

LE CAPITAL SANS XXI^e SIÈCLE

Quand les capitalistes ne croient
plus au capitalisme

Les financiers ne croiraient-ils plus au capitalisme ? À l'été 2016, plus de 13 000 milliards de dollars de titres ont un rendement négatif. Les investisseurs préfèrent donc perdre de l'argent en les achetant plutôt que d'investir dans des opérations considérées comme trop risquées – témoignant ainsi de leur perte de confiance en l'avenir. Pour faire face à cette situation inédite, des mesures monétaires drastiques ont été prises par les banques centrales. Mais, outre qu'elles se révèlent largement inefficaces, elles créent de fortes dissensions au sein même des élites financières... Cette tempête économique, quoique d'une ampleur exceptionnelle, n'est qu'un symptôme supplémentaire d'un mouvement tectonique initié voici plusieurs décennies et qui voit le système capitaliste s'enfoncer dans la « stagnation séculaire ». Mais comment un système voué à l'accumulation peut-il être durablement amené à stagner ? Et quelles en sont les conséquences pour la stabilité politique et sociale des pays ?

Accumuler pour accumuler, produire pour produire, telle est la vocation historique du capitalisme nous disent Marx et les classiques. À cette aune, quelque chose ne tourne pas rond dans le capitalisme contemporain. Alors qu'à son âge d'or, dans les années 1960, la croissance économique mondiale flirtait avec les 6%, elle a connu depuis une décélération continue et lorgne désormais vers les 2%. Et la crise des *subprimes* n'a rien arrangé. Près d'une décennie après ce choc qui faillit emporter le système financier, l'économie est toujours à la peine

et, en dépit d'un activisme sans précédent des banques centrales, nulle rémission ne s'annonce.

Dans un tel contexte, la « stagnation séculaire » – c'est-à-dire l'idée que la dépression économique devienne la norme – s'est facilement imposée comme *le* grand débat économique de notre époque. L'ancien secrétaire d'État au Trésor Lawrence Summers, le « Nobel » d'économie Paul Krugman, l'ancien président de la FED Ben Bernanke, l'ancien conseiller économique de Georges W. Bush Gregory

Mankiw... : outre-Atlantique, la plupart des grands noms de la science économique y participent. La prestigieuse *American Economic Review* lui a consacré un numéro spécial et Janet Yellen, la présidente en exercice de la Banque fédérale américaine, y fait référence dans ses discours.

EN EUROPE, OÙ LA SITUATION EST BIEN PLUS DÉGRADÉE, LA DISCUSSION PARMIS LES ÉCONOMISTES SUR LA « STAGNATION SÉCULAIRE » A À PEINE COMMENCÉ.

Ironiquement, en Europe, où la situation est bien plus dégradée, c'est avec un temps de retard qu'une partie des économistes seulement, principalement des post-keynésiens et des économistes de banque, osent aborder cette discussion. Jusqu'à présent, la majorité de la profession et des décideurs continuent de faire comme si l'activité économique allait retrouver la croissance modérée de la fin du XX^e siècle et ses fluctuations cycliques habituelles. « *Je ne crois pas à la grande stagnation* », déclarait ainsi récemment le « Nobel » français d'économie Jean Tirole au *Figaro*. Dans son opus de 610 pages *Économie du bien commun*, paru au printemps 2016, il n'emploie qu'une fois le mot « capitalisme », à propos des travaux de Max Weber sur les rapports entre économie et religion, préférant utiliser le terme d'« économie de marché ». Ce choix sémantique n'a évidemment rien d'innocent. « *L'économie de marché, écrit-il, n'est en rien une finalité. Elle n'est tout au plus qu'un instrument* »

d'allocation des ressources permettant efficacement de concilier intérêt individuel et intérêt général¹. Réduite à un problème d'organisation et d'incitations, privée de classes sociales, l'économie n'a pas de dynamique systémique ni de trajectoire historique. L'idée de lois tendancielles qui animent le capitalisme est complètement étrangère à cet univers intellectuel. Or c'est justement à ce niveau que se situe l'enjeu des débats sur la stagnation séculaire, à savoir les limites internes au capitalisme et la possibilité éventuelle de les surmonter par l'intervention publique.

Dans *L'anti-Œdipe*, Félix Guattari et Gilles Deleuze pointent précisément le problème : « *Si le capitaliste ne se définit pas par la jouissance, ce n'est pas seulement parce que son but est le « produire pour produire » générateur de plus-value, mais la réalisation de cette plus-value : une plus-value de flux non réalisée est comme non produite, et s'incarne dans le chômage et la stagnation.* » Or, si les capitalistes savent produire des profits en abondance, ils sont bien incapables de trouver par eux-mêmes des débouchés pour les absorber et poursuivre la croissance. Le rôle de l'État est à cet égard décisif puisque « *ce qu'il absorbe ne se retranche pas de la plus-value des entreprises, mais s'y ajoute en rapprochant l'économie capitaliste de son plein rendement dans des limites données, et en élargissant à son tour ces limites* »².

Un capitalisme durablement stagnant ne serait plus un capitalisme. C'est en ce sens que le problème de la stagnation séculaire pose la question du devenir du capitalisme et de

SI LES CAPITALISTES SAVENT PRODUIRE DES PROFITS, ILS SONT SOUVENT BIEN INCAPABLES DE TROUVER DES DÉBOUCHÉS POUR LES ABSORBER.

la démocratie libérale qui lui est aujourd'hui associée. L'intervention étatique parviendra-t-elle une nouvelle fois à permettre au système d'élargir ses propres limites? Ou bien sommes-nous entrés dans une transition vers un post-capitalisme aux contours mal définis? Cette question reste ouverte, mais les débats sur la stagnation montrent déjà clairement que nous changeons d'époque.

