



LA DÉ- CADE

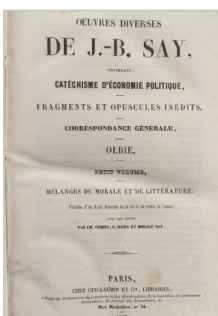
LA LETTRE DU CERCLE JEAN-BAPTISTE SAY

“Les lumières et la morale sont aussi nécessaires au maintien de la République que le fut le courage pour la conquérir.”

Il nous l'avait bien dit

mars 2021

Ce sont les pauvres qui portent le fardeau de l'impôt



« Sachons donc convenir d'une vérité qui nous presse de tous les côtés : lever des impôts exagérés, avec ou sans la participation d'une représentation nationale, ou avec une représentation dérisoire, peu m'importe, c'est augmenter les frais de production, sans accroître l'utilité des produits, sans rien ajouter à la satisfaction que le consommateur peut en tirer ; c'est mettre une amende sur la production, sur ce qui fait exister la société. Et comme parmi les producteurs, les uns sont mieux placés que les autres pour rejeter sur leurs coproducteurs le fardeau des circonstances, elles pèsent sur certaines classes plus que sur d'autres. Un capitaliste peut souvent retirer son capital d'un emploi pour le consacrer à un autre ; il peut l'envoyer à l'étranger. L'entrepreneur d'une industrie a souvent assez de fortune

pour suspendre ses travaux pendant un temps. Aussi tandis que le capitaliste et l'entrepreneur restent maîtres des conditions, l'ouvrier est obligé de travailler constamment et à tout prix, même lorsque la production ne lui donne plus de quoi vivre. C'est ainsi que les frais excessifs de production réduisent plusieurs classes de certaines nations à ne consommer que ce qu'il y a de plus indispensable à leur existence, et les dernières classes à périr de besoin. Or n'est-ce pas, d'après vous-même¹ de tous les moyens de réduire le nombre des hommes, le plus funeste et le plus barbare ? »

¹ Essai sur la population, de Malthus.

Correspondance avec M. Malthus in Œuvres diverses de J-B Say -1848- p 479.

Analyse économique

mars 2021

Qu'est-ce qu'une bulle ?

Le Bitcoin à 50 000 dollars. Tesla qui vaut plus en bourse que l'ensemble des autres constructeurs automobiles. Un indice des entreprises de la technologie ne faisant pas de profits multiplié par quatre entre avril 2020 et mi-février 2021. Le cours de Gamestop multiplié par 20 en l'espace de quelques jours en janvier. Autant de signes qui amènent les observateurs des marchés financiers à se poser la question de l'émergence de nouvelles bulles. Mais qu'est-ce qu'une bulle précisément ?

La théorie économique ne présente pas de définition précise d'une bulle. Le prix d'un actif constitue quant à lui une réalité facilement mesurable. C'est tout simplement la quantité de monnaie contre laquelle on peut échanger un actif. La notion de bulle implique une divergence entre le prix d'un actif donné et sa valeur fondamentale. C'est là que les choses se compliquent. Comment définir la valeur fondamentale d'un actif ? Il s'agit de la valeur actualisée des flux financiers liés à un actif. Détenir une action donne droit à des dividendes. Pour une obligation il s'agit de coupons. Une action peut être revendue à un prix inconnu dans le futur ; une obligation sera remboursée à échéance (sauf défaut). Il s'agit donc de calculer la valeur présente nette de ces flux.

Les tenants de l'efficience des marchés estiment que le prix d'un actif reflète à tout moment l'ensemble des informations disponibles sur ces flux financiers à venir et qu'il n'y a pas de déviation entre le prix d'un actif et sa valeur fondamentale. Selon cette hypothèse, les opinions des investisseurs peuvent diverger, mais la moyenne de celles-ci constitue la meilleure estimation possible de la série des dividendes que l'entreprise versera, du cours auquel l'action cotera dans un an, deux ans, trois ans, de l'évolution des taux d'intérêt et de la probabilité de défaut d'un émetteur. Dès lors, il ne peut à proprement parler pas y avoir de bulles.

Un grand nombre d'études tendent effectivement à montrer que cette hypothèse est très souvent vérifiée, mais l'expérience montre aussi qu'il y a des déviations par rapport à ce principe. Le débat reste très actif sur cette question, notamment à la lumière de la finance et de l'économie comportementales qui décrivent les biais comportementaux des agents économiques.

