



II/ Capitalisme : les mutations d'un système de pouvoirs

*Michel Aglietta**

Le capitalisme est une force de transformation de la nature et des sociétés humaines. Sa puissance d'expansion, faire de l'argent avec l'argent, n'a pas de limites prédéfinies. L'inégalité est son essence car l'accumulation de l'argent est la source du pouvoir privé sur autrui et la recherche du pouvoir est insatiable. Cette logique d'expansion de l'argent pour lui-même repose sur l'institution du travail monnayé dans les espaces nationaux. Mais son organisation dominante, la finance, par sa logique d'expansion lui confère une dimension mondiale.

Les inégalités produites par le capitalisme s'étalent à la fois dans et entre les nations. À l'intérieur des nations, elles proviennent des rapports structurants qui le constituent. Elles ne peuvent être maîtrisées que par des contre-pouvoirs collectifs régulant les revenus et par des politiques actives de redistribution. Entre les nations, elles résultent du déploiement mondial de la finance. La logique d'accumulation du capital dirige l'activité économique dans tous les pays qui forment l'espace économique mondial. Elle le fait en exerçant des rapports asymétriques de pouvoir inhérents à la concentration de la finance. La prépondérance de la finance s'exerce selon une dynamique spécifique : le *cycle financier*. Ce processus, exacerbé dans les trois dernières décennies, a créé des

* Michel Aglietta est conseiller au CEPII et professeur émérite à l'université Paris-X Nanterre.

disparités de niveaux et de modes de vie grandissantes, mais aussi des crises financières récurrentes.

Les déséquilibres continuellement engendrés par l'accumulation du capital, se propageant dans l'interdépendance des nations, produisent une alternance de régimes de croissance, où les déséquilibres sont régulés, et d'époques de ruptures. Celles-ci débutent par des crises systémiques, qui ouvrent de nouvelles opportunités au développement du capitalisme et transforment les institutions, jusqu'à ce qu'un nouveau régime de croissance parvienne à s'installer.

Ce chapitre vise à mettre en évidence quelques repères théoriques et historiques qui illustrent la trajectoire du capitalisme depuis la seconde moitié du xx^e siècle et les doutes sur les caractéristiques de son avenir au xxi^e siècle. On évoquera d'abord le talon d'Achille de la logique d'accumulation du capital : sa vulnérabilité au sous-emploi involontaire persistant. Puis on montrera que les sociétés occidentales ont connu deux régimes de croissance, donc deux types de régulation de l'expansion du capital après la Seconde Guerre mondiale : le *capitalisme contractuel*, appelé fordisme, de 1950 à 1973 ; le *capitalisme financiarisé*, de 1981 à 2007. Chacun de ces régimes de croissance a éprouvé la crise de sa structure : le *dérapage inflationniste* (1973-1980) pour le capitalisme contractuel, le *dérapage de la dette* pour le capitalisme financiarisé (2008- ?). Enfin, on s'interrogera sur la prochaine mutation du capitalisme. La réaffirmation de la prépondérance du politique sur la finance, la transformation de la globalisation pour la production des biens communs planétaires pourraient bien, en effet, imprimer au xxi^e siècle la marque d'un nouveau régime de croissance.

La structure de la relation « capital-travail » et ses implications macroéconomiques

Pour réaliser sa finalité, le capitalisme est une économie monétaire de production qui secrète pouvoir et subordination dans son rapport structurant : la relation salariale. Celle-ci est inégale dans les conditions d'accès à la monnaie. Les capitalistes sont ceux qui ont accès à la monnaie pour financer l'acquisition des moyens de production en vue d'acquérir plus de monnaie. Ils s'endettent sur la richesse future anticipée. La monnaie est créée en contrepartie de l'émission de dettes pour acquérir les

moyens de production, y compris l'usage des forces de travail. En aucun cas, cet engagement de capital ne dépend d'une épargne préalable.

En suivant Kalecki [2011], on peut dire que les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent. Les salariés sont ceux qui ont accès à la monnaie en louant leurs capacités de travail aux capitalistes qui ont émis les dettes. Ils dépensent ce qu'ils gagnent. Ce qu'on appelle le contrat de travail n'échange pas du travail, mais une capacité à travailler contre de l'argent. Les individus salariés sont libres de louer leurs capacités de travail à n'importe quel propriétaire d'entreprise. Mais ils sont subordonnés à des rapports hiérarchiques dans l'exécution du contrat. Il s'ensuit que le contrat de travail est fort différent d'un contrat d'échange marchand. Dans une économie d'échanges purs, où chacun disposerait de ses moyens de produire, les contrats entre vendeurs et acheteurs, producteurs et consommateurs seraient rigoureusement symétriques (tableau 1). Dans le capitalisme, le contrat de travail est asymétrique.