La demande déprimée

Un des principaux disciples états-uniens de Keynes, Alvin Hansen, utilisa le premier le terme de « *stagnation séculaire* » dans un article publié en 1939. Selon lui, les caractéristiques de l'innovation, l'absence de nouveaux territoires disponibles pour l'expansion du capital et le ralentissement de la croissance démographique sont les facteurs qui empêchent le déploiement d'investissements suffisants pour atteindre le plein-emploi. Avec l'expansion de l'après-guerre, la réflexion d'Hansen disparut des débats. Elle resurgit avec force lorsque Lawrence Summers la tira de l'oubli lors d'un discours au FMI en novembre 2013³. Summers n'a pas exactement le profil d'un sympathique progressiste : chantre de la libéralisation financière dans les années 1990, il expliqua dans un mémoire de la Banque mondiale qu'il était rationnel de

délocaliser les industries polluantes dans les pays pauvres ; il fut également associé aux privatisations frauduleuses en Russie dans les années 1990... Il est cependant le personnage central dans le retour des thèses stagnationnistes. L'interprétation de Summers peut se résumer de la manière suivante : les taux d'intérêt sont trop élevés pour stimuler l'investissement mais si faibles qu'ils favorisent la formation de bulles financières. Les agents ont une telle préférence pour la précaution que permet l'épargne et sont tellement pessimistes sur les rendements possibles des investissements qu'il serait nécessaire de pénaliser fortement l'épargne pour leur permettre de s'équilibrer. À défaut, les capitaux disponibles restent en lévitation dans la sphère financière plutôt que d'être mobilisés dans le monde de la production⁴. Cette situation résulte selon lui d'une multiplicité de facteurs, parmi lesquels le ralentissement de la croissance démographique, la baisse des prix des biens de production qui limite le coût des investissements et rend donc plus difficile l'absorption de l'épargne, l'augmentation des inégalités qui contraint la consommation des pauvres et accroît l'épargne des riches ou encore un système financier dopé aux taux d'intérêt faibles qui devient inapte à distribuer les risques et à sélectionner les investissements. La crise financière de 2007-2008 a brutalement aggravé les choses – lorsque la finance chute, la demande s'effondre et les espérances de profits suivent. L'économie est alors entrée dans un cercle vicieux : faute d'investissement, la demande est insuffisante et l'offre se dégrade. Les machines s'usent, l'innovation ralentit, les travailleurs au

AUJOURD'HUI, LES CAPITAUX DISPONIBLES RESTENT EN LÉVITATION DANS LA SPHÈRE FINANCIÈRE PLUTÔT QUE D'ÊTRE MOBILISÉS DANS LE MONDE DE LA PRODUCTION.

chômage perdent leurs compétences. Bref, aux faiblesses patentées dès le tournant du millénaire se sont ajoutés les effets de la crise financière la plus importante depuis les années 1930. Les économies capitalistes sont atteintes en leur cœur : leur potentiel de croissance à long terme s'amenuise et avec lui les espérances de profit et l'appétit pour l'investissement. C'est le sauve-qui-peut général vers les actifs sans risque, un grand « tous aux abris » qui met la machinerie économique à l'arrêt.

Les conclusions que tire Summers de cette analyse pour les politiques économiques rejoignent en partie celles des post-keynésiens traditionnellement ancrés bien plus à gauche. C'est à l'État que revient, à travers l'investissement public, de stimuler la demande et de définir les besoins qu'il convient de couvrir en priorité, à commencer par la lutte contre le changement climatique et le développement des infrastructures fortement délabrées aux États-Unis. Summers argumente également en faveur de politiques agressives de lutte contre les inégalités – *via* l'augmentation du salaire minimum et le renforcement des syndicats⁵ – et condamne les politiques d'austérité en Europe, qu'il juge

désastreuses, tout en déniaient toute efficacité en termes de création d'emploi aux réformes structurelles visant à flexibiliser le marché du travail, du type de la « loi travail » en France.

La mondialisation du contrôle oligopolistique

Il existe une seconde lignée d'analyse de la stagnation qui, contrairement à celle initiée par Hansen, ne s'est pas éteinte durant la seconde moitié du xx^e siècle. C'est la tradition marxiste portée par Paul Sweezy et ses collègues de la *Monthly Review*. Celle-ci caractérise le capitalisme tardif par trois tendances : la monopolisation, la stagnation et la financiarisation. Un régime concurrentiel imparfait aboutit à un degré élevé de concentration dans l'économie. En raison de leur pouvoir de marché, c'est-à-dire de leur capacité à imposer les prix du fait de leur position oligopolistique, les grandes firmes sont en mesure de préserver leurs marges en toutes circonstances et ne sont donc pas contraintes à investir par l'aiguillon de la compétition. Il en résulte une tendance à l'accumulation excessive de profits qui ne trouvent pas de débouchés. Faute de nouvelles opportunités d'investissement aussi profitables que celles déjà contrôlées par les grandes firmes, les profits s'amassent hors de la sphère de la production. Ces capitaux en excès se déversent dans la sphère financière, où ils donnent lieu à des opérations de plus en plus sophistiquées nourrissant la fantasmagorie insoutenable de la perpétuation de gains hors de tout lien avec la sphère productive. Cette première fragilisation financière est accentuée par une autre vulnérabilité du côté de la demande.

SELON LA TRADITION MARXISTE, LE CAPITALISME TARDIF EST CARACTÉRISÉ PAR TROIS TENDANCES : LA MONOPOLISATION, LA STAGNATION ET LA FINANCIARISATION.