Il est alors tentant de reprendre la réponse du juge de la Cour suprême des États-Unis Potter Stewart qui en 1964, à la question de savoir comment définir ce qui relevait de la pornographie, répondait qu'il se refusait à la définir précisément, mais qu'il pouvait la reconnaître quand il en voyait. C'est pourquoi la définition la plus fréquemment reprise des bulles est celle de Charles Kindleberger, un économiste spécialiste de ces phénomènes dont l'histoire mondiale de la spéculation financière constitue une somme sur le sujet.

Selon lui, « une bulle peut être grossièrement définie comme une hausse rapide du prix d'un actif ou d'une absence d'actifs de manière continue, la première hausse générant des anticipations de nouvelles progressions et attirant de nouveaux acheteurs – en général des spéculateurs intéressés par les profits liés au trading de l'actif plutôt que par sa capacité à générer des revenus. La hausse est généralement suivie d'un retournement des anticipations et une forte baisse des prix générant souvent des crises financières. »

Par rapport à la théorie des marchés efficients, Kindleberger insiste sur l'hétérogénéité des intervenants sur les marchés. Les différences d'objectif, de richesse nette, d'information et d'horizon peuvent générer des écarts de perception et faire diverger le prix de la valeur fondamentale.

Aucun actif n'est à l'abri des comportements de bulle. La liste qu'il a établie pour le dictionnaire d'économie de Palgrave est éloquente : les matières premières, les obligations, les actions, les obligations internationales, les actions internationales, l'immobilier urbain et rural, la terre, les résidences secondaires, les centres commerciaux, les foncières, les avions 747, les supertankers, les tableaux, les bijoux, les timbres, les pièces, les antiquités...

La bulle se définit donc davantage par un processus que comme une réalité observable en temps réel. Elle va généralement commencer par une phase d'essor, où une nouvelle technologie ou une évolution économique va générer de l'enthousiasme pour un actif donné. Vient ensuite la phase de boom où par divers mécanismes la hausse entraîne la hausse. Cette phase va généralement augmenter la couverture médiatique du phénomène et va contribuer à faire rentrer de nouveaux investisseurs sur ces actifs qui vont souvent investir à crédit sur l'actif. Cette phase va laisser la place à une euphorie où les fondamentaux sont totalement passés sous silence et où un discours de nouveau paradigme vient justifier les niveaux extrêmes atteints par le prix des actifs. Puis inéluctablement, les anticipations recollent à la réalité et le prix des actifs va s'effondrer jusqu'à une phase de révolusion où le prix va baisser en dessous de la valeur fondamentale de l'actif. Le fait générateur de ce retournement n'est jamais très clair, mais un resserrement des conditions financières joue souvent un rôle important.

Reste que, comme on l'a vu suite à l'effondrement de la bulle internet des années 2000, certaines de ces sociétés sont finalement devenues des sociétés extrêmement profitables et ont donc constitué des investissements rentables. Avant d'atteindre les niveaux actuels, Amazon avait vu son cours baisser de presque 95% entre fin 1999 et fin 2001. La bulle constitue donc peut-être une étape incontournable des révolutions industrielles. Certains économistes estiment d'ailleurs que l'enthousiasme qu'elles génèrent permet d'augmenter les investissements dans des secteurs d'avenir non rentables pour l'instant. Si cela est sans doute vrai pour les actions, il n'en est sans doute pas de même pour un actif sans valeur intrinsèque dérivée de flux financiers comme le Bitcoin.

Peut-on se prémunir contre les bulles ? Les flux financiers d'un actif constituent un ancrage réel qui finit toujours par s'imposer aux spéculateurs. A contrario, avec des actifs sans flux, la part du rêve est plus importante. Nature humaine, séduction d'une belle histoire, liquidité abondante constituent donc les ingrédients des bulles. Si le dernier dépend notamment de la politique des banques centrales et régulateurs, les investisseurs devront toujours composer avec les deux premiers.

Reçu 10/10

mars 2021

« Une vérité appartient non pas au premier qui la dit, mais au premier qui la prouve. »
(Traité 1^{re} ed.)

Gilles Mitteau, YouTubeur de l'économie

Né en 1986, diplômé d'une école de commerce, Gilles Mitteau quitte après quelques années son job de trader en salle de marché pour monter sa petite entreprise : il crée en 2015 la chaîne YouTube « Heu ? reka » destinée à vulgariser l'économie et la finance auprès du grand public. Belle ambition, visant un public jeune, réalisée sans idéologie, même si l'auteur se veut « keynésien » comme s'il fallait nécessairement appartenir à une chapelle pour pouvoir s'exprimer sur les conditions de création et de distribution de la prospérité. Et évidemment « Heu ? reka » n'échappe pas à son époque qui fait de l'État le décideur et le garant de l'intérêt général, alors qu'il démontre en permanence sa versatilité et son incurie.

