

# Libérale ou social-démocrate, les deux improbables stratégies de sortie de crise

HENRI STERDYNIAK  
OFCE et université  
de Paris-Dauphine

La mondialisation et la globalisation financière ont fortement impulsé la croissance mondiale depuis quinze ans. Le capitalisme, productif et financier, a assis sa domination sur l'économie mondiale, contribuant à une forte croissance (3,8 % l'an de 1990 à 2007) qui a particulièrement bénéficié aux pays émergents et aux pays anglo-saxons. Cette croissance a été instable : l'économie mondiale a été secouée par une série de crises financières. Après la crise de la dette des pays du Tiers-monde en 1982, sont survenus la crise du Système monétaire européen en 1992-1993, la crise mexicaine en 1994-1995, la crise asiatique en 1997-1998, la crise russe et la faillite du fonds LTCM en 1998, les crises du Brésil en 1999 et en 2002, le *krach* de la nouvelle économie et la crise turque en 2000, la crise argentine en 2001-2003.

La crise actuelle a débuté en 2007. Elle a été profonde : en 2010, la perte de production par rapport à la tendance d'avant la crise est de l'ordre de 7,5 % pour les États-Unis, de 8,5 % pour le Royaume-Uni, de 9 % pour la zone euro (de 7 % pour la France). À la mi-2010, les économies développées n'en sont pas sorties : les taux de chômage sont proches de 10 % aux États-Unis, au Royaume-Uni comme dans la zone euro.

La crise a connu plusieurs phases. À son départ, en août 2007, c'est une crise bancaire, où la défaillance des ménages américains surendettés se transforme en crise de l'ensemble des actifs titrisés. Cette crise culmine en septembre 2008, avec la mise en faillite de *Lehman Brothers* qui provoque une crise de liquidités bancaires dans la plupart des pays développés. De nombreux établissements financiers sont fragilisés et doivent être secourus par les États. Les bourses, qui avaient commencé à baisser à la mi-2007, s'effondrent

alors. La crise se propage à l'économie réelle : la croissance, qui avait ralenti depuis le début de l'année 2008, chute lourdement au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. Malgré des politiques budgétaires et monétaires fortement expansionnistes, la croissance s'effondre en 2009 et demeure faible en 2010. Début 2010, éclate la crise des dettes publiques de la zone euro ; les politiques budgétaires deviennent restrictives en Europe alors même que la reprise n'est pas assurée. La crise marque-t-elle un coup d'arrêt au développement du capitalisme financier ?

## **Le capitalisme financier et la contre-révolution libérale**

Jusqu'au début des années 1980, les économies capitalistes (et, en particulier, les économies européennes) connaissaient un compromis entre capital et travail. Il se caractérisait par une importante inflation et un comportement monopolistique du système financier contraint par les pouvoirs publics. Les taux d'intérêt réels étaient, sinon négatifs, du moins inférieurs au taux de croissance. Les entreprises pouvaient avoir de bas taux d'autofinancement, réaliser beaucoup d'investissement avec des profits relativement faibles. Les rentiers étaient spoliés par l'inflation, la faiblesse des dividendes et de la progression de la Bourse. En raison du contrôle des changes, les politiques monétaires pouvaient facilement être utilisées à des fins conjoncturelles. Les politiques budgétaires pouvaient être actives. Les périodes de déficit public étaient aussi des périodes de bas taux d'intérêt ; les dettes publiques ne pouvaient pas faire boule de neige. La politique économique pouvait facilement maintenir le plein emploi. Les salariés obtenaient des hausses de salaires importantes. Les inégalités sociales étaient faibles, la redistribution forte et relativement bien acceptée.

Cette période a pris fin avec la révolution conservatrice des années 1980 impulsée par Ronald Reagan et Margaret Thatcher. Le capitalisme a été revivifié. Les détenteurs du capital financier ont repris le pouvoir, avec la déréglementation financière et la libéralisation des marchés de capitaux. Ils exigent maintenant d'être fortement rémunérés, tant en dividendes qu'en progression de la Bourse. Une part importante des profits doit être reversée aux actionnaires. La part des salaires diminue grâce à la perte d'influence des syndicats et à la persistance du chômage de masse. Les banques centrales sont devenues indépendantes (du pouvoir politique, reflet en démocratie de la volonté des peuples) ; elles

doivent garantir une faible inflation, conforme aux intérêts du capital. Même si les politiques budgétaires restent encore aux mains de gouvernements élus, la banque centrale garantit que les intérêts des détenteurs du capital seront préservés. L'objectif de la politique économique n'est plus le maintien du plein emploi mais celui de la rentabilité du capital.