L'insuffisance de l'investissement vient en effet affaiblir cette dernière, engendrant un cercle vicieux où ralentissement de l'activité, chômage et capacités de production en excès se renforcent mutuellement.

Au printemps 2016, l'hebdomadaire britannique *The Economist*, puis Lawrence Summers et Paul Krugman se rallient à cette interprétation⁶, sans avoir l'élégance de faire référence à Sweezy. Notant qu'aux États-Unis le degré de concentration s'était accru dans la plupart des industries et que les profits des grandes entreprises atteignaient des niveaux record, ces analystes ont réinventé l'eau chaude sweezienne : si le pouvoir de monopole augmente, les profits s'accroissent et l'investissement diminue ; en bref, exactement ce que l'on observe outre-Atlantique sur la dernière période. Plutôt que d'investir, les grandes entreprises accumulent des piles de cash – 1 700 milliards de dollars aux États-Unis en 2015 dont 216 pour la seule Apple – qu'elles redistribuent aux actionnaires ou bien dépensent en opérations de fusion-acquisition⁷.

L'augmentation du niveau de concentration résulte de multiples facteurs. Le premier, ce sont précisément ces opérations de fusion-acquisition qui ont repris à un rythme accéléré,

dopées par l'abondance du crédit à bon marché. En 2015, leur valeur s'est élevée à 4 600 milliards de dollars, dépassant le montant record de 4 300 milliards atteint en 2007, à la veille de la crise financière⁸. Les économies opérationnelles réalisées, notamment sur le dos des salariés en réduisant les effectifs « redondants », se traduisent rarement par des baisses de prix pour les consommateurs mais presque toujours par des dividendes accrus pour les actionnaires.

Un autre facteur de concentration provient du rôle croissant de l'influence sur la réglementation dans la concurrence inter-capitaliste : les dépenses de lobbying ne cessent de progresser, soulignant l'avantage compétitif cumulatif que procure aux firmes les plus puissantes des règles favorisant leurs propres activités. Enfin, les gros actionnaires institutionnels que sont les assurances, les fonds de pension et les fonds d'investissement mandatent les conseils d'administration qu'ils élisent pour qu'ils maximisent le revenu par action à court terme. Pour atteindre ce but, les managers doivent centrer l'activité de leur entreprise sur leur cœur de métier, là où ils disposent de l'avantage concurrentiel le plus net. Il s'agit de construire, conformément à l'adage du magnat Warren Buffett, « *des citadelles économiques protégées par des douves infranchissables* ».

Ces positions se trouvent amplifiées par la mondialisation. Non seulement les firmes oligopolistiques tirent bénéfice d'opérations à une échelle bien plus large qu'au xx^e siècle, mais surtout elles sont en mesure d'exercer une formidable pression à la baisse sur les prix

auprès de leurs fournisseurs : grâce à l'abaissement des barrières douanières, au développement des technologies de communication et à la baisse des coûts des transports, elles mettent en concurrence les producteurs des quatre coins du globe. Par ailleurs, elles imposent les normes techniques de production assurant la perpétuation de leur domination et s'approprient les gains économiques qui résultent des améliorations de l'efficacité productive et de la disponibilité d'une main-d'œuvre à bas coût.

LES FIRMES OLIGOPOLISTIQUES TIRENT BÉNÉFICIE D'OPÉRATIONS À UNE ÉCHELLE BIEN PLUS LARGE QU'AU XX^e SIÈCLE ET PEUVENT METTRE EN CONCURRENCE LES PRODUCTEURS DES QUATRE COINS DU GLOBE.

L'enlèvement du capitalisme de la connaissance

À ce phénomène de mondialisation du contrôle oligopolistique s'ajoute une transformation qualitative des forces de la production du fait de la montée en puissance de ce que des penseurs comme André Gorz ou Antonio Negri appellent *le travail immatériel*, et qui renvoie à la place de l'information et de la connaissance dans les processus de création de valeur⁹. Avec l'affirmation de l'idéologie propriétaire dans les années 1980¹⁰ et, en particulier, les accords de l'Organisation mondiale du commerce sur la protection des droits intellectuels, des pans entiers de l'activité humaine qui échappaient à toute appropriation privée furent capturés

par les grandes firmes : brevetage des semences agricoles, des médicaments et privatisation des résultats de la recherche fondamentale. C'est ce qu'explique l'économiste italien Ugo Pagano dans un article récemment publié dans le prestigieux *Cambridge Journal of Economics* : « *La principale caractéristique du capitalisme intellectuel monopoliste est que le monopole n'est pas simplement fondé sur le pouvoir de marché résultant de la concentration des compétences dans les machines et dans le management ; c'est aussi un monopole légal sur des éléments de connaissance.* Or, poursuit-il, *la connaissance n'est pas un objet défini dans un espace physique limité. [...] Pour cette raison, la privatisation complète de la connaissance signifie un monopole mondial qui limite la liberté d'action de très nombreux individus dans une multiplicité de lieux* ». C'est en ce sens que Vandana Shiva a pu parler de nouvelles enclosures¹¹, en référence à cet épisode décisif dans l'émergence du capitalisme en Grande-Bretagne, entre le XVI^e et le XIX^e siècle, qui vit les paysans expropriés de leurs terres et la formation d'une réserve abondante de main-d'œuvre prolétarisée.

Les conséquences de cette monopolisation de la connaissance sont absolument désastreuses pour la dynamique économique. La course aux brevets se traduit par la multiplication des entraves au déploiement des techniques disponibles et, plus grave encore, par le blocage par anticipation de toutes les innovations requérant des dispositifs brevetés mais laissés en jachère. Le monopole de la connaissance joue aussi en sens inverse : en favorisant les rendements d'échelle associés à l'immatériel, les grandes

firmes de l'économie numérique, dont Google est le parangon, accaparent les connaissances des utilisateurs à travers la capture de données et construisent à partir de l'accumulation de ces données des services exclusifs qui sont autant de forteresses monopolistiques inexpugnables par les seules forces de la compétition économique. En somme, la tendance à la monopolisation est à la fois plus puissante et plus délétère du fait des propriétés spécifiques de l'économie de la connaissance.

