

Manifeste d'économistes atterrés

Septembre 2010, extraits

La reprise économique mondiale, permise par une injection colossale de dépenses publiques dans le circuit économique (des États-Unis à la Chine), est fragile mais réelle. Un seul continent reste en retrait, l'Europe. Retrouver le chemin de la croissance n'est plus sa priorité politique. Elle s'est engagée dans une autre voie : celle de la lutte contre les déficits publics.

Dans l'Union Européenne, ces déficits sont certes élevés – 7% en moyenne en 2010 – mais bien moins que les 11% affichés par les États-Unis. Alors que des États nord-américains au poids économique plus important que la Grèce, la Californie par exemple, sont en quasi-faillite, les marchés financiers ont décidé de spéculer sur les dettes souveraines de pays européens, tout particulièrement ceux du Sud. L'Europe est de fait prise dans son propre piège institutionnel : les États doivent emprunter auprès d'institutions financières privées qui obtiennent, elles, des liquidités à bas prix de la Banque Centrale Européenne. Les marchés ont donc la clé du financement des États. Dans ce cadre, l'absence de solidarité européenne suscite la spéculation, d'autant que les agences de notation jouent à accentuer la défiance.

Il a fallu la dégradation, le 15 juin, de la note de la Grèce par l'agence Moody's, pour que les dirigeants européens retrouvent le terme d' « irrationalité » qu'ils avaient tant employé au début de la crise des *subprimes*. De même, on découvre maintenant que l'Espagne est bien plus menacée par la fragilité de son modèle de croissance et de son système bancaire que par son endettement public.

Pour « rassurer les marchés », un Fonds de stabilisation de l'euro a été improvisé, et des plans drastiques et bien souvent aveugles de réduction des dépenses publiques ont été lancés à travers l'Europe. Les fonctionnaires sont les premiers touchés, y compris en France, où la hausse des cotisations retraites sera une baisse déguisée de leur salaire. Le nombre de fonctionnaires diminue partout, menaçant les services publics. Les prestations sociales, des Pays-Bas au Portugal en passant par la France avec l'actuelle réforme des retraites, sont en voie d'être gravement amputées. Le chômage et la précarité de l'emploi se développeront nécessairement dans les années à venir. Ces mesures sont irresponsables d'un point de vue politique et social, et même au strict plan économique.

Cette politique, qui a très provisoirement calmé la spéculation, a déjà des conséquences sociales très négatives dans de nombreux pays européens, tout particulièrement sur la jeunesse, le monde du travail et les plus fragiles. A terme elle attisera les tensions en Europe et menacera de ce fait la construction européenne elle-même, qui est bien plus qu'un projet économique. L'économie y est censée être au service de la construction d'un continent démocratique, pacifié et uni. Au lieu de cela, une forme de dictature des marchés s'impose partout, et particulièrement aujourd'hui au Portugal, en Espagne et en Grèce, trois pays qui étaient encore des dictatures au début des années 1970, il y a à peine quarante ans.

Qu'on l'interprète comme le désir de « rassurer les marchés » de la part de gouvernants effrayés, ou bien comme un prétexte pour imposer des choix dictés par l'idéologie, la soumission à cette dictature n'est pas acceptable, tant elle a fait la preuve de son inefficacité économique et de son potentiel destructif au plan politique et social. Un véritable débat démocratique sur les choix de politique économique doit donc être ouvert en France et en Europe. La plupart des économistes qui interviennent dans le débat public le font pour justifier ou rationaliser la soumission des politiques aux exigences des marchés financiers. Certes, les pouvoirs publics ont dû partout improviser des plans de relance keynésiens et même parfois nationaliser temporairement des banques. Mais ils veulent refermer au plus vite cette parenthèse. Le logiciel néolibéral est toujours le seul reconnu comme légitime, malgré ses échecs patents. Fondé sur l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers, il prône de réduire les dépenses publiques, de privatiser les services publics, de flexibiliser le marché du travail, de libéraliser le commerce, les services financiers et les marchés de capitaux, d'accroître la concurrence en tous temps et en tous lieux...