Heu ? reka compte 274 000 abonnés et ses vidéos génèrent souvent plus de 200 000 vues. Parfois un peu longues -Gilles Mitteau passe du temps sur l'idée fautive avant de faire la pédagogie des faits- au style familier et à l'humour un peu potache, les vidéos sont conçues sous forme de dialogue comme le Catéchisme d'Économie Politique de Say.

Nous avons apprécié [celle sur la fortune d'Elon Musk](#) qui explique bien par ailleurs que les dividendes n'enrichissent pas les actionnaires, mais qui aurait dû préciser qu'en revanche ils enrichissent l'État !

Collé 0/10



mars 2021

*« L'économie : il y a peu de sujet sur lequel on se soit plus donné carrière pour déraisonner »
(traité 1^{re} ed.)*

Le « service public » de la radio prédateur de ses concurrents

Un Contrat d'Objectifs et de Moyens (COM) dirige la gestion du service public de Radio France (7 stations et 4 orchestres). Doté d'un budget public (issu de la redevance) de 600 millions d'euros, « le service public » de la radio bénéficie en plus depuis 2016 pour trois de ses chaînes (France Inter, France Info et France Bleu) d'un droit de diffusion de publicités commerciales normalement limité à 42 millions d'euros, mais qui représentent quand même environ 8% du marché publicitaire total de la radio. Le gouvernement, estimant sans doute être arrivé à la limite de ce que les contribuables peuvent accepter de payer pour l'audiovisuel public, prévoit dans le COM 2021-2022 de supprimer ce plafond, qui en pratique a été dépassé, atteignant selon les années jusqu'à 50 millions.

Il faut savoir qu'en quinze ans le budget de Radio France a progressé de 23% tandis que celui des radios commerciales a baissé de 33%. Ce budget (630 millions) dépasse ainsi celui des 330 radios privées (550 millions)... Le déplafonnement des publicités commerciales sur le service public viendrait encore diminuer les ressources déjà bien amoindries du secteur privé. Dans un rapport de 2018 la Cour des Comptes épingle l'incapacité du service public à maîtriser ses dépenses de fonctionnement.

C'est une belle illustration de l'incurie étatique : installation d'une rente, incapacité à en maîtriser les coûts, prédation de ressources additionnelles sur le secteur privé après épuisement de la manne publique. Le secteur privé risque donc de payer en chômage et en appauvrissement de son offre cette faveur accordée à Radio France qui vit pourtant grassement : le coût à l'auditeur y est deux fois et demie plus élevé que dans le privé. Pour quel bénéfice pour les auditeurs ? Certes, on peut défendre un coût de programmation sur France Culture plus élevé que sur une radio musicale, mais quelles comparaisons faire pour les 6 autres chaînes de Radio France ? Et même France Culture ne dispose-t-elle pas d'un stock de productions colossal qui pourrait sans dommages se substituer à certaines productions contemporaines discutables ? Ainsi par affaiblissement systématique des concurrents privés, risque de se reconstituer une forme de monopole public par concentration de moyens qui réduira un pluralisme médiatique déjà maigre.

Belle illustration aussi de nos « deux » France : l'une soumise à la concurrence, aux obligations réglementaires et au cycle économique et l'autre, bouffie, protégée et défendue comme « un choix de société », qui est en fait celui de ceux qui en tirent parti ou profit.



Parole d'entrepreneur

mars 2021

Sébastien Prunier – Cofondateur de Les Cuistots Migrateurs



Le temps de créer de la valeur en donnant du sens.

La voie de Sébastien était toute tracée. Rouen Business School - Finance, Master à Aston University - Finance & Investment. Puis les premières expériences en direction financière et en contrôle de gestion. Et logiquement, un passage en Big-5 : deux ans à ne pas compter son temps en *Transactions Services* dans ces tours de La Défense, le pays des *due-dill'*, du *M&A*, des *carve-outs* et des *build-ups*. Mais Sébastien s'éloigne trop de lui-même. Il espère se retrouver dans la dimension humaine d'un groupe spécialisé dans les crèches dont il va gérer la croissance externe. Seulement un premier pas vers sa liberté.