Les taux d'intérêt négatifs, une situation monétaire inédite

Les responsables politiques en charge de la maintenance de la machinerie capitaliste n'ont pas encore pris la mesure de la stagnation. Après avoir brièvement ouvert les vannes de la dépense budgétaire pour faire face au choc financier de 2008, ils sont rapidement revenus à des politiques de réduction des déficits et de réformes structurelles qui se sont révélées inopérantes. Laissées par les gouvernements seules face à la déflation rampante et un système financier mal remis du traumatisme de 2008, les banques centrales se sont résolues à des manœuvres inédites, au risque d'ouvrir de nouvelles voies d'eau dans des économies en perdition.

Depuis 2014, les banques centrales du Danemark, de Suède, de Suisse ainsi que la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon appliquent des taux d'intérêt négatifs sur les fonds que leur déposent les banques. Par exemple, à l'été 2016, les banques se voient infliger un taux de - 0,4% sur

l'argent qu'elles déposent sur leur compte à la BCE. Aux États-Unis et en Grande Bretagne, ces mêmes taux ne sont que légèrement positifs. En parallèle, reprenant le flambeau de la Réserve fédérale américaine (FED), la Banque du Japon, la BCE et la Banque d'Angleterre se sont mises à acheter massivement des titres de la dette publique, des créances immobilières et, plus récemment, des obligations d'entreprise. Ce faisant, les principales banques centrales inondent de liquidités les marchés financiers et font monter le cours des actifs. L'effet recherché – et obtenu – est une réduction des taux dans l'ensemble du système financier à des niveaux très faibles. À travers la baisse du coût du crédit, l'objectif est que les banques prêtent davantage aux ménages et aux entreprises afin de faire redémarrer l'activité. C'est à ce niveau que la mécanique s'enraye. La baisse généralisée des taux n'entraîne pas de reprise de la croissance mais débouche sur une situation monétaire et financière périlleuse.

À TRAVERS LA BAISSÉ DU COÛT DU CRÉDIT, L'OBJECTIF EST QUE LES BANQUES PRÊTENT DAVANTAGE AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES AFIN DE FAIRE REDÉMARRER L'ACTIVITÉ.

À l'été 2016, plus de 13 000 milliards de dollars de titres, principalement de la dette publique, ont un rendement négatif. C'est le cas de 55% des obligations d'État en circulation dans la zone euro et des obligations d'une trentaine de grandes entreprises européennes.

Concrètement, cela signifie que les investisseurs – assurances, fonds de pension, banques, etc. – acceptent de payer pour prêter de l’argent. Cette situation est inédite. Les économistes ont toujours considéré que 0 % était un plancher infranchissable pour les taux d’intérêt. Sauf à supposer une épidémie d’altruisme aiguë, comment en effet imaginer que quiconque accepte de prêter maintenant pour recevoir moins plus tard, c’est-à-dire de prêter, littéralement, pour moins que rien ? Pourquoi ne pas plutôt garder cette valeur soi-même ? Cette question n’a plus rien de théorique. Kommerzbank, la deuxième banque allemande, étudie déjà l’éventualité de conserver une partie de ses liquidités en cash. Au Japon, c’est le cas de 15 % des 500 entreprises grandes et moyennes interrogées dans le cadre d’une enquête de Reuters¹², un pays où les ventes de coffres-forts sont en hausse de 50 % en 2016. Certes, la généralisation du stockage et de la manipulation de grosses sommes d’argent liquide comporte des coûts logistiques et d’assurance importants, mais la possibilité de la course au cash existe. Bien sûr, si elle se matérialisait, les autorités monétaires ne manqueraient pas de réagir. Une banque centrale peut taxer les retraits et, pourquoi pas, proscrire purement et simplement le cash physique. Le directeur général de la Deutsche Bank, John Cryan, pronostique ainsi la disparition pure et simple de l’argent liquide d’ici une décennie.

Rendements négatifs, risque de course vers le cash... le climat monétaire est extrême. La gestion de la monnaie est devenue la principale ligne de défense contre la stagnation.

LA GESTION DE LA MONNAIE EST DEVENUE LA PRINCIPALE LIGNE DE DÉFENSE CONTRE LA STAGNATION.

Mais, avec l’échec des banquiers centraux à faire redémarrer la croissance, des fractures de plus en plus béantes s’ouvrent parmi les dirigeants économiques en charge de la maintenance de la machinerie capitaliste. D’un côté, les partisans d’une restauration de la discipline de marché veulent mettre un terme au baume de politiques monétaires accommodantes qui ne suffisent même plus à gagner du temps. À l’opposé, les keynésiens plaident pour doubler de volontarisme par une action budgétaire vigoureuse. Soumis au double impératif de contrer la stagnation qui s’incruste et de préserver l’hégémonie de la finance acquise de haute lutte au cours des dernières décennies, les banquiers centraux sont écartelés entre ces deux pôles.

Des effets indésirables très sérieux sur le système financier

La politique de la concurrence est un des piliers de l’Union européenne. Au nom du libre fonctionnement du marché unique, cet ensemble de règles prohibe l’intervention publique en faveur de telle ou telle industrie, de telle ou telle firme. Mais l’expérience de ces dernières années montre que le secteur financier bénéficie d’un régime d’exception. Les plans de sauvetage des banques, la gestion de la crise des dettes souveraines et, dans la période plus récente, la politique de la BCE, s’apparentent

à une véritable politique industrielle, extrêmement puissante et volontariste.