Aujourd'hui, un fait s'impose à tous les observateurs : le rôle primordial que jouent les marchés financiers dans le fonctionnement de l'économie. C'est là le résultat d'une longue évolution qui a débuté à la fin des années soixante-dix. De quelque manière qu'on la mesure, cette évolution marque une nette rupture, aussi bien quantitative que qualitative, par rapport aux décennies précédentes. Sous la pression des marchés financiers, la régulation d'ensemble du capitalisme s'est transformée en profondeur, donnant naissance à une forme inédite de capitalisme que certains ont nommée « capitalisme patrimonial », « capitalisme financier » ou encore « capitalisme néolibéral ».

Ces mutations ont trouvé dans l'hypothèse d'efficacité informationnelle des marchés financiers leur justification théorique. En effet, selon cette hypothèse, il importe de développer les marchés financiers, de faire en sorte qu'ils puissent fonctionner le plus librement possible, parce qu'ils constituent le seul mécanisme d'allocation efficace du capital. Les politiques menées avec opiniâtreté depuis trente ans sont conformes à cette recommandation. Il s'est agi de construire un marché financier mondialement intégré sur lequel tous les acteurs (entreprises, ménages, États, institutions financières) peuvent échanger toutes les catégories de titres (actions, obligations, dettes, dérivés, devises) pour toutes les maturités (long terme, moyen terme, court terme). Les marchés financiers en sont venus à ressembler au marché « sans friction » des manuels : le discours économique est parvenu à créer la réalité. Les marchés étant de plus en plus « parfaits » au sens de la théorie économique dominante, les analystes ont cru que le système financier était désormais bien plus stable que par le passé. La « grande modération » - cette période de croissance

économique sans hausse des salaires qu'ont connus les USA de 1990 à 2007 - a semblé le confirmer.

Aujourd'hui encore le G20 persiste dans l'idée que les marchés financiers sont le bon mécanisme d'allocation du capital. La primauté et l'intégrité des marchés financiers demeurent les objectifs finaux que poursuit sa nouvelle régulation financière. La crise est interprétée non pas comme un résultat inévitable de la logique des marchés dérégulés, mais comme l'effet de la malhonnêteté et de l'irresponsabilité de certains acteurs financiers mal encadrés par les pouvoirs publics.

Pourtant, la crise s'est chargée de démontrer que les marchés ne sont pas efficaces, et qu'ils ne permettent pas une allocation efficace du capital. Les conséquences de ce fait en matière de régulation et de politique économique sont immenses. La théorie de l'efficacité repose sur l'idée que les investisseurs recherchent et trouvent l'information la plus fiable possible sur la valeur des projets qui sont en concurrence pour trouver un financement. A en croire cette théorie, le prix qui se forme sur un marché reflète les jugements des investisseurs et synthétise l'ensemble de l'information disponible: il constitue donc une bonne estimation de la vraie valeur des titres. Or, cette valeur est supposée résumer toute l'information nécessaire pour orienter l'activité économique et ainsi la vie sociale. Ainsi, le capital s'investit dans les projets les plus rentables et délaisse les projets les moins efficaces. Telle est l'idée centrale de cette théorie : la concurrence financière produit des prix justes qui constituent des signaux fiables pour les investisseurs et orientent efficacement le développement économique.

Mais la crise est venue confirmer les différents travaux critiques qui avaient mis en doute cette proposition. La concurrence financière ne produit pas nécessairement des prix justes. Pire : la concurrence financière est souvent déstabilisante et conduit à des évolutions de prix excessives et irrationnelles, les bulles financières.

L'erreur majeure de la théorie de l'efficacité des marchés financiers consiste à transposer aux produits financiers la théorie habituelle des marchés de biens ordinaires. Sur ces derniers, la concurrence est pour partie autorégulatrice en vertu de ce qu'on nomme la « loi » de l'offre et de la demande: lorsque le prix d'un bien augmente, alors les producteurs vont augmenter leur offre et les acheteurs réduire leur demande; le prix va donc baisser et revenir près de son niveau d'équilibre. Autrement dit, quand le prix d'un bien augmente, des forces de rappel tendent à freiner puis inverser cette hausse. La concurrence produit ce qu'on appelle des « feedbacks négatifs », des forces de rappel qui vont dans le sens contraire du choc initial. L'idée d'efficacité naît d'une transposition directe de ce mécanisme à la finance de marché.