Tableau 1. **Contrat de travail et contrat d'échange**

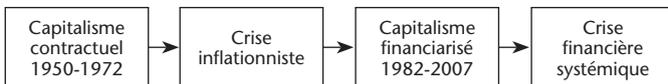
Contrat de travail	Contrat d'échange
<ul style="list-style-type: none"> • Subordination dans l'exécution du contrat • L'objet du contrat n'est pas le travail effectué, mais un nombre d'heures louées • La rémunération du travail est fondée sur le temps éventuellement modulé par une incitation (salaire d'efficience) • Les innovations approfondissent la subordination pour réduire le coût du travail (gains de productivité et hausse d'intensité) 	<ul style="list-style-type: none"> • Autonomie dans l'exécution du contrat • Le contrat spécifie les caractéristiques du produit (qualité) incorporées dans le prix • Le revenu dépend de la vente du produit contre monnaie (paiement) • Les innovations créent un dynamisme de demande que les producteurs captent par une hausse de leur taux de marge

John Maynard Keynes s'est démarqué des courants théoriques classique et néoclassique, parce qu'il a saisi les conséquences macroéconomiques de la spécificité du contrat salarial dans une économie monétaire de production, dont la caractéristique majeure est l'incertitude.

Le sous-emploi involontaire vient de ce qu'il n'existe aucun mécanisme d'ajustement d'une demande et d'une offre de travail

à un prix d'équilibre de marché (salaire réel d'équilibre) qui serait le « prix du travail ». La demande des entreprises pour l'usage de capacités de travail à un niveau donné de salaire monétaire qui résulte d'un rapport inégal de pouvoirs dépend de l'anticipation de leurs ventes futures (demande effective) eu égard au taux de profit qu'elles espèrent pour l'accumulation de capital qu'elles recherchent. Or le capital s'accumule sous plusieurs formes. La liquidité (l'argent immédiatement disponible, *cash*) en est le pivot. La spéculation foncière, les transformations de la propriété (fusions et acquisitions dans le monde entier), les rachats d'actions et le cash accumulé dans les places *offshore* sont des composantes essentielles des choix de l'accumulation. Enfin, il y a l'investissement productif pour la création de valeur nouvelle qui induit une demande de nouvelles capacités de travail. C'est la finance, en déterminant la structure de rendement des actifs, qui oriente les stratégies des entreprises vers telle ou telle forme d'accumulation du capital. L'offre de capacités de travail n'influence pas directement la demande d'emploi des entreprises. Si les conditions d'incertitude sont telles que la structure des rendements et des risques des différents actifs est défavorable à l'investissement productif, un équilibre durable de sous-emploi peut s'installer. Il en est ainsi en France depuis plus de trente ans. Il est également possible que se développent des activités sous-traitantes de la spéculation immobilière ou provenant de la privatisation des services publics, entraînant un pseudo-plein-emploi par recrutement de compétences de travail très faibles à des salaires de misère, à la mode britannique ou germanique : contrats zéro heure, auto-entrepreneurs, contrats à durée d'une semaine, intérim, soit toutes formes de travail précaire sans insertion sociale.

Ces éléments théoriques vont nous permettre de mettre en évidence deux régimes successifs de croissance et leurs crises structurelles après la Seconde Guerre mondiale.



Le capitalisme contractuel fut un régime à croissance élevée et régulière (croissance de 5 % environ en France sur une vingtaine d'années). Il s'est affaibli dans la crise inflationniste pour faire

place au capitalisme financiarisé à croissance beaucoup plus basse (2 à 2,5 %), suivi par une récession dans la crise financière, puis une faible croissance du PIB (environ 1,2 % sur 2010-2016).

Le capitalisme contractuel et sa crise inflationniste

Le capitalisme contractuel est ainsi appelé parce qu'il a surmonté le sous-emploi involontaire persistant qui prévalait dans l'entre-deux-guerres grâce à des institutions de médiation du rapport salarial, la négociation collective et les modèles de protection sociale, grâce aussi à la régulation stricte de la finance et à un système monétaire international, le système de Bretton Woods, qui autorisait une large autonomie des politiques monétaires nationales dans le cadre de taux de change fixes et ajustables. Différents types de modèles sociaux ont construit des variétés différentes de capitalisme contractuel en Europe occidentale sous l'égide d'un principe commun de progrès social.