Les banques, en particulier, ont largement bénéficié de la politique monétaire. D'abord, grâce à la baisse des taux, les emprunteurs deviennent plus solvables, ce qui limite le risque pour les banques de se retrouver avec des mauvaises créances. De plus, elles continuent de bénéficier d'un accès extraordinairement avantageux aux prêts de la banque centrale. Le dernier dispositif inauguré au printemps 2016 permet aux banques commerciales d'emprunter sur quatre ans à un taux négatif de - 0,4% pour peu qu'elles augmentent leurs prêts au secteur non financier (hors immobilier) ou qu'elles maintiennent ceux-ci à un niveau plus important que la collecte d'épargne. Ce sont jusqu'à 1 640 milliards de dollars qui sont ainsi mis à disposition des banques et rémunérés : une somme proprement astronomique qui représente une fois et demi les dépenses totales annuelles des administrations publiques françaises ou encore 15% de la richesse produite chaque année dans la zone euro. Enfin, les rachats massifs d'actifs évoqués précédemment se poursuivent au rythme mensuel de 80 milliards d'euros, ce qui contribue à soutenir la valeur des titres et aide les banques à assainir leurs bilans dégradés par la crise des *subprimes* puis les secousses dans la zone euro.

Hyun Song Chin, l'économiste en chef de la Banque des règlements internationaux – la banque des banques centrales, basée à Bâle –, compte parmi les critiques des taux d'intérêt

SI LES ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS EUROPÉENS NE PRÊTENT PAS SUFFISAMMENT À L'ÉCONOMIE, C'EST PARCE QU'ILS ONT PRIVILÉGIÉ LA RÉMUNÉRATION DE LEURS ACTIONNAIRES.

négatifs, mais il confirme que les banques ont amplement bénéficié des largesses de la BCE. Pour lui, si les établissements financiers européens ne prêtent pas suffisamment à l'économie, c'est parce qu'ils ont privilégié la rémunération de leurs actionnaires. Entre 2007 et 2014, 90 banques de la zone euro ont distribué 196 milliards d'euros de dividendes, ne conservant que 261 milliards pour reconstituer leur capital. Ce phénomène est encore plus marquant pour les banques françaises, qui ont versé 45 milliards à leurs actionnaires sur leurs 71 milliards de profits cumulés. Alors que tout le monde a encore en tête le méga-sauvetage dont a bénéficié le secteur financier et que, au lendemain du Brexit, les banques italiennes et allemandes tendent à nouveau la main, c'est embarrassant. Comme l'écrit sobrement M. Shin : « *Les motivations privées [des actionnaires et des managers] sont faciles à comprendre, mais si elles ont pour résultat d'éroder le capital des banques qui est à la base de leur activité de prêt à l'économie réelle, alors un conflit pourrait se faire jour entre les intérêts privés de certains acteurs du secteur bancaire et l'intérêt public en général*¹³. » En clair, les banques ont largement profité de la politique monétaire, ce qui n'a pas empêché leurs dirigeants et propriétaires d'adopter un comportement opportuniste nuisible à la société dans son ensemble.

Si elle a contribué à soutenir les institutions financières, la politique ultra-accommodante des autorités monétaires commence cependant à avoir des effets indésirables très sérieux. Frank Grund, le chef de la division assurance et fonds de pension de l'autorité fédérale de supervision financière allemande (BaFin), considère ainsi que les taux d'intérêt négatifs sont « *un poison insidieux* » qui menace l'ensemble du secteur financier. Il a récemment averti que certains fonds de pension ne seraient bientôt plus en mesure de tenir l'intégralité de leurs engagements sans soutien extérieur¹⁴. Le mécanisme, qui touche de plein fouet les systèmes de retraites par capitalisation, est simple : les fonds de pension financent les retraites grâce aux revenus qu'ils perçoivent des placements de l'épargne qu'ils collectent. Si les rendements diminuent, les revenus fondent et les engagements pris auprès des retraités ne sont plus tenables.

CERTAINS FONDS DE PENSION NE SERAIENT BIENTÔT PLUS EN MESURE DE TENIR L'INTÉGRALITÉ DE LEURS ENGAGEMENTS.

Le secteur des assurances est également menacé. D'un côté, les pertes s'accumulent sur les assurances vie à rendements garantis dont les épargnants sont friands, car les fonds collectés sont très majoritairement placés en obligations publiques qui ne rapportent plus rien. D'un autre côté, les assurances sont fragilisées sur le plan de leurs actifs (immobilier, obligations, actions...). En effet, elles sont tenues par

la réglementation d'avoir des placements suffisants pour faire face à leurs engagements. Or le niveau des actifs exigés dépend là aussi des rendements obtenus. Avec la diminution des rendements, elles doivent réajuster leur bilan, ce qui passe par une augmentation des primes payées par les assurés et/ou une diminution de la couverture des risques.

Du côté des banques, la baisse des taux fait aussi chuter les revenus. En effet, celles-ci se rémunèrent en partie grâce aux intérêts qu'elles perçoivent en prêtant les dépôts que nous leur confions. Dans un contexte de taux faibles, ces gains s'évanouissent puisque, sous peine de provoquer des retraits massifs, elles ne peuvent pas imposer des taux négatifs aux déposants. Le problème est limité pour les grandes banques qui, à l'instar des banques françaises, peuvent compenser ce manque à gagner en augmentant les frais qu'elles imposent à leurs clients, investisseurs ou particuliers. Il est en revanche critique pour les banques petites et moyennes qui tirent l'essentiel de leurs profits de la différence entre les taux auxquels elles prêtent et ceux auxquels elles rémunèrent leurs déposants.

