

**UNIVERSITE DE PARIS I**  
**CENTRE D'ECONOMIE DE LA SORBONNE**  
**MATISSE**  
106-112 Bd de l'Hôpital, 75013 Paris

Liêm HOANG-NGOC<sup>1</sup>

**La crise économique et financière :  
une analyse post-keynésienne**

*22 janvier 2009*

La crise dite des *Subprimes* est un nouvel épisode des crises financières qui jalonnent l'histoire économique de ce dernier quart de siècle. Celles-ci avaient épargné le capitalisme managérial des Trente glorieuses, au sein duquel les marchés boursiers jouaient un petit rôle en matière de financement de l'investissement. La revanche du rentier a, depuis, non seulement transformé le mode de gouvernance et la stratégie des grandes entreprises cotées, mais aussi entraîné la déréglementation des marchés financiers, le tout au nom de l'efficacité économique.

Le bilan du mode de régulation qui s'est affirmé depuis maintenant un quasi-long terme est affligeant. Les performances macroéconomiques de la vieille Europe sont en deçà du taux de croissance potentiel de ses pays membres. Celles du modèle anglo-saxon et de ses clones ne sont possibles qu'au prix d'une économie d'endettement généralisée au profit de spéculateurs qui ont flambé en bourse l'équivalent du PIB français. Les choix induits les marchés entretiennent par ailleurs un désastre écologique annoncé. La montée des inégalités fait bouillir le chaudron social. Face au cataclysme financier et à la menace d'une dépression, Etats et banquiers centraux sont miraculeusement redevenus interventionnistes, à contrecœur. Ils ont fait reculer les limites de l'accès aux liquidités aux banques asséchées et à socialiser leurs pertes. Pour autant, la re-réglementation, que le citoyen éclairé appelle de ses vœux, ne sera pas de leur fait, tant que la foi en l'autorégulation des marchés financiers prévaut dans la religion économique dominante. De même, les politiques de relance resteront au milieu du gué, tant que les gouvernements ne prendront pas conscience du fait essentiel que les causes profondes de la crise économique et financière sont avant tout dues à un « partage du gâteau » tout aussi injuste qu'inefficace, à l'origine de la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée et de la montée des inégalités de revenus. Ce papier montre que la répartition des revenus est au cœur de l'explication des difficultés que rencontre, sous ses diverses variantes, le capitalisme financier (I). Il tire les premiers enseignements de la crise financière (II).

---

<sup>1</sup> Université de Paris I – Centre d'Economie de la Sorbonne. liem@univ-paris1.fr.

## 1. Au cœur de la crise : la répartition des revenus

Alors que la Stratégie de Lisbonne devait faire de l'Europe une zone de forte croissance tirée par l'économie de la connaissance, le vieux continent est devenu la zone où la croissance est la plus faible du monde. La croissance européenne est même devenue négative dès le deuxième trimestre 2008, six mois avant que les effets de la crise financière ne se répercutent en Europe en termes de contraction du crédit. La France souffre d'un excès d'épargne. Son taux d'investissement est orienté à la baisse alors que la consommation, seul moteur de la croissance au cours de la période récente, s'est retournée. L'Espagne et l'Irlande ont pu faire illusion tant que la croissance pouvait être tirée par un secteur immobilier, sous perfusion du crédit hypothécaire... comme aux Etats-