La négociation collective fut une institution prépondérante pour réguler la progression des salaires en relation avec les progrès de la productivité du travail. Les contrats collectifs de moyen terme ont permis l'essor du mode de consommation de masse, qui a donné aux entreprises une prévisibilité pour anticiper leur demande effective et faire concorder l'accumulation de capital productif avec les aspirations des salariés.

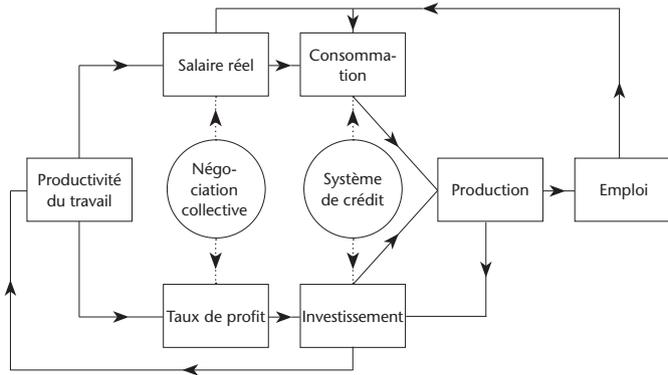
Des transferts sociaux diversifiés ont amorti les fluctuations conjoncturelles et réduit les inégalités : le salaire minimum, la fiscalité progressive et l'assistance aux familles à revenus faibles. Trois types de modèles sociaux ont construit trois variantes de capitalisme contractuel : la social-démocratie scandinave, le libéralisme anglo-saxon, le corporatisme franco-allemand.

La régulation financière très stricte, la croissance régulière du crédit à bas coûts, l'expansion du commerce international et les contrôles des mouvements internationaux de capitaux ont permis de combiner le financement du logement social, l'investissement privé et le développement des infrastructures.

À partir de cette analyse des institutions médiatrices du capitalisme contractuel, on peut synthétiser le noyau macroéconomique du régime de croissance des sociétés salariales de cette époque (schéma 1).

La négociation collective et le modèle social qui lui est attaché (tableau 2), d'une part, le système de crédit fortement

Schéma 1. Le régime de croissance du capitalisme contractuel



réglementé, d'autre part, étaient les institutions clés. Le maintien de taux d'intérêt bas d'un côté et l'indexation des salaires sur les progrès de productivité de l'autre stabilisaient la demande effective des entreprises et permettaient que l'accumulation du capital soit directement branchée sur le développement du mode de consommation. Cette régulation était capable d'éviter le sous-emploi involontaire persistant. L'État produisait les infrastructures publiques de l'aménagement du territoire, dirigeait l'urbanisation et planifiait l'énorme effort d'éducation

Tableau 2. Variétés de sociétés salariales dans l'ère du capitalisme contractuel

Social-démocratie scandinave	Libéralisme anglo-saxon	Corporatisme franco-allemand
<ul style="list-style-type: none"> – <i>Flexisécurité</i> : droits sociaux attachés aux individus, formation sur toute la vie, assurance chômage financée par budget public – <i>Conciliation famille/carrière professionnelle</i> : égalité hommes-femmes dans salaires et carrières, aide publique massive aux enfants préscolaires 	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Policy-mix contractuelle</i> pour empêcher le sous-emploi persistant – <i>Syndicats faibles</i> : salaires flexibles à la situation de l'emploi – <i>Interventions publiques en amont</i> : éducation supérieure et R&D, <i>co-management business</i> /État, aide financière aux PME 	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Protection sociale gérée par les partenaires sociaux</i> : contributions pesant sur les coûts salariaux – <i>Régulation de l'emploi</i> : puissance syndicale et importance du secteur public – <i>Protection sociale ancrée sur la famille</i>, fortes discriminations envers les femmes

qui, en France, a permis de passer en une génération d'une société à dominante rurale à une société industrielle moderne.

Deux phénomènes se sont produits à la fin des années 1960, dont l'origine se trouve aux États-Unis. Le premier a été le ralentissement des progrès de productivité dans l'industrie, fondés sur le taylorisme qui avait épuisé son potentiel d'innovations. Le climat social s'est détérioré dans les entreprises où les directions managériales cherchaient à intensifier le travail pour compenser la perte d'efficacité. Cela a détérioré la négociation collective et engagé la spirale inflationniste entre les prix et les salaires.

Le second a été la destruction de l'ordre monétaire de Bretton Woods sous les coups de boutoir du financement inflationniste des dépenses publiques américaines attisées par la guerre du Vietnam. Le mode de régulation illustré sur le schéma 1 a été atteint sur ses deux piliers : la relation de travail et la monnaie.

Ces forces de rupture ont été amplifiées par l'émergence de nouvelles conditions de la concurrence internationale dans deux domaines. Le premier a été l'appropriation de la rente par les États propriétaires des matières premières, exacerbée dans les énergies fossiles. Les deux chocs pétroliers de 1973 et 1978 se sont greffés sur les pressions inflationnistes du conflit de répartition interne aux pays occidentaux pour provoquer une dérive inflationniste mondiale. Le second a été l'essor des entreprises multinationales américaines et les perturbations qu'il a provoquées dans la finance, les marchés du travail et les stratégies d'accumulation. L'irruption du capitalisme dans des pays où les conditions de vie étaient sans commune mesure avec celles de l'Occident a déstabilisé la relation salariale. Dans la seconde moitié des années 1970 et surtout dans les années 1980, cet élargissement de la force de travail mondiale a détérioré, puis fait complètement éclater la négociation collective des salaires dans les pays anglo-saxons. Avec l'individualisation du contrat salarial, le pouvoir s'est décisivement déplacé du côté des employeurs.

L'organisation des entreprises a pu être bouleversée pour tirer le meilleur parti de l'approfondissement de la division internationale du travail grâce à la révolution des technologies de l'information. L'information numérique et les externalités de réseaux ont recomposé l'organisation des entreprises : destruction des structures de management intermédiaire et intégration modulaire des unités au sein de groupes mondialisés. Les structures stables de salaires ont été démantelées par

l'externalisation d'unités et la sous-traitance, et par l'élimination des hiérarchies salariales intermédiaires.

Mais les changements de structure dans les rapports entre le capital et le travail ne pouvaient trouver la cohérence d'un nouveau régime de croissance sans que la crise monétaire ouverte en 1971 par la disparition du système de Bretton Woods ait trouvé une solution. C'est pourquoi la crise inflationniste a fait rage toute la décennie 1970, avant son retournement par un coup de force monétaire en octobre 1980. La divergence inflationniste a été le condensé de toutes les contradictions libérées par la dégradation du capitalisme contractuel. La spirale prix-salaire s'est accélérée sous l'effet des surenchères dans les formules privées d'indexation. Car la perte de confiance dans l'annonce officielle de l'inflation future incitait les agents économiques à fixer leurs prix ou à revendiquer leurs salaires en pensant que les hausses récentes qu'ils constataient allaient s'accélérer. Les anticipations ne trouvaient plus aucun ancrage crédible, ni intérieur aux pays ni international, hormis dans le bloc germanique englobant le Benelux et la Suisse.

La perte de confiance atteignit la liquidité des dépôts bancaires. Elle déclencha la fuite massive des dépôts dans de nouveaux fonds d'investissement monétaire qui surfaient sur la spéculation, à la recherche de rendements à court terme capables de compenser la fonte des valeurs nominales. Ces fuites vers la finance de marché avaient elles-mêmes pour effet d'exacerber la recherche d'une liquidité qui ne soit pas fondante. Les pics des hausses pétrolières en 1973 et surtout en 1978 provoquèrent une capture de la rente par le cartel de l'OPEP, le gonflement des dettes internationales des pays importateurs de pétrole et la dépréciation accélérée du dollar, mesurée par l'emballlement du prix de l'or, objet de spéculation par excellence.

Toute crise systémique a son moment critique de basculement. Ce fut le coup de force monétariste de Paul Volker, qui doubla le taux d'intérêt des fonds fédéraux pour provoquer un étranglement monétaire. Les conséquences en furent dramatiques : une terrible récession américaine propagée à l'Europe, accompagnée de la crise des dettes souveraines en dollars qui condamna toute l'Amérique latine à une décennie perdue. Mais surtout, le changement du régime de croissance put s'engager sur l'inversion radicale du prix relatif du capital/force de travail. La hausse du coût du capital força les entreprises à des restructurations drastiques, détruisant

massivement les emplois, désinvestissant, externalisant les services et multipliant le recours à la sous-traitance. Le nouveau régime de croissance financiarisé était advenu.

Le capitalisme financiarisé et sa crise d'endettement

Le capitalisme financiarisé s'est placé sous l'égide de l'expansion continue des marchés financiers. Celle-ci a été intermédiée par les banques et par de nouveaux intermédiaires constituant le *shadow banking*. Le développement des marchés a transformé les modes d'évaluation et de circulation des risques. En décomposant et en formalisant les risques, il a créé des chaînes complexes de transferts dans les systèmes financiers. À la fois l'offre et la demande de fonds en ont été radicalement changées. Ce sont les moteurs de la globalisation financière.

Les entreprises ont cherché à abaisser le coût du capital dès les années 1980 et ont trouvé les moyens les moins chers de se financer grâce aux nouvelles techniques de transferts du risque de crédit. Les émissions directes d'obligations et les levées d'actions pour financer les fusions et acquisitions et les rachats par les entreprises de leurs propres actions ont diversifié leur gestion financière. Les banques ont émis elles-mêmes des obligations pour financer leurs crédits. Au levier d'endettement traditionnel, mesuré par l'augmentation de la part de l'endettement dans le total du bilan, s'est superposé le levier financier incorporé dans les produits dérivés, utilisés pour financer les acquisitions à terme et optionnelles d'actifs.

De leur côté, les États ont été contraints de substituer un financement de marché au financement monétaire de la banque centrale, désormais interdit par la doctrine monétariste. Avec l'anticipation d'une baisse prolongée des taux d'intérêt, un allongement des maturités en a résulté. La part des créanciers étrangers dans les dettes publiques nationales a fortement augmenté dans les pays dont les dettes étaient attractives.

Du côté des ménages, la dette agrégée s'est accrue systématiquement par rapport au revenu. Car les ménages aisés ont voulu élever leur ratio richesse/revenu en diversifiant leurs avoirs financiers sur les marchés. Ils ont abondamment acheté à crédit des actifs négociables (obligations, actions, propriétés foncières) à maturités longues. Les ménages, dont le pouvoir d'achat des revenus stagnait ou s'érodait, ont cherché eux à

préserver leur mode de consommation en prenant le risque de l'endettement à la consommation à des taux prohibitifs.

La demande d'actifs a donc été généralisée. L'industrie financière y a répondu avidement par le développement des investisseurs institutionnels (fonds de pension, assurance vie, fonds d'investissement collectif, fonds souverains). Enfin, l'intermédiation de marché par les banques d'affaires et les intermédiaires dits de la finance de l'ombre (*shadow banking*), qui leur sont étroitement liés, a connecté les marchés en créant des instruments porteurs de nouveaux risques souvent opaques (mises en pension de titres, produits de titrisation, prêts sur titres, *exchange-traded funds*). Toutes ces transactions impliquent du collatéral, c'est-à-dire des garanties fournies par les actifs qui en sont l'objet.

L'interpénétration de la finance de marché et des stratégies d'entreprise : le principe de la valeur actionnariale

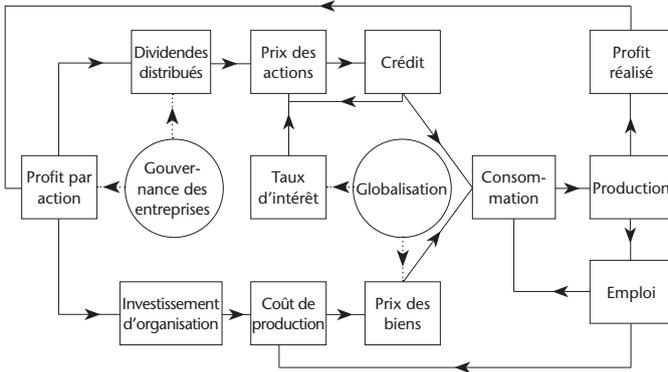
La valeur actionnariale (*shareholder value*) est un principe d'extraction de rente sur l'économie, mis en œuvre dans les entreprises en tant que norme de gouvernance. Cette norme joue dans le capitalisme financiarisé le rôle central que la négociation collective des salaires jouait dans le capitalisme contractuel. Elle postule que les entreprises sont tenues d'atteindre un rendement sur fonds propres (*Return On Equity*, ROE) en valeur de marché, supérieur au rendement d'équilibre du marché des actions. Ce rendement en excès est une rente que se partagent les actionnaires et une élite juridico-financière. C'est par nature un déséquilibre, puisqu'il est impossible que toutes les entreprises aient de manière permanente un rendement financier supérieur au rendement du marché. L'aiguillon de cette dynamique est un levier d'endettement croissant. La hausse du levier, c'est-à-dire du ratio dettes/fonds propres, élève le ROE pour un montant de profit net donné, pour autant que le rendement économique du capital soit supérieur au taux d'intérêt sur la dette.

Le levier déclenche donc une dynamique autoréalisatrice. Un levier croissant augmente le ROE, ce qui se reflète dans la hausse du prix des actions sur le marché boursier. La valeur plus élevée des entreprises sur le marché boursier est un collatéral qui donne une garantie pour réduire le coût des nouveaux emprunts et donc pour élever encore le levier et accroître le ROE, etc. Il s'agit d'une dynamique spéculative divergente, perçue comme un cercle

vertueux... jusqu'à ce que le retournement des cours boursiers la transforme en cercle vicieux où l'endettement devient un risque de bilan majeur. La même logique s'applique aux marchés immobiliers.

Le modèle macroéconomique du capitalisme financiarisé est décrit sur le schéma 2 qui peut être utilement comparé au schéma 1 du capitalisme contractuel.

Schéma 2. Le régime de croissance déséquilibré du capitalisme financiarisé



Les deux piliers du régime de croissance sont la gouvernance des entreprises selon le principe de la valeur actionnariale et la globalisation financière. Ils s'opposent du tout au tout aux piliers du schéma 1 : la négociation collective des revenus et la réglementation du système de crédit. Les entreprises cherchent à réduire au maximum la part salariale du revenu global. Il en est de même des attaques permanentes des élites financières et des économistes qui leur sont inféodés contre les coûts de la protection sociale.

C'est donc l'interaction du levier d'endettement et de l'appréciation des prix des actifs qui fait la croissance. Elle soutient la consommation par l'effet richesse et par l'endettement direct des classes moyennes et modestes pour la consommation. L'emploi n'est que l'effet induit de l'expansion des marchés d'actifs. Il s'ensuit que le mouvement de l'économie globale est entièrement asservi au cycle financier. Celui-ci décrit la

dynamique interactive du levier d'endettement et de l'alternance des phases d'appréciation et de dépréciation des prix d'actifs.

Le cycle financier dirige ainsi l'économie en provoquant des phases de hausse du levier de dette et d'appréciation des actifs, suivies de phases de réduction du levier et de baisse des prix d'actifs. Le retournement est marqué par une crise financière qui éclate sur un marché d'actifs spécifique. Si cette crise est particulièrement grave, elle devient systémique par contagion et par connectivité dans le système financier. C'est alors le régime de croissance financiarisé dans son ensemble qui entre en crise et pose le problème de sa viabilité. Telle est la situation dans laquelle nous sommes depuis 2008.

Cycle financier et instabilité financière : la crise du capitalisme financiarisé

Les cycles financiers engendrent les crises parce que la dynamique de l'endettement croissant et de la hausse des prix d'actifs, qui est portée par la finalité de faire de l'argent avec l'argent, n'a pas de point d'équilibre prédéfini et connu qui engendrerait un comportement de retour vers la moyenne. Pour qu'il en soit ainsi, il faudrait qu'une valeur des actifs, dite fondamentale, existe objectivement en dehors des marchés financiers et soit connue de tous les acteurs financiers. Bref, il faudrait que l'incertitude n'existe pas, qu'il n'y ait que du risque probabilisable par tous les acteurs de la même manière. S'il en était ainsi, les participants du marché détecteraient immédiatement toute déviation par rapport à la valeur fondamentale, et l'élimineraient en en tirant profit : ils vendraient les titres à la hausse et achèteraient ceux à la baisse ; toute spéculation serait alors équilibrante. Or la logique de la finance, plongée dans l'incertitude de l'avenir que les contradictions de l'accumulation du capital engendrent, est tout autre. C'est le *momentum* qui fait grossir les bulles de valorisation, c'est-à-dire un processus d'amplification endogène des prix d'actifs et de l'endettement jusqu'à un point de retournement inconnu qui amorce un repli brutal.

Dans la phase ascendante du cycle financier, les emprunteurs qui veulent faire de l'argent ont intérêt à rester dans la bulle. En effet, s'il est de connaissance commune qu'une bulle finit toujours par éclater, d'une part la communauté financière demeure longtemps dans le déni qu'il y a bulle, d'autre part la

date du krach est rigoureusement incertaine. Chacun présume donc qu'il sera assez habile pour sortir à temps et qu'à l'instant présent il y a encore de l'argent à gagner. De leur côté, les prêteurs, qui observent la hausse des valeurs collatérales qui garantissent leurs créances, sont soumis à l'illusion d'une solidité apparente, associée à une convention haussière sur les marchés d'actifs. Si le marché se retourne, ils présument que l'État viendra sauver le système financier. Dans ces conditions, la concurrence des prêteurs pour démarcher les emprunteurs potentiels pousse le crédit de plus en plus à la hausse.

C'est pourquoi, dans la phase d'essor, les anticipations optimistes entraînent la hausse des prix d'actifs qui déclenche l'euphorie. Elle est caractérisée par le processus d'interaction circulaire entre l'emballement du crédit et l'accélération de la hausse des prix des actifs. Elle déforme les bilans exprimés en valeur de marché en créant une sous-estimation des risques. L'essor conduit au paroxysme et au retournement, car les fragilités de bilan s'accroissent avec l'accroissement des leviers d'endettement. Le pic précipite le reflux et l'instauration du pessimisme.

Les deux forces qui entraînent l'économie et la finance dans la crise sont l'obsession de la liquidité chez les agents endettés et la montée brutale de l'aversion pour le risque des pourvoyeurs de liquidités. Si le stress atteint les banques, un étranglement de l'offre de crédit est probable, car la contagion est intense entre les intermédiaires financiers, d'autant plus que le réseau des relations de contreparties est dense et qu'un plus grand nombre d'intermédiaires, bancaires ou non, sont dans la même situation.

La restructuration des bilans s'impose après le retournement des prix d'actifs, puisque la valeur de marché des actifs s'effondre et que la valeur nominale des dettes perdure, créant des pertes au bilan. En effet, au retournement d'un marché soumis à une bulle de prix d'actifs, le ratio dettes/valeur de marché des actifs augmente fortement, parce que la valeur des actifs subit le krach, alors que celle des dettes n'a pas encore diminué. La phase de reflux du cycle financier est rythmée par le désendettement. Mais celui-ci est rendu difficile par la baisse rapide de la valeur des collatéraux, qui laisse des pertes plus ou moins grandes à la fois chez les emprunteurs et chez les prêteurs. Leur ampleur, la rapidité et la pertinence des réponses des autorités publiques déterminent la durée de la crise et de la récupération.

Les pertes sont d'autant plus difficiles à absorber que l'urgence des acteurs piégés par des bilans fragiles les conduit à couper leurs dépenses pour affecter le plus possible de leurs revenus au désendettement. Si de nombreux acteurs sont dans la même situation, la contraction de la dépense privée provoque le marasme économique qui rogne les revenus nécessaires pour couvrir les pertes du fait du désendettement. On se trouve dans une situation de désendettement contrarié, qui fait tomber les économies dans une situation durable de basse croissance, appelée stagnation séculaire.

La hausse contrainte du poids de l'endettement en pleine phase récessive est donc la caractéristique cruciale d'une déflation financière. La crise systémique est déclenchée par un échec de coordination, où l'effort des acteurs privés pour se désendetter détériore la situation de tous. La situation financière empire avec le poids de l'endettement relativement au revenu, du fait même de l'effet dépressif du désendettement contrarié. Ce phénomène a été une cause essentielle de la durée et de la profondeur de la Grande Dépression des années 1930. Il a joué un rôle majeur dans la longue crise systémique commencée en 2008.

Vers une mutation du régime de croissance

Le capitalisme engendre des trajectoires historiques, faites de régimes de croissance stable, séparées et reliées à la fois par des époques de désordres, de conflits, d'incertitude, voire de régression, mais aussi d'émergence de nouvelles formes sociales. Ces innovations peuvent être les vecteurs du renouveau, pour peu que les sociétés s'en emparent pour transformer les modes de vie. Dans ces phases de transition, les institutions financières ont joué et joueront dans le futur un rôle majeur.

L'angoisse qui a saisi les citoyens dans les épisodes électoraux récents aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France témoigne du retour de l'incertitude radicale. La crise financière globale, qui date d'une décennie, a bien été le point de retournement du cycle financier, mais pas de n'importe quel cycle financier. Minées par les forces d'éclatement des sociétés, sous l'effet des inégalités de revenus et de patrimoines, et surtout de la détérioration des biens publics, les sociétés civiles inclinent vers une contestation du fondamentalisme du marché qui a dominé les modes de vie

dans les trente dernières années et dont le credo est le suivant : la solution de tous les problèmes est dans le marché, la puissance publique est un obstacle.

La question cruciale qui se pose est la suivante : quel retour de la puissance publique ? La réponse que le mouvement des sociétés donnera n'est pas encore perceptible. Depuis la crise financière systémique, l'élite financière continue à déverser la même idéologie autojustificatrice qui la maintient au pouvoir. L'élection de Donald Trump aux États-Unis et la formation de son gouvernement en sont des illustrations caricaturales. En Europe, la social-démocratie, qui avait porté l'ambition de promouvoir le progrès social après la Seconde Guerre mondiale, a perdu son âme dans les connivences du politique et de la finance.

L'imbrication de la finance et de la technologie a créé les pouvoirs privés gigantesques des Google, Facebook, Amazon et autres, qui ont établi une endogamie profonde avec les institutions publiques de tous les États développés. On se retrouve avec les entreprises technologiques et celles du secteur de la santé dans la même situation qu'au tournant du xx^e siècle, où la concentration extrême du capital dans l'énergie et l'industrie lourde avait provoqué aux États-Unis la promulgation des lois antitrust. La finance ne peut pas être réorientée vers le service de la société si le pouvoir concentré du capital technologique n'est pas brisé, comme l'avait été AT&T en son temps.

Certaines croyances ont certes dû reculer sous la pression des faits, comme celles en la neutralité de la monnaie ou en l'efficacité de la finance. La gouvernance économique par la monnaie s'est imposée pour pallier dans l'urgence la paralysie du politique. Les banques centrales ont repris en main la régulation prudentielle dans la perspective de la stabilité financière qu'elles n'auraient jamais dû abandonner. Elles sont *de facto* redevenues des puissances publiques dans le domaine de la monnaie en prenant en charge la stabilité financière. Mais cette restauration demeure fragile, comme en témoigne le démantèlement par l'administration Trump des régulations établies après la crise financière.

Et surtout, cela ne suffit pas à établir le mode de régulation d'un nouveau régime de croissance. Derrière ce qui est appelé la stagnation séculaire s'exprime la tragédie des horizons. Pour la surmonter, il faut envisager des investissements de long terme dans de nouveaux biens, publics comme privés, pour mettre

un nouveau régime de croissance sur les rails. Ces biens publics et privés sont complémentaires. Ils influencent les modes de consommation et élèvent en même temps la productivité dans l'ensemble de l'économie. Or produire des biens publics par le biais d'investissements de long terme, du local au global, requiert une préférence de temps qui dépasse les capacités de décision des démocraties représentatives actuelles, encastrées dans des cycles électoraux à court terme et minées par les compromis partisans. Inventer des formes d'organisation politique participatives est le grand enjeu du dépassement des procédures démocratiques héritées des Lumières.

Une nouvelle globalisation va se développer sur les transformations politiques, parce que le nouveau régime de croissance se construira sur les biens communs qui ont été dévastés par trois décennies de fondamentalisme du marché. La menace globale la plus inquiétante de ce siècle est le changement climatique. Il est clair que le climat est un bien commun qui concerne l'ensemble de l'humanité. Sa maîtrise implique une nouvelle globalisation libérée du fondamentalisme du marché.

Encore faut-il bien comprendre la nature du risque climatique à surmonter [Espagne, 2016 ; 2017]. Si la puissance des lobbies climato-sceptiques parvient à paralyser la volonté publique, un emballement climatique dévastateur peut se produire dans quelques décennies. Car le risque climatique n'est pas assurable, il ne peut qu'être évité par une attitude collective de catastrophisme éclairé. Pour construire un futur sur de nouveaux enjeux collectifs capables d'entraîner le secteur privé, une mutation de la démocratie s'impose, capable de prendre des décisions collectives à tous les niveaux d'organisation des sociétés et respectant le principe éthique du bien-être des générations futures.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. [1997], *Régulation et crises du capitalisme*, Odile Jacob, Paris.
- AGLIETTA M. et REBÉRIOUX A. [2004], *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.
- BORIO C. [2014], « The financial cycle and macroeconomics : what have we learnt ? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 45, août, p.182-198.
- BOYER R. [2015], *Économie politique des capitalismes*, La Découverte, « Grands Repères », Paris.

- EGGERTSSON G. et KRUGMAN P. [2012], « Debt, deleveraging and the liquidity trap : a Fisher-Minsky-Koo approach », *Quarterly Journal of Economics*, 127, n° 3, p. 1469-1513.
- ESPAGNE É. [2016], « Après la COP21, comment climatiser la finance ? », dans CEPII, *L'Économie mondiale 2017*, La Découverte, « Repères », Paris.
- [2017], « Climatiser la finance pour financer le climat », *L'Économie internationale en campagne*, CEPII, billet du 31 janvier.
- KALECKI M. [2011], *Theory of Economic Dynamics*, paperback.
- KEYNES J.-M. [1959], *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, livre IV, Payot, Paris.
- MINSKY H. P. [1982], « The financial instability hypothesis, capitalist processes and the behavior of the economy », dans C. P. Kindleberger et J.-P. Laffargue (dirs), *Financial Crises, Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, Cambridge.