Les pays doivent attirer les détenteurs de capitaux. Ils doivent se plier aux exigences de la finance internationale : libéralisation des marchés financiers, liberté des mouvements de capitaux (y compris vers des paradis fiscaux ou réglementaires), forte rentabilité. Ils doivent réduire leur fiscalité tant sur les entreprises que sur les propriétaires d'entreprises, les cadres supérieurs et les détenteurs de capital. La mondialisation permet aux classes dominantes d'échapper à la redistribution ; les inégalités se creusent.

L'économie mondiale connaît un prodigieux développement des institutions et des marchés financiers, gérant des masses énormes de capitaux en quête d'une rentabilité forte et découplée des performances réelles. Ces marchés déterminent les cours de la Bourse, les taux de change, les taux d'intérêt. Détournant une partie importante des profits des entreprises, ils fournissent une rentabilité élevée aux détenteurs de capitaux. Mais cette rentabilité provient aussi de la spéculation, qui génère périodiquement des bulles financières. Compte tenu des masses de capitaux en jeu, les métiers de la finance sont devenus les plus rémunérateurs, attirant ainsi les meilleurs étudiants vers des activités spéculatives socialement inutiles au détriment des activités productrices ou scientifiques.

Cette évolution a été soutenue par la pensée économique dominante. La plupart des économistes se sont ralliés à la vulgate libérale. L'économie serait d'autant plus proche de l'optimum que les marchés sont développés et fonctionnent librement, que les réglementations, les impôts et les dépenses publiques sont réduits au minimum. Beaucoup d'économistes ont développé des modèles basés sur la théorie des *anticipations rationnelles* selon lesquels les marchés financiers seraient efficaces et permettraient de déterminer les *valeurs fondamentales* des entreprises ou des taux de change. Les spéculateurs seraient utiles car ils analyseraient au mieux toute les informations disponibles et feraient converger les prix vers leurs bonnes valeurs. Grâce à la flexibilité des prix et des salaires, au bon fonctionnement des marchés, l'économie serait toujours au plein emploi ; il ne pourrait pas y avoir de chômage involontaire si le bon fonctionnement du

marché du travail permet une baisse suffisante des salaires ; le chômage ne pourrait provenir que de salaires trop élevés. La politique économique serait donc inutile ; elle serait même néfaste car les hommes politiques auraient tendance, pour être réélus, à augmenter les dépenses publiques sans augmenter les impôts, induisant ainsi des déficits publics trop importants, qui aboutissent à faire augmenter les taux d'intérêt. Pour les économistes libéraux, l'objectif doit être de réduire les impôts (car ceux-ci découragent le travail et l'épargne), donc les dépenses publiques, en particulier les dépenses sociales, qui encouragent les plus pauvres à vivre d'assistance. De même, il faudrait réduire les prestations chômage et rendre plus facile les licenciements.

Cette conjonction du capitalisme financier et du libéralisme économique a été renforcée en Europe par l'action de la Commission et de la technocratie européennes, qui ont cherché, par le Pacte de stabilité et de croissance, à priver les États de toute possibilité de politique budgétaire active, et par les GOPE (Grandes Orientations de Politiques Économiques) à promouvoir une stratégie économique basée sur la baisse des dépenses publiques et les *réformes structurelles* (flexibilisation du marché du travail, privatisations des services publics, déréglementations).