Jusqu'au grand saut en 2015 et la création des Cuistots Migrateurs aux côtés de son ami Louis Jacquot avec qui il « prend le large » (www.lescuistotsmigrateurs.com). Un vrai réalignement de son projet professionnel avec son besoin de liberté et sa quête de sens : permettre à des réfugiés de s'intégrer dans notre société par le travail et la gastronomie, en proposant une cuisine traditionnelle à des clients en recherche de saveurs nouvelles, d'authenticité... et de sens.

Après un amorçage possible grâce aux aides à la création, les premières recettes financent les premières dépenses, prudemment. Les banques prennent le relais et les fonds d'investissement solidaires investissent dans un projet qui décolle. Le labo passe de 30 à 700 m² et une capacité de production mensuelle de 10 000 repas. Avec aujourd'hui plus de 2 millions de CA et 30 salariés, Les Cuistots Migrateurs tracent leur chemin, à leur rythme. En plus de leurs activités de restauration et de traiteur, Les Cuistots Migrateurs ouvrent en ce moment une école de cuisine associative qui propose des formations gratuites de cuisine pour les réfugiés, ce qui vient compléter leur modèle d'entreprise sociale devenue « hybride » entreprise / association, sous l'œil bienveillant d'investisseurs qui soutiennent ce rythme assumé de « croissance heureuse » comme Sébastien la décrit.

1) Pourquoi être devenu entrepreneur ?

Mes parents sont tous les deux médecins, chacun indépendant avec son propre cabinet. Ils n'ont pas connu l'organisation hiérarchique des entreprises. Ils ont créé leur monde à eux. Être indépendant était certainement naturel pour moi.

Je voulais que mon action au quotidien ait du sens, qu'elle soit cohérente par rapport à mes valeurs. Je voulais être aligné avec ce qui compte pour moi : ne pas forcément aller (trop) vite et (trop) loin, mais plutôt bien faire ce que l'on décide de faire. Que l'équipe se sente bien, que chacun soit à sa place, comprenne son rôle et soit en capacité de livrer ce qui est attendu. Que notre mode de développement soit « heureux », différent de la course effrénée à la croissance à tout prix, que j'ai pu connaître dans mes emplois salariés passés.

Au fond, je crois que créer cette entreprise sociale a été une réaction de rébellion vers 27-28 ans par rapport au salariat que j'ai connu durant mes 4 premières années de travail, une prise de liberté accompagnée d'une remise en cause des « modèles classiques » d'entreprise que je percevais. J'avais besoin d'émancipation. De retrouver ma liberté, de créer un monde qui correspond à ce que je peux apporter.

2) Le chef d'entreprise est-il le seul à entreprendre ?

Non, je ne crois pas. J'aime l'idée d'intrapreneuriat. C'est une démarche qui fonctionne bien à chaque fois que l'on crée une petite équipe qui a pour but d'entreprendre : créer quelque chose de nouveau, impulser, essayer, rater avant de réussir, améliorer... C'est la démarche que nous avons choisie pour notre école de cuisine créée par 2 de nos collaborateurs. Mon rôle dans ce cas consiste simplement à m'entourer des bonnes personnes, à coordonner et à animer, et à les mettre en capacité d'entreprendre. Dans notre secteur la prise de risque est plus limitée que dans d'autres – pas d'investissements lourds en R&D, ou autres...-, ce qui permet peut-être d'entreprendre plus facilement.

Il y a quelque chose de quasi « organique » dans l'intrapreneuriat, comme un développement de nouvelles cellules avec une forme de spontanéité et de réaction au milieu. J'aime beaucoup trouver les bonnes personnes pour créer de nouvelles choses, et j'aime l'idée que dans ce collectif nous soyons plus fort ensemble.

3) Pour vous, qu'est-ce que la création de valeur ?

Répondre à la question de la création de valeur, c'est avant tout répondre aux questions : qu'est-ce qui compte pour l'entreprise, et donc pour nous en tant que personnes membres de cette entreprise ? Qu'est-ce que j'apporte à titre individuel ?

Il y a une forme d'interdépendance entre chaque élément de notre société, de notre monde. Le rôle que je joue à titre personnel, et le rôle que joue l'entreprise à laquelle je contribue sur son environnement sont importants à comprendre, à prendre en compte. Développer des activités qui ont un impact positif, social, environnemental, économique, est ce qui a guidé la création des Cuistots Migrateurs.

