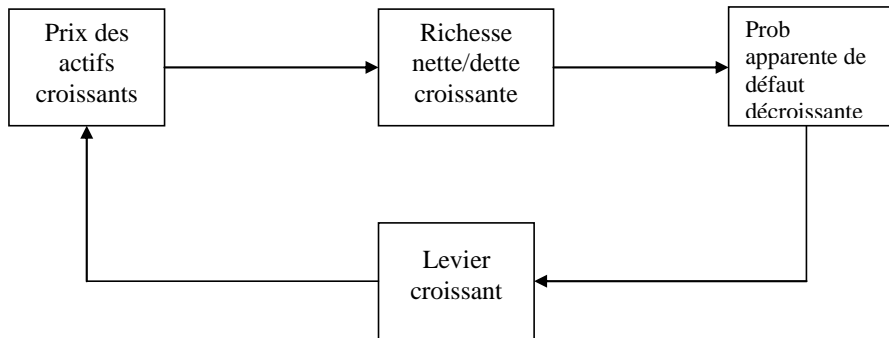
## Cycles des affaires en zone euro

Concordance entre les cycles d'affaires. Amplitude minimale du cycle allemand

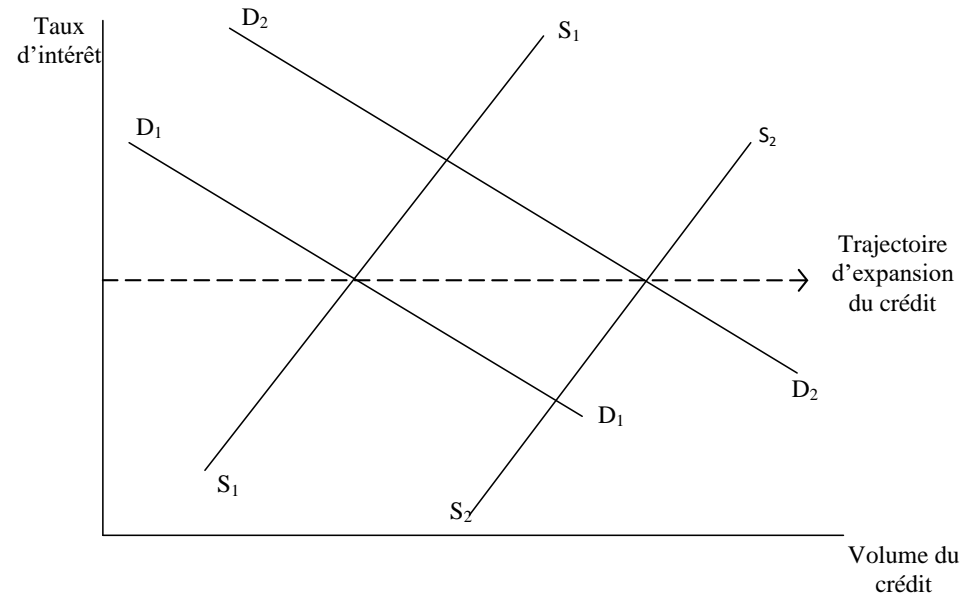


# Le cycle financier est mû par l'interaction autoréférentielle de l'endettement et du mouvement des prix d'actifs

- Le cycle de l'emballlement euphorique: ↑ du levier de dette et des prix d'actifs



- Interdépendance de l'offre et de la demande de crédit sous le momentum du prix des actifs