Or, pour cette dernière, la situation est très différente. Quand le prix augmente, il est fréquent d'observer, non pas une baisse mais une hausse de la demande ! En effet la hausse du prix signifie un rendement accru pour ceux qui possèdent le titre, du fait de la plus-value réalisée. La hausse du prix attire donc de nouveaux acheteurs, ce qui renforce encore la hausse initiale. Les promesses de bonus poussent les traders à amplifier encore le mouvement. Jusqu'à l'incident, imprévisible mais inévitable, qui provoque l'inversion des anticipations et le krach. Ce phénomène digne des moutons de Panurge est un processus à « feedbacks positifs », qui aggrave les déséquilibres. C'est la bulle spéculative : une hausse cumulative des prix qui se nourrit elle-même. Ce type de processus ne produit pas des prix justes, mais au contraire des prix inadéquats.

La place prépondérante occupée par les marchés financiers ne peut donc conduire à une quelconque efficacité. Plus même, elle est une source permanente d'instabilité, comme le montre clairement la série ininterrompue de bulles que nous avons connue depuis 20 ans : Japon, Asie du Sud-Est, Internet, Marchés émergents, Immobilier, Titrisation. L'instabilité financière se traduit ainsi par de fortes fluctuations des taux de change et de la Bourse, manifestement sans rapport avec les fondamentaux de l'économie. Cette instabilité, née du secteur financier, se propage à l'économie réelle par de nombreux mécanismes.

L'intégration financière a porté le pouvoir de la finance à son zénith par le fait qu'elle unifie et centralise la propriété capitaliste à l'échelle mondiale. Désormais c'est elle qui détermine les normes de rentabilité exigées de l'ensemble des capitaux. Le projet était que la finance de marché se substitue au financement bancaire des investissements. Projet qui a d'ailleurs échoué, puisqu'aujourd'hui, globalement, ce sont les entreprises qui financent les actionnaires au lieu du contraire. La gouvernance des entreprises s'est néanmoins profondément transformée pour atteindre les normes de rentabilité du marché. Avec la montée en puissance de la valeur actionnariale, s'est imposée une conception nouvelle de l'entreprise et de sa gestion, pensées comme étant au service exclusif de l'actionnaire. L'idée d'un intérêt commun propre aux différentes parties prenantes liées à l'entreprise a disparu. Les dirigeants des entreprises cotées en Bourse ont désormais pour mission première de satisfaire le désir d'enrichissement des actionnaires et lui seul. En conséquence, ils cessent eux-mêmes d'être des salariés, comme le montre l'envolée démesurée de leurs rémunérations. Comme l'avance la théorie de « l'agence », il s'agit de faire en sorte que les intérêts des dirigeants soient désormais convergents avec ceux des actionnaires.

Le ROE (Return on Equity, ou rendement des capitaux propres) de 15% à 25% est désormais la norme qu'impose le pouvoir de la finance aux entreprises et aux salariés. La liquidité est l'instrument de ce pouvoir, permettant à tout moment aux capitaux non satisfaits d'aller voir ailleurs. Face à cette puissance, le salariat comme la souveraineté politique apparaissent de par leur fractionnement en état d'infériorité. Cette situation déséquilibrée conduit à des exigences de profit déraisonnables, car elles brident la croissance économique et conduisent à une augmentation continue des inégalités de revenu. D'une part les exigences de rentabilité inhibent fortement l'investissement : plus la rentabilité demandée est élevée, plus il est difficile de trouver des projets suffisamment performants pour la satisfaire. Les taux d'investissement restent historiquement faibles en Europe et aux États-Unis. D'autre part, ces exigences provoquent une constante pression à la

baisse sur les salaires et le pouvoir d'achat, ce qui n'est pas favorable à la demande. Le freinage simultané de l'investissement et de la consommation conduit à une croissance faible et à un chômage endémique. Cette tendance a été contrecarrée dans les pays anglo-saxons par le développement de l'endettement des ménages et par les bulles financières qui créent une richesse fictive, permettent une croissance de la consommation sans salaires, mais se terminent par des krachs.