### Ce que la crise a montré...

La crise de 2007-2010 est donc une crise de la mondialisation libérale et de la globalisation financière.

a) C'est d'abord une crise bancaire et financière, due à des innovations financières aventureuses dans un contexte de dérégulation. Dans une période de bas taux d'intérêt et de fortes hausses des prix de l'immobilier, les banques américaines ont accordé des prêts à des ménages qui n'avaient pas la capacité de rembourser. Se sont développées des pratiques financières, comme la titrisation, les *Credit Default Swaps* (CDS), le rehaussement du crédit, dont le risque et la complexité étaient sous-évalués. Les agences de notation ont déclaré sans risque des titres issus de montages financiers qu'elles avaient elles-mêmes organisés. L'effondrement du marché américain des *subprimes* et des crédits titrisés a conduit à des pertes importantes des institutions financières aux États-Unis mais aussi de nombreuses institutions financières européennes qui s'étaient aveuglément engagées dans des opérations spéculatives aux États-Unis. En Europe comme aux États-Unis, les autorités de régulation avaient

laissé les banques et les institutions financières contourner les réglementations. Les banques se sont détournées de leur mission – financer la production et l’investissement en collectant l’épargne de la masse de la population – pour se consacrer à la spéculation financière.

b) C’est une crise de la globalisation financière. Les marchés financiers accumulent et cherchent à rentabiliser des masses énormes et grandissantes de capitaux. Il est impossible que, durablement, les capitaux aient la rentabilité requise de 15% l’an. Le capitalisme financier ne peut connaître une croissance régulière, mais une alternance de périodes de rentabilités élevées, en grande partie illusoire, obtenues par le gonflement de bulles financières, suivies de périodes d’effondrement.

La globalisation financière permet le gonflement durable de déséquilibres qui finissent un jour par éclater. Les capitaux fabuleux des uns doivent avoir une contrepartie dans l’endettement fabuleux des autres. Les pays, les entreprises ou les ménages qui bénéficient d’apports importants de fonds extérieurs sont en même temps fragilisés, puisqu’ils deviennent fortement endettés : c’est la *malédiction de l’emprunteur*. Les prêteurs recherchent des rentabilités élevées, ce qui fragilise les emprunteurs ; ils veulent investir des sommes importantes, mais s’inquiètent ensuite de ce que les emprunteurs sont trop endettés : c’est la *malédiction du prêteur*. Le monde vit en permanence sous la menace de *crise de la dette*.

La crise a montré une nouvelle fois que les marchés sont myopes, instables, moutonniers et cyclothymiques. Les spéculateurs sont à la recherche perpétuelle de gisements de rentabilités élevées ; ils s’y précipitent en masse, faisant monter les prix, ce qui crée des plus-values qui justifient *ex post* l’investissement. À un moment donné le marché s’aperçoit que cette rentabilité est totalement artificielle, qu’elle reposait sur une bulle, c’est-à-dire sur une hausse des cours justifiée uniquement par l’anticipation de la poursuite de la hausse des cours. Les gestionnaires de fonds se retirent (il faut savoir sauter en marche), provoquant alors l’effondrement des cours, ce qui justifie leur départ. Ce mécanisme d’engouement et de repli a été constaté en Asie, en 1997, où les capitaux s’étaient précipités dans les pays à développement rapide, puis s’en étaient retirés ; puis dans la bulle Internet, qui a explosé en 2001 ; il s’est reproduit dans la crise des *subprimes* en 2007.

Les intervenants sur les marchés financiers (banque de marchés, fonds de placement, fonds spéculatifs) n’obtiennent

pas une rentabilité élevée grâce à leur connaissance des *valeurs fondamentales* mais grâce à leur capacité à générer des bulles spéculatives, à anticiper les hausses et les retournements à la baisse des marchés, à spéculer à la hausse comme à la baisse des cours, à la réussite comme à l'échec des innovations financières. Elles ont besoin d'une forte volatilité.

L'économie mondiale est-elle condamnée à aller de crise en crise ? À vivre dans une ambiance de casino ? Il faut diminuer l'importance du capitalisme financier au profit du capitalisme industriel. C'est ce que reconnaissaient d'ailleurs Nicolas Sarkozy, en parlant de *refonder* et de *moraliser* le capitalisme ou le G20 qui mettait en cause l'avidité et l'aveuglement des marchés financiers. Mais ils ont vite renoncé.