À mon sens, on crée de la valeur en apportant des réponses nouvelles à des problèmes réels (la crise environnementale, l'équilibre social, répondre à des besoins essentiels, etc.). La combinaison de ces deux mots « création » et « valeur » a d'ailleurs quelque chose de magique.

Notre « magie » avec les Cuistots Migrateurs est d'aider des réfugiés à s'intégrer dans la société tout en faisant découvrir aux « locaux » l'apport incroyable de ces nouveaux arrivants.

Nous utilisons les outils et le fonctionnement d'une entreprise pour y arriver. Nous travaillons beaucoup sur le produit et sur le marketing pour développer nos ventes. De ce point de vue, et même si cela peut paraître contradictoire a priori avec notre approche sociale, les « metrics » habituels tels que la rentabilité et le retour sur investissement font partie de la grande équation de l'entreprise. La rentabilité pour payer les salaires, rembourser les dettes, et investir. Mais la rentabilité ne doit pas être une fin en soi.

J'attends un retour sur mon investissement, mais je m'interdis d'en faire une priorité. Nos investisseurs sont des fonds à impact social, autant intéressés par leur retour sur investissement que sur leur impact, social ou environnemental. Je les ai trouvés très cohérents lorsqu'ils ont soutenu notre projet d'école de cuisine créé dans un cadre associatif non lucratif.

4) Quelles sont les trois ou quatre mesures à prendre pour améliorer le développement des entreprises françaises ?

a/ Simplifier toutes les contraintes légales, juridiques, fiscales, comptables, sociales liées à la création et à la gestion des entreprises. La nécessaire compréhension de toutes ces règles est un obstacle clair. Tout le monde s'y perd. Je n'en reviens pas de voir le temps et l'argent dépensé pour faire des choses simples, comme des bulletins de paye, ou comprendre la convention collective de la restauration pour nous et le Code du travail... Plus on simplifie les choses de ce point de vue et plus ça facilite les initiatives de création. On le voit bien avec le statut d'autoentrepreneur. Un statut simple avec une fiscalité simple et transparente, et ça marche.

b/ Amortir la prise de risque initial de la création. En sécurisant par exemple la première année de revenu de l'entrepreneur. Ce qui aurait comme autre effet positif de voir émerger des entrepreneurs de tous milieux y compris défavorisés. Si Louis et moi n'avions pas pu profiter des aides à la création d'entreprise pendant les deux premières années de notre projet, nous n'aurions peut-être pas sauté le pas...

c/ Ancrer l'entrepreneuriat dans notre culture comme c'est le cas dans d'autres pays. En Argentine, que je connais bien, faire son truc, créer un petit business, est naturel. C'est une façon de vivre très répandue, voire un réflexe social, le sens de la « débrouille ». Ça n'est pas un enjeu de réussite personnelle ou sociale comme ça peut l'être chez nous avec toute la pression du succès à tout prix qui l'accompagne. L'entrepreneuriat souffre de cette image de la création de startup pour devenir « rich and successful ».

Cette fluidité de l'entrepreneuriat devrait être favorisée en France. Sûrement par l'éducation, avec des jeux de création dans les collèges, les lycées, et les universités par exemple.

mars 2021

POURQUOI « LA DÉCADE » ?

« La Décade philosophique, littéraire et politique » cofondée par Jean-Baptiste Say en avril 1794 était publiée chaque décadi, dernier jour des trois décades qui rythmaient les mois du calendrier républicain. Selon l'affiche publicitaire qui soutint son lancement, son ambition était « d'instruire et amuser » !

« La Décade », publiée sur internet 10 fois par an, autour du 10 du mois, sera l'outil de communication du Cercle Jean-Baptiste Say (www.cerclejeanbaptistesay.com), parlera d'économie, tâchera d'instruire et tentera d'amuser... Tentez votre chance ! L'abonnement est gratuit et la diffusion repose sur la promotion des lecteurs. Hommage donc à la sagesse d'un révolutionnaire qui a si bien compris l'importance de la prospérité dans le développement et le maintien de la démocratie. Et si bien expliqué les conditions nécessaires à cette prospérité : la liberté, la propriété, l'échange, le travail. Sans entrepreneurs, point de prospérité et sans prospérité, point de solidarité !

Avec Jean-Baptiste Say comme guide et pédagogue, rappeler les principes fondamentaux de l'économie et expliquer simplement les mécanismes de création de richesse pour qu'ils puissent se remettre en marche dans notre pays, voilà l'ambition de la Décade.