Selon les tenants de l'efficience des marchés financiers, les opérateurs de marché prendraient en compte la situation objective des finances publiques pour évaluer le risque de souscrire à un emprunt d'État. Prenons le cas de la dette grecque: les opérateurs financiers et les décideurs s'en remettent aux seules évaluations financières pour juger la situation. Ainsi, lorsque le taux exigé de la Grèce est monté à plus de 10%, chacun en a déduit que le risque de défaut était proche: si les investisseurs exigent une telle prime de risque, c'est que le danger est extrême.

C'est là une profonde erreur si l'on comprend la vraie nature de l'évaluation par le marché financier. Celui-ci n'étant pas efficient, il produit très souvent des prix totalement déconnectés des fondamentaux. Dans ces conditions, il est déraisonnable de s'en remettre aux seules évaluations financières pour juger d'une situation. Évaluer la valeur d'un titre financier n'est pas une opération comparable à la mesure d'une grandeur objective, par exemple à l'estimation du poids d'un objet. Un titre financier est un droit sur des revenus futurs: pour l'évaluer il faut prévoir ce que sera ce futur. C'est affaire de jugement, pas de mesure objective, parce qu'à l'instant t , l'avenir n'est aucunement prédéterminé. Dans les salles de marché, il n'est que ce que les opérateurs imaginent qu'il sera. Un prix financier résulte d'un jugement, une croyance, un pari sur l'avenir: rien n'assure que le jugement des marchés ait une quelconque supériorité sur les autres formes de jugement.

Surtout l'évaluation financière n'est pas neutre: elle affecte l'objet mesuré, elle engage et construit le futur qu'elle imagine. Ainsi les agences de notation financières contribuent largement à déterminer les taux d'intérêt sur les marchés obligataires en attribuant des notes empruntées d'une grande subjectivité voire d'une volonté d'alimenter l'instabilité, source de profits spéculatifs. Lorsqu'elles dégradent la notation d'un État, elles accroissent le taux d'intérêt exigé par les acteurs financiers pour acquérir les titres de la dette publique de cet État, et augmentent par là-même le risque de faillite qu'elles ont annoncé.

Michel Pébereau, l'un des « parrains » de la banque française, décrivait en 2005 dans l'un de ces rapports officiels *ad hoc*, une France étouffée par la dette publique et sacrifiant ses générations futures en s'adonnant à des dépenses sociales inconsidérées. L'État s'endettant comme un père de famille alcoolique qui boit au dessus de ses moyens: telle est la vision ordinairement propagée par la plupart des éditorialistes. L'explosion récente de la dette publique en Europe et dans le monde est pourtant due à tout autre chose: aux plans de sauvetage de la finance et surtout à la récession provoquée par la crise bancaire et financière qui a commencé en 2008: le déficit public moyen dans la zone euro n'était que de 0,6% du PIB en 2007, mais la crise l'a fait passer à 7% en 2010. La dette publique est passée en même temps de 66% à 84% du PIB.