c) C'est une crise de la mondialisation libérale, d'un mode de croissance impulsé par les firmes multinationales et par des stratégies nationales non coordonnées, sans institutions de gouvernance mondiale. La mondialisation a modifié le rapport de forces en faveur du capital, au détriment des salariés. Les revenus salariaux et sociaux n'augmentent plus comme la production. Les pays néo-mercantilistes (Chine, Allemagne) impulsent leur demande par des gains de compétitivité au détriment de leurs partenaires économiques ; ils accumulent des excédents extérieurs qui doivent être replacés dans les pays déficitaires, qui accumulent de l'endettement jusqu'à connaître une crise de la dette. Dans les pays libéraux (États-Unis, Royaume-Uni), la demande a été soutenue par de bas taux d'intérêt, la croissance de l'endettement des ménages, les bulles financières et immobilières qui finissent un jour par éclater.

d) C'est une crise de la demande, de type keynésien. La croissance de 2002 à 2007 a été impulsée par des anticipations trop optimistes des entreprises et des marchés financiers, des prêteurs comme des emprunteurs. Après une phase de vive croissance marquée par la hausse de la Bourse et des prix immobiliers et par la montée de l'endettement privé, certains emprunteurs se sont révélés incapables de rembourser. Le retournement des anticipations a entraîné un effondrement de la Bourse, puis une phase de désendettement et de hausse de l'épargne qui pèsent lourdement sur la croissance. Les pertes sur les marchés financiers et sur les crédits aventureux comme la chute des Bourses ont déséquilibré le bilan des banques ; celles-ci doivent réduire leurs crédits. Les entreprises, dont la valeur boursière a chuté et les perspectives de croissance se sont effondrées, doivent se désendetter ; elles réduisent leurs investissements. Les

ménages subissent la baisse de l'emploi, et donc de leurs revenus ; face à la hausse du chômage et à l'effondrement de la valeur de leur patrimoine, elles augmentent leur taux d'épargne. La chute de la demande fait s'effondrer l'offre, ce qui diminue les revenus distribués et entraîne une nouvelle baisse de la demande.

La récession a été particulièrement forte et mondiale ; elle a donc provoqué une forte hausse des déficits et des dettes publiques, que ce soit en raison de la baisse automatique des rentrées fiscales ou des mesures de relance. En 2010, le déficit atteint 6,6 % du PIB dans la zone euro, 10 % aux États-Unis, 11,8 % au Royaume-Uni ; la dette publique devrait atteindre 85 % du PIB dans la zone euro, 95 % aux États-Unis, 80 % au Royaume-Uni et 195 % au Japon. Ces dettes ont été, dans une première phase, relativement bien acceptées par les marchés financiers : les taux d'intérêt de long terme ont fortement baissé, montrant que les marchés ne craignaient pas de poussée d'inflation ou des faillites des États.

Il faudrait maintenir des politiques budgétaires et monétaires expansionnistes tant que la croissance n'est pas revenue, que le taux de chômage ne baisse pas à un rythme satisfaisant. C'est la croissance qui devrait combler les déficits. La dette publique peut être maintenue sans problème à 80 ou 90 % du PIB tant qu'elle est demandée par les épargnants et les marchés. Cependant, la crise a désorganisé le secteur financier et introduit une forte incertitude sur la croissance économique. Elle a réduit la valeur du patrimoine boursier mondial, donc la richesse perçue des agents, d'environ 28 000 milliards de dollars (soit 42 % du PIB annuel) ; il est difficile de compenser un tel choc par la politique économique. Les stratégies keynésiennes, mises en œuvre pendant la crise, ont un bilan mitigé. Mais n'est-ce pas dû au fait que les gouvernements se sont limités à des mesures ponctuelles et temporaires de soutien à la demande sans entreprendre de guider l'économie mondiale vers un nouveau type de croissance ?

e) La crise est devenue une crise de la zone euro. Depuis la mi-2009, les marchés ont commencé à spéculer sur la défaillance de certains pays de la zone euro, qui ont dû progressivement se financer à des taux de plus en plus élevés. En avril 2010, le différentiel avec la France sur les titres à 10 ans atteignait ainsi 0,5 point pour l'Espagne et l'Italie, 1,4 point pour l'Irlande, 5,3 points pour la Grèce. Pourtant, aucun pays développé n'a fait défaut depuis 1945. Mais, les marchés se sont rendus compte d'une faille de l'organisation de