Des économies accros aux taux bas

Mario Draghi, l'actuel président de la BCE et ancien de Goldman Sachs, oppose un argument massue à ces critiques : « *Supposons que nous n'ayons pas agi du tout. Supposons que nous ayons adopté ce que j'appelle la stratégie du «nein zu Allem» [non à tout] qui consiste à ne rien faire. Que se serait-il passé ? Nous sommes convaincus que cela aurait entraîné une déflation*

*désastreuse*¹⁵. » Tout le monde en convient, en inondant de liquidités le système financier, la BCE a réussi à contenir la déflation. Le problème, c'est que cette capacité à endiguer le pire peut difficilement s'apparenter à un succès. L'économie européenne est toujours à la peine, l'évolution des prix fluctue autour de zéro et aucun signe tangible d'amélioration n'apparaît. Le problème dépasse largement le cas de la BCE. L'activisme des autorités monétaires dans toutes les grandes économies est terriblement impressionnant, mais son efficacité l'est nettement moins. L'image la plus souvent retenue est celle de l'héroïnomane. Il faut toujours augmenter la dose et pourtant l'effet ne cesse de s'évaporer.

L'ACTIVISME DES AUTORITÉS MONÉTAIRES EST TERRIBLEMENT IMPRESSIONNANT, MAIS SON EFFICACITÉ L'EST NETTEMENT MOINS.

Claudio Borio, un économiste de la Banque des règlements internationaux qui compte parmi les plus influents en matière monétaire et financière, propose une explication inspirée des travaux de l'économiste post-keynésien Hyman Minsky et, plus encore, des positions traditionnelles des libéraux de l'école autrichienne : Ludwig von Mises et Friedrich Hayek. Sa position, exposée dans le *Cato Journal*, l'organe du think tank libertarien¹⁶ du même nom, est qu'il convient de « *se focaliser moins exclusivement sur le risque de déflation et d'accorder davantage d'attention aux menaces associées au cycle financier*¹⁷ »,

c'est-à-dire à la question de la formation de bulles spéculatives qui endommagent fortement les économies lorsqu'elles explosent.

Au cours des dernières décennies, les politiques monétaires ont été systématiquement biaisées en faveur d'une baisse des taux, ce qui a contribué à la formation de bulles financières toujours plus puissantes. Et à chaque fois que celles-ci ont éclaté – comme depuis 2008 ou encore au lendemain de la bulle Internet au début des années 2000 –, il fut très difficile pour les banquiers centraux de remonter les taux suffisamment vite en raison des dégâts économiques que cela risquait de provoquer. Aujourd'hui encore, les agents étant très endettés, une hausse des taux risquerait de précipiter l'économie tout entière dans la dépression. Au fil du temps, les économies sont devenues de plus en plus dépendantes du crédit à bon marché. Du fait de l'accoutumance aux taux bas, l'endettement ne s'est pas réduit ; au contraire, de booms en crashes, il n'a cessé de s'accroître. En somme, les taux hier trop faibles expliquent que les taux soient si bas aujourd'hui. En bout de course, c'est-à-dire dans la situation qui est la nôtre, la politique monétaire traditionnelle est à cours de munitions.

Contraints d'inventer de nouveaux instruments, les banquiers centraux recourent aux politiques non conventionnelles que l'on a évoquées : les rachats de titres et les taux d'intérêt négatifs. Loin d'écarter le danger, ces politiques produisent de nouvelles fragilités financières en poussant artificiellement la valeur des titres vers le haut. Ainsi, le 9 juin 2016, Bill Gross,

le fondateur du méga-fond d'investissement Pimco et actuel gestionnaire du fond Janus, avertissait dans un Tweet : « *Les rendements globaux sont à leur plus bas niveau depuis 500 ans qu'ils sont enregistrés... C'est une supernova qui va finir par exploser*¹⁸. » Comment ? Si une remontée des taux prend par surprise les marchés, la valeur des titres va brusquement s'effondrer. D'après Goldman Sachs, une simple remontée de 1 % des taux sur les bons du Trésor américain entraînerait des pertes financières d'un montant de 1 000 milliards de dollars, soit davantage que les pertes sur les titres immobiliers lors de la crise des *subprimes*...

Les banques centrales entre le risque de déflation et la formation de bulles

À ce stade, on l'aura compris, la politique monétaire navigue entre Charybde et Scylla. L'interventionnisme des banquiers centraux, en particulier en Europe, atteint ses limites. D'un côté, Claudio Borio prend la tête des fourmis, parmi lesquelles on compte la Banque centrale allemande et de nombreuses institutions bancaires, assurantielles et financières de ce pays. Il préconise d'abandonner l'objectif d'inflation, c'est-à-dire de tolérer une baisse des prix et de réduire la distribution de crédit. Plus profondément, il indique que l'excès de crédit a non seulement des effets déstabilisateurs lorsque les agents sont obligés de se désendetter mais, plus insidieusement, que les bulles et les phases de contraction conduisent à une mauvaise allocation des ressources. Bref, il n'y aurait d'autre choix qu'un pénible ajustement pour remettre l'économie sur les rails de la croissance saine.

L'enjeu est de défendre l'épargne, le prix à payer est un puissant choc récessif, avec son cortège de dégâts sociaux et d'instabilité politique.