Cependant la montée de la dette publique, en France et dans de nombreux pays européens a d'abord été modérée et antérieure à cette récession: elle provient largement non pas d'une tendance à la hausse des dépenses publiques – puisqu'au contraire celles-ci, en proportion du PIB, sont stables ou en baisse dans l'Union européenne depuis le début des années 1990 – mais de l'effritement des recettes publiques, du fait de la faiblesse de la croissance économique sur la période, et de la contre-révolution fiscale menée par la plupart des gouvernements depuis vingt-cinq ans. Sur plus long terme la contre-révolution fiscale a continuellement alimenté le gonflement de la dette d'une récession à l'autre. Ainsi en France, un récent rapport parlementaire chiffre à 100 milliards d'euros en 2010 le coût des baisses d'impôts consenties entre 2000 et 2010, sans même inclure les exonérations de cotisations sociales (30 milliards) et d'autres « dépenses fiscales ». Faute d'harmonisation fiscale, les États européens se sont livrés à la concurrence fiscale, baissant les impôts sur les sociétés, les hauts revenus et les patrimoines. Même si le poids relatif de ses déterminants varie d'un pays à l'autre, la hausse quasi-générale des déficits publics et des ratios de dette publique en Europe au cours des trente dernières années ne résulte pas principalement d'une dérive coupable des dépenses publiques.

Même si l'augmentation de la dette publique résultait en partie d'une hausse des dépenses publiques, couper dans ces dépenses ne contribuerait pas forcément à la solution. Car la dynamique de la dette publique n'a pas grand chose à voir avec celle d'un ménage: la macroéconomie n'est pas réductible à l'économie domestique. La dynamique de la dette dépend en toute généralité de plusieurs facteurs: le niveau des déficits primaires, mais aussi l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance nominal de l'économie.

Car si ce dernier est plus faible que le taux d'intérêt, la dette va s'accroître mécaniquement du fait de « l'effet boule de neige »: le montant des intérêts explose, et le déficit total (y compris les intérêts de la dette) aussi. Ainsi, au début des années 1990, la politique du franc fort menée par Bérégovoy et maintenue malgré la récession de 1993-94 s'est traduite par un taux d'intérêt durablement plus élevé que le taux de croissance, expliquant le bond de la dette publique de la France pendant cette période. C'est le même mécanisme qui expliquait l'augmentation de la dette dans la première moitié des années 1980, sous l'impact de la révolution néolibérale et de la politique de taux d'intérêts élevés menée par Ronald Reagan et Margaret Thatcher.

Mais le taux de croissance de l'économie lui-même n'est pas indépendant des dépenses publiques: à court terme l'existence de dépenses publiques stables limite l'ampleur des récessions (« stabilisateurs automatiques »); à long terme les investissements et dépenses publiques (éducation, santé, recherche,

infrastructures...) stimulent la croissance. Il est faux d'affirmer que tout déficit public accroît d'autant la dette publique, ou que toute réduction du déficit permet de réduire la dette. Si la réduction des déficits plombe l'activité économique, la dette s'alourdira encore plus. Les commentateurs libéraux soulignent que certains pays (Canada, Suède, Israël) ont réalisé de très brutaux ajustements de leurs comptes publics dans les années 1990 et connu immédiatement après un fort rebond de la croissance. Mais cela n'est possible que si l'ajustement concerne un pays isolé, qui regagne rapidement de la compétitivité sur ses concurrents. Ce qu'oublie évidemment les partisans de l'ajustement structurel européen, c'est que les pays européens ont pour principaux clients et concurrents les autres pays européens, l'Union européenne étant globalement peu ouverte sur l'extérieur. Une réduction simultanée et massive des dépenses publiques de l'ensemble des pays de l'Union ne peut avoir pour effet qu'une récession aggravée et donc un nouvel alourdissement de la dette publique.

Il est une autre affirmation fallacieuse qui confond économie ménagère et macroéconomie, celle selon laquelle la dette publique serait un transfert de richesse au détriment des générations futures. La dette publique est bien un mécanisme de transfert de richesses, mais c'est surtout des contribuables ordinaires vers les rentiers.

En effet, se fondant sur la croyance rarement vérifiée selon laquelle baisser les impôts stimulerait la croissance et accroîtrait *in fine* les recettes publiques, les États européens ont depuis 1980 imité les USA dans une politique de moins-disant fiscal systématique. Les réductions d'impôt et de cotisations se sont multipliées (sur les bénéfices des sociétés, sur le revenu des particuliers les plus aisés, sur les patrimoines, sur les cotisations patronales...), mais leur impact sur la croissance économique est resté très incertain. Ces politiques fiscales anti-redistributives ont donc aggravé à la fois, et de façon cumulative, les inégalités sociales et les déficits publics.