la zone euro. Alors que les gouvernements des autres pays développés ne peuvent pas faire faillite car ils peuvent toujours se faire financer par leur banque centrale, les pays de la zone euro ont renoncé à cette possibilité. Du coup, la spéculation a pu se déclencher sur les pays les plus fragiles de la zone : Grèce, Espagne, Irlande, ceux qui avaient connu les plus fortes croissances avant la crise, mais qui devaient changer leur modèle de croissance. Le risque est que, demain, un pays de la zone euro ne puisse plus augmenter son déficit, de crainte que les marchés ne provoquent une hausse des taux d'intérêt, sous prétexte de prime de risque. Cette hausse rendrait impuissante la politique budgétaire. On ne peut laisser les marchés financiers paralyser les politiques économiques. Aussi, le risque de faillite des États doit-il être nul : la banque centrale doit toujours avoir l'obligation de financer les États, même dans la zone euro. La zone euro devra choisir entre se dissoudre ou changer ses institutions pour assurer la garantie des dettes publiques.

Sous le regard des agences de notation, les pays européens ont choisi de mettre en œuvre des politiques fortement restrictives (dès 2010 pour certains, en 2011 pour tous) au risque de nuire à la reprise. Certes, certains économistes ont mis en évidence, dans le passé, des épisodes où une politique budgétaire restrictive n'a pas eu d'effet défavorable sur l'activité, mais cette politique était accompagnée d'une forte dépréciation du taux de change, d'une forte baisse des taux d'intérêt, de l'essor du crédit privé dû à la libéralisation financière, d'un essor de la demande privée qui sont peu probables aujourd'hui. Une fois encore, l'Europe risque d'être incapable de mettre en œuvre une stratégie de croissance et de connaître une longue période de stagnation et de chômage de masse. Les classes dominantes ne réussiront pas à impulser un choc libéral ; la stratégie alternative, le retour à un compromis keynésien/colbertiste/social-démocrate, n'est pas portée avec suffisamment de forces par les syndicats et les forces de gauche.

## Deux stratégies de sortie de crise

À la mi-2010, deux stratégies de sortie de crise sont envisageables. La stratégie libérale consiste à oublier la crise et à mettre fin au plus vite à l'épisode de retour au keynésianisme. Certes, les gouvernements reconnaissent qu'il faudra mieux contrôler l'activité des banques et des institutions financières ; les banques devraient avoir plus de fonds propres et

limiter leurs activités spéculatives ; les organismes de régulation seraient renforcés ; les marchés financiers seraient rendus un peu plus transparents ; les rémunérations des *traders* seraient quelque peu limitées. Mais, foncièrement, le rôle des marchés financiers ne sera pas remis en cause ; les régulateurs devront toujours s'épuiser à suivre les innovations introduites par les institutions financières ; les *lobbies* des banques continueront à faire pression pour réduire les exigences réglementaires ; les banques auront plus que jamais l'objectif de dégager un maximum de profits puisqu'elles ne pourront développer leurs activités qu'en fonction de leurs fonds propres ; les spéculateurs continueront à faire des profits fabuleux grâce à l'instabilité qu'ils créent sur les marchés. La théorie libérale oblige à se résigner à l'instabilité financière.

Le déficit des finances publiques induit par la crise financière, et la menace des agences de notation, seront utilisés comme prétexte par les technocraties et les classes dominantes pour atteindre leur but de toujours, réduire les dépenses sociales, tout particulièrement en Europe. Le FMI, par exemple, estime qu'il faut impérativement réduire le poids de la dette publique et préconise une baisse de 8 points en dix ans de la part des dépenses publiques dans le PIB. Les libéraux refusent de voir l'utilité des dépenses publiques, tant pour la croissance (éducation, infrastructures) que pour le bien-être des populations (retraite, santé). Ils ne voient pas que le gonflement des dettes publiques est nécessaire dans une situation d'incertitude où les agents privés refusent de s'endetter ou refusent de se prêter.

Selon la théorie libérale, la baisse des déficits publics relancerait la croissance puisqu'elle provoquerait une baisse des taux d'intérêt et que les ménages réduiraient leur taux d'épargne puisqu'ils n'anticiperaient plus une hausse des impôts. Mais, les taux d'intérêt sont déjà au plus bas et la baisse annoncée des dépenses sociales obligera au contraire les ménages à épargner plus pour leur retraite.