Ces chocs économiques, sociaux et politiques sont précisément ce que craignent par-dessus tout d'autres franges des classes dominantes. Et les grandes banques, comme l'exprime le président de la Société générale et ancien membre du directoire de la BCE, Lorenzo Bini Smaghi, ne veulent surtout pas renoncer à la garantie implicite que leur apportent les États¹⁹. C'est aussi la position du *Financial Times* qui, le 10 juin 2016, publiait un éditorial soutenant franchement les politiques agressives des banques centrales et dans lequel on pouvait lire que « *les taux d'intérêt négatifs ne sont pas le problème. Ils sont la preuve de la détermination des banques centrales à agir pour faire face à la faiblesse de la croissance et de l'inflation. [...] Il ne faut en aucun cas augmenter les taux d'intérêt à court terme en imaginant qu'il serait possible de renouer avec des niveaux jugés normaux dans les décennies précédentes*²⁰ ».

Aucun des deux camps en présence ne nie la gravité de la situation. Mais les stratégies s'opposent frontalement. Dans un cas, il s'agit de restaurer l'énergie propre au capitalisme en éliminant les perturbations financières par une politique monétaire malthusienne ; dans l'autre, une intervention massive par le biais de la gestion de la monnaie doit prévenir la dépression et le risque d'effondrement politique, sans cependant mettre en cause l'hégémonie de la finance ni lâcher la bride à l'action publique.

Cet affrontement révèle le désarroi des élites financières et bancaires mondiales. Le monde qu'elles modelèrent à leur image depuis la contre-révolution néolibérale enclenchée à la fin des années 1970 est en train de disparaître et l'action des banques centrales, les institutions héraldiques de cette période, touche à ses limites. C'est en dehors de la sphère monétaire et financière que doivent désormais se résoudre les contradictions sociales et économiques.

C'EST EN DEHORS DE LA SPHÈRE MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE QUE DOIVENT DÉSORMAIS SE RÉSOUDRE LES CONTRADICTIONS SOCIALES ET ÉCONOMIQUES.

Le politique au secours du capitalisme ou au service de son dépassement

En 1960 paraissait aux États-Unis un ouvrage de Walt Whitman Rostow intitulé *The Stages of Economic Growth (Les Étapes de la croissance)*. Fréquemment republié jusque dans les années 1990, c'est-à-dire jusqu'à ce que l'ombre du socialisme soviétique s'estompe, ce livre n'est pas un innocent classique d'économie du développement. Il s'agit d'un *Non-Communist Manifesto*, comme l'indique son sous-titre, qui présente une vision eschatologique de l'évolution des sociétés en termes de modernisation : celles-ci tendraient à suivre une trajectoire identique qui les mènerait progressivement, depuis le stade des sociétés traditionnelles aux fonctions de production rudimentaires, vers l'ère de la maturité, où la production de biens de consommation

durable et celle des services deviennent les principaux secteurs de l'économie. Selon Rostow, une des erreurs fondamentales du marxisme est de ne pas avoir anticipé la hausse des salaires réels et « *le fait patent que les classes ouvrières [...] ont tendance à accepter les améliorations de leur condition, c'est-à-dire accepter ce que leur offre le capitalisme démocratique* ». En somme, la consommation de masse apportée par la croissance fonderait la légitimité du capitalisme.

Dans les années 1960, cette interprétation discutable constitue un des principaux remparts idéologiques contre le pouvoir d'attraction des différents projets socialistes. Elle prend aujourd'hui un relief très différent. Le capitalisme n'est certes plus sous la pression d'un système social concurrent mais, s'il ne parvient pas à s'extirper des sables mouvants de la stagnation, son premier principe de légitimation va se trouver fragilisé, les difficultés économiques risquant de contaminer la sphère politique. La contre-réforme menée tambour battant par le camp du capital depuis la fin des années 1970 déboucherait alors sur une victoire à la Pyrrhus. Ce serait la fin du capitalisme démocratique : la préservation des positions dominantes d'élites incapables de poursuivre l'accumulation capitaliste nécessiterait d'étouffer toute influence populaire sur les processus de décision et pourrait, par contre-coup, ouvrir une nouvelle ère de grandes turbulences politiques dans les pays du Centre.

Si l'on s'en tient aux seuls déséquilibres macroéconomiques du côté de la demande, le

problème est relativement circonscrit. Ainsi, pour les post-keynésiens Marc Lavoie et Mario Secarrecia, « *comme dans les années 1930, les décideurs politiques doivent aujourd'hui choisir entre promouvoir la prospérité grâce à des investissements publics à long terme accompagnés d'une croissance des salaires réels, ou bien promouvoir l'austérité, et ainsi faire baisser les salaires réels et engendrer une longue stagnation*²¹ ». Pour l'instant, rien ne bouge en Europe, mais il semble bien qu'outre-Atlantique une amorce de réorientation se dessine. Donald Trump comme Hilary Clinton font de l'investissement public dans les infrastructures une des mesures phares de leurs programmes. En parallèle, le mouvement *#fightfor15* initié par les travailleurs de la restauration rapide en faveur d'un salaire minimal fédéral à 15 \$ de l'heure gagne de l'ampleur et trouve des soutiens inattendus : n'est-il pas surprenant de lire dans le *New York Times*, sous la plume du président de la grande banque JP Morgan, Jamie Diamond, qu'« *il faut augmenter les salaires. Les salaires de nombreux Américains sont restés au point mort pendant trop longtemps*²² » ?

L'idée d'un tournant post-néolibéral en gestation correspond à l'hypothèse selon laquelle, face à la persistance de la stagnation, la remobilisation des mondes du travail peut imposer aux groupes économiques puissants des changements institutionnels significatifs qui conduisent à une réduction des inégalités en vue de relancer une nouvelle phase d'expansion du capitalisme. Le succès inattendu du *Capital au XXI^e siècle* de Thomas Piketty comme la véhémence critique de la déshumanisation

capitaliste par le pape François comptent parmi les signes annonciateurs d'un possible retour de balancier vers une relative subordination des mécanismes de marché aux besoins sociaux et aux contraintes écologiques.