Ces politiques fiscales ont obligé les administrations publiques à s'endetter auprès des ménages aisés et des marchés financiers pour financer les déficits ainsi créés. C'est ce qu'on pourrait appeler « l'effet jackpot » : avec l'argent économisé sur leurs impôts, les riches ont pu acquérir les titres (porteurs d'intérêts) de la dette publique émise pour financer les déficits publics provoqués par les réductions d'impôts... Le service de la dette publique en France représente ainsi 40 milliards d'euros par an, presque autant que les recettes de l'impôt sur le revenu. Tour de force d'autant plus brillant qu'on a ensuite réussi à faire croire au public que la dette publique était la faute des fonctionnaires, des retraités et des malades.

L'accroissement de la dette publique en Europe ou aux USA n'est donc pas le résultat de politiques keynésiennes expansionnistes ou de politiques sociales dispendieuses mais bien plutôt d'une politique en faveur des couches privilégiées : les « dépenses fiscales » (baisses d'impôts et de cotisations) augmentent le revenu disponible de ceux qui en ont le moins besoin, qui du coup peuvent accroître encore davantage leurs placements notamment en Bons du Trésor, lesquels sont rémunérés en intérêts par l'impôt prélevé sur tous les contribuables. Au total se met en place un mécanisme de redistribution à rebours, des classes populaires vers les classes aisées, via la dette publique dont la contrepartie est toujours de la rente privée.

Au niveau mondial, la montée des dettes publiques doit être analysée corrélativement à la financiarisation. Durant les trente dernières années, à la faveur de la totale libéralisation de la circulation des capitaux, la finance a accru considérablement son emprise sur l'économie. Les grandes entreprises recourent de moins en moins au crédit bancaire et de plus en plus aux marchés financiers. Les ménages aussi voient une part croissante de leur épargne drainée vers la finance pour leurs retraites, via les divers produits de placement ou encore dans certains pays via le financement de leur logement (prêts hypothécaires). Les gestionnaires de portefeuille cherchant à diversifier les risques, ils recherchent des titres publics en complément de titres privés. Ils les trouvaient facilement sur les marchés car les gouvernements menaient des politiques similaires conduisant à un essor des déficits : taux d'intérêt élevés, baisses d'impôts ciblées sur les hauts revenus, incitations massives à l'épargne financière des ménages pour favoriser les retraites par capitalisation, etc.

Au niveau de l'UE, la financiarisation de la dette publique a été inscrite dans les traités: depuis Maastricht les Banques centrales ont interdiction de financer directement les États, qui doivent trouver prêteurs sur les marchés financiers. Cette « répression monétaire » accompagne la « libération financière » et prend l'exact contrepied des politiques adoptées après la grande crise des années 1930, de « répression financière » (restrictions drastiques à la liberté d'action de la finance) et de « libération monétaire » (avec la fin de l'étalon-or). Il s'agit de soumettre les États, supposés par nature trop dépensiers, à la discipline de marchés financiers supposés par nature efficaces et omniscients.

Résultat de ce choix doctrinaire, la Banque centrale européenne n'a ainsi pas le droit de souscrire directement aux émissions d'obligations publiques des États européens. Privés de la garantie de pouvoir toujours se financer auprès de la Banque Centrale, les pays du Sud ont ainsi été les victimes d'attaques spéculatives. Certes depuis quelques mois, alors qu'elle s'y était toujours refusé au nom d'une orthodoxie sans faille, la BCE achète des obligations d'État au taux d'intérêt du marché pour calmer les tensions sur le marché obligataire européen. Mais rien ne dit que cela suffira, si la crise de la dette s'aggrave et que les taux d'intérêt de marché s'envolent. Il pourrait alors être difficile de maintenir cette orthodoxie monétaire dénuée de fondements scientifiques sérieux.

<http://economistes-atterres.blogspot.com/2010/09/manifeste-des-economistes-atterres.html>