Les libéraux refusent de se poser la question de la régulation macroéconomique à l'échelle mondiale. Ils supposent que la flexibilité des salaires, des taux d'intérêt et des taux de change conduiront automatiquement à un équilibre satisfaisant, sans voir que la stagnation à l'échelle mondiale des revenus salariaux et sociaux suscite une tendance à la déficience de la demande, qui ne peut être compensée que par de très bas niveaux des taux d'intérêt, des bulles financières, la croissance insoutenable de l'endettement, la configuration

même que la crise a fait imploser. Faut-il espérer en une nouvelle bulle financière, qui fournirait une richesse imaginaire aux entreprises et aux ménages ? Mais celle-ci est peu probable car le souvenir de la bulle précédente est encore trop proche.

Enfin, les économistes libéraux préconisent la poursuite des réformes structurelles, sans tirer la moindre leçon de la dérégulation des marchés financiers. Les pays occidentaux sont censés se sortir de la stagnation par la montée en gamme de l'innovation, c'est-à-dire par la création perpétuelle par les grandes entreprises de nouveaux besoins et de nouveaux produits.

La seconde stratégie, sociale-démocrate et régulatrice, demande que des réformes profondes soient entreprises, remettant en cause la contre-révolution libérale et instaurant progressivement une gouvernance mondiale. Le premier objectif doit être de dégonfler le secteur financier, de limiter fortement le rôle des marchés financiers et les activités spéculatives, de réduire les rentabilités requises par les marchés. Il faudrait recentrer le système bancaire vers le financement de la production et des activités productives.

La croissance mondiale doit devenir plus économe en énergie, en matières premières, en émission de gaz à effet de serre et en pollution. Ceci suppose une politique concertée de taxation écologique, la création d'une Agence mondiale de l'environnement avec des pouvoirs importants. L'orientation de la production et de la consommation ne doit pas être laissée aux marchés et aux grandes entreprises, mais socialement réfléchie, compte tenu des contraintes écologiques. Les États doivent inciter financièrement les entreprises à se redéployer dans la croissance verte. Il faut réduire les inégalités de revenus et passer à une société plus frugale et moins énervée.

Une gouvernance économique mondiale devrait être mise en place. Sous l'égide du FMI ou du G20, un comité économique et financier devrait guider l'orientation générale des politiques économiques. Il devrait éviter les développements insoutenables (comme les bulles financières ou les innovations financières). Il devrait éradiquer les paradis fiscaux et réglementaires. Il devrait vérifier la compatibilité des objectifs de soldes courants et définir des niveaux souhaitables des taux de change. Il devrait remettre en cause les stratégies des pays qui basent leur croissance sur les exportations, celle de l'Allemagne comme celle de la Chine ; ces pays devraient pratiquer une relance basée sur la distribution de salaires

et de revenus sociaux. Ce comité devrait remettre en cause les stratégies des pays anglo-saxons basées sur la croissance de l'endettement des ménages et sur les bulles financières. Il faudrait faire reculer la mondialisation commerciale : les pays émergents devraient se concentrer sur leur demande interne ; les pays industrialisés devraient soutenir leurs emplois industriels.

On voit cependant toutes les difficultés de la tâche. Comment concilier le souci de l'efficacité (qui plaide pour un comité restreint, dominé par les grands pays) avec celui de la démocratie (qui plaide pour que tous les pays soient représentés) ? Quelle serait la doctrine de ce comité, son arbitrage entre libéralisme et social-démocratie ? Comment arbitrer entre les besoins de croissance des différents pays, que les contraintes écologiques rendent difficilement conciliables ? Ce comité pourra-t-il demander à un pays de réduire son déficit public ? De modifier ses institutions économiques ou sociales ? Comment prendra-t-il ses décisions : à l'unanimité (avec le risque de blocage), à la majorité qualifiée (mais les pays pèseraient-ils selon leur richesse ou selon leur population) ? Chaque pays devrait abandonner une partie de son autonomie, se plier à une discipline décidée de l'extérieur. Que ferait-on si l'accord se révélait impossible ? Si un pays refusait les décisions prises ?

Autant la stratégie libérale refuse de tirer la leçon de la crise, autant le tournant régulateur semble utopique à l'heure actuelle. Où sont les forces politiques, économiques, sociales qui pourraient l'imposer ? ■