À l'inverse, l'accent mis sur les tendances à la monopolisation et à la financiarisation indique un blocage structurel de la dynamique capitaliste et l'inévitabilité d'une conflictualité sociale accrue entre une masse de la population tendanciellement paupérisée et un pouvoir économique toujours plus centralisé. Selon cette lecture, nos systèmes politiques et sociaux risquent de basculer vers un post-capitalisme stagnant, toujours dominé par les échanges marchands, mais où des formes pleinement autoritaires s'imposeraient pour contenir l'intensification des frustrations socioéconomiques. Éviter le péril d'une telle sortie du capitalisme nécessiterait une poussée démocratique à même d'engager une série de ruptures décisives. D'une part, une sérieuse répression financière *via* le rétablissement du contrôle de la circulation des capitaux et la segmentation des différentes activités de financement devrait conduire à dénouer une large part des promesses financières ; il s'agit de dégonfler la baudruche financière par des annulations de dettes, la baisse de la valeur des titres et l'interdiction d'une large gamme d'activités (produits structurés, trading à haute fréquence...), ce qui conduirait inévitablement à la socialisation de l'essentiel du système bancaire et à la refonte des systèmes de protection sociale hors des mécanismes de capitalisation. Une autre dimension clé concerne le changement

de structure des droits de propriété pour prendre acte de l'incapacité du capitalisme à prendre en charge l'économie de la connaissance. Nos sociétés doivent inventer les institutions permettant à celle-ci d'irriguer librement le tissu social et définir un régime de prospérité largement émancipé des rapports marchands.

Peut-être plus encore que les années 1930 ou 1970, la décennie 2010 est une décennie charnière. Le bricolage monétaire ne soutiendra pas longtemps un ordre néolibéral moribond. Paradoxalement, les tentatives de le perpétuer par une politique monétaire hors norme précipitent un basculement systémique. Déjà,

l'accumulation du capital n'est plus que cannibale, les grands groupes ne parvenant à grandir qu'en dévorant les plus faibles. La révolution productive permanente s'éclipse derrière la consolidation de monopoles fortifiés. Au crépuscule du néolibéralisme, l'illusion financière se dissipe. Dans la brume qui retombe, apparaissent peu à peu les forces qui écriront les pages d'une nouvelle époque de l'histoire économique.

LA RÉVOLUTION PRODUCTIVE PERMANENTE S'ÉCLIPSE DERRIÈRE LA CONSOLIDATION DE MONOPOLES FORTIFIÉS.

1. J. Tirole, *Économie du bien commun*, PUF, Paris, 2016, p. 15.
2. G. Deleuze et F. Guattari, *Capitalisme et schizophrénie. L'anti-Œdipe*, Minuit, Paris, 1972, p. 279.
3. <<http://tinyurl.com/nz957sq>>.
4. Pour une présentation plus complète de l'argumentation Summers, voir L. Summers, « Demand side secular stagnation », *American Economic Review*, 105 (5), 2015, p. 60-65. Et pour une mise en perspective des débats sur la stagnation séculaire dans cette même perspective, B. DeLong, « The scary debate over secular stagnation », *Milken Institute Review*, IV, octobre 2015, p. 34-51.
5. L. Summers, « The age of secular stagnation. What it is and what to do about it », *Foreign Affairs*, février 2015.
6. <<http://tinyurl.com/h2k8hev>>; <<http://tinyurl.com/j3p84nr>>; <<http://tinyurl.com/z3jkufk>>.

7. <<http://tinyurl.com/h3lx8n3>>.
8. <<http://tinyurl.com/gufl9c4>>.
9. A. Negri et M. Hardt, *Empire, Exils*, Paris, 2000; A. Gorz, *L'Immatériel*, Galilée, Paris, 2003.
10. Voir B. Coriat, <<http://tinyurl.com/pmkhysg>>; et l'ouvrage qu'il a coordonné, *La Crise de l'idéologie propriétaire et le Retour des communs*, Les liens qui libèrent, Paris, 2015.
11. V. Shiva, *Protect or Plunder? Understanding Intellectual Property Rights*, Zed Books, Londres, 2001.
12. <<http://tinyurl.com/htrh7aw>>.
13. H. S. Shin, « Bank capital and monetary policy transmission », *Panel remarks at The ECB and its Watchers XVII conference*, Francfort, 7 avril 2016.
14. <<http://tinyurl.com/z8j7s2p>>.
15. <<http://tinyurl.com/zsocu9k>>.
16. Les libertariens prônent une intervention minimale de l'État dans l'ensemble des domaines de la vie

sociale, qu'il s'agisse de questions dites « sociétales » (mœurs, croyances...) ou de questions économiques et sociales.

17. C. Borio, « Revisiting three intellectual pillars of monetary policy », *Cato Journal*, vol. 36, n° 2, 2016, p. 226.
18. <<http://tinyurl.com/hm9ke2f>>.
19. Au lendemain du Brexit, et alors que la situation des banques italiennes paraissait de plus en plus fragile, Bini Smaghi appelait à la suspension des restrictions aux aides publiques au secteur bancaires, c'est-à-dire à la protection des gros déposants et des actionnaires afin d'éviter les risques de contagion sur les marchés financiers, <<http://tinyurl.com/hmcyjq>>. Le 10 juillet 2016, c'est l'économiste en chef de la Deutsche Bank qui demandait 150 milliards pour recapitaliser les banques européennes.
20. <<http://tinyurl.com/gtzmsqw>>.
21. <<http://tinyurl.com/jnlbru8>>.
22. <<http://tinyurl.com/zqtxdn6>>.