# Les dangers de la déflation de bilan

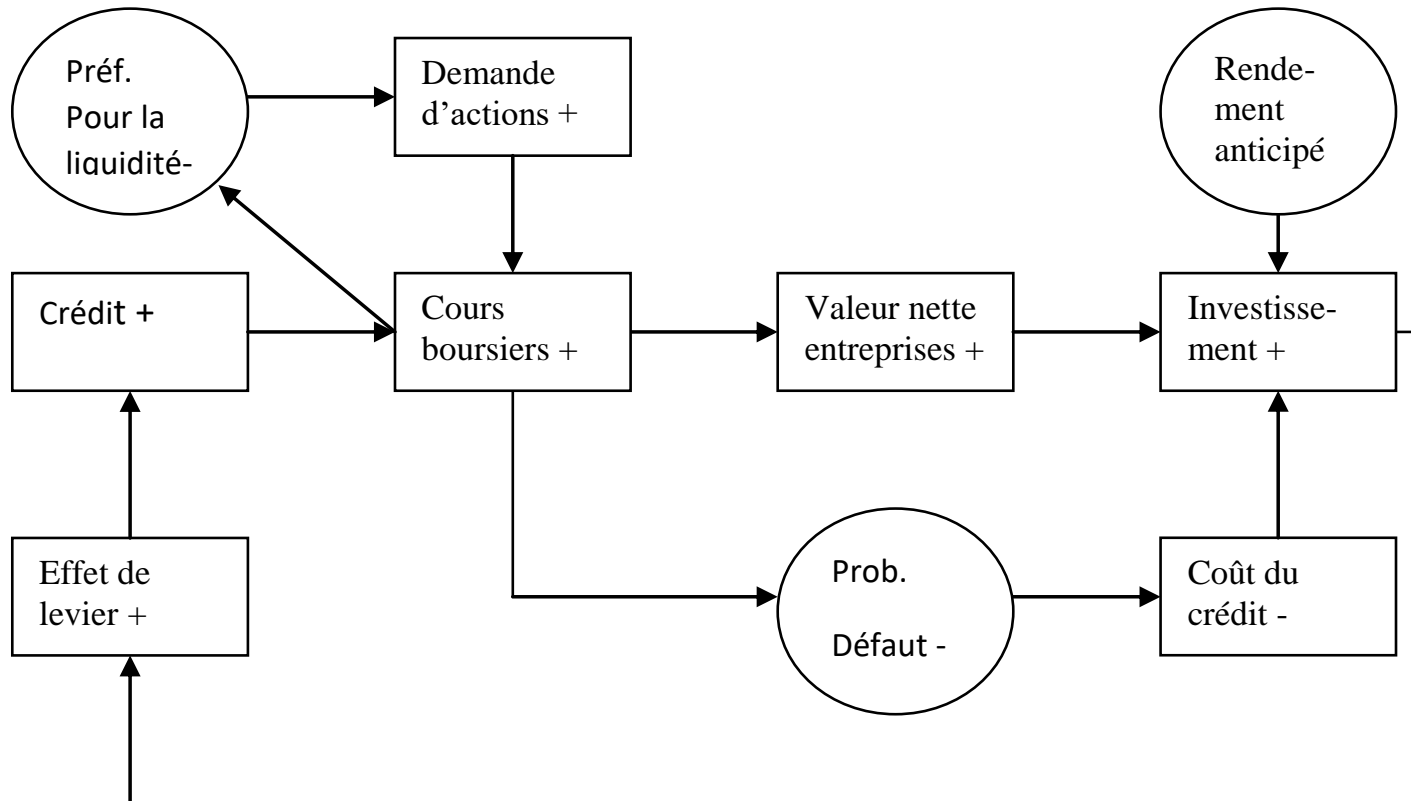
- La phase baissière du cycle financier est dominée par le *désendettement contrarié*. Elle suit le retournement du cycle financier qui déclenche la crise financière.
- L'essentiel dans la logique du momentum est la *résilience*: comment éviter que la déflation des bilans des acteurs financiers ne provoque une contagion systémique paralysant le système financier?
- Au retournement d'un marché qui a subi une bulle de prix d'actifs, le ratio dettes/valeur de marché des actifs  $\uparrow\uparrow$  parce que la valeur des actifs subit le krach, alors que la valeur nominale des dettes n'a pas encore  $\downarrow$ .
- La propagation systémique de la crise dépend de la taille, de l'interconnexion et de la complexité des engagements croisés dans les systèmes financiers.
- L'impact sur les entreprises et les ménages qui cherchent à se désendetter/l'efficacité des politiques publiques cherchant à étaler le désendettement déterminent la durée et la profondeur des ajustements réels dont l'effet macro est appelé *stagnation séculaire*.

# **Cycle financier et macroéconomie**



# Le modèle d'interaction du cycle financier et de la macroéconomie est l'accélérateur financier.

Il opère dans les 2 phases (expansive et récessive) du cycle financier



# La « stagnation séculaire » est provoquée par un désendettement de grande ampleur

- Sous condition d'incertitude les acteurs économiques sont soumis à des limites d'endettement différenciées:
  - Dans la phase euphorique du cycle financier les contraintes d'endettement sont hautes
  - Lorsque la crise éclate les prêteurs durcissent la contrainte d'endettement
  - La contrainte financière se répercute sur l'économie réelle à travers l'accélérateur financier à la fois sur l'offre et sur la demande globale
  - Si l'écart entre la limite d'endettement haute et la limite d'endettement basse est élevé, la courbe de demande globale devient croissante du niveau général des prix
- La macroéconomie n'est donc pas régulée par un équilibre unique de plein emploi à MT. Il y a équilibres multiples lorsque la pente de la courbe de demande globale change de sens. *Un équilibre de basse croissance s'établit tant que la consolidation des bilans n'est pas suffisamment avancée pour relancer l'investissement.*

# Le double équilibre de plein emploi et de stagnation selon l'ampleur du durcissement de l'endettement

- Restriction de l'endettement faible → point de bifurcation de AD au-delà de celui de AS → équilibre de plein emploi en A avec pente de AD ↓
- Restriction de l'endettement forte → point de bifurcation de AD en deçà de celui de AS → équilibre de stagnation en B avec pente de AD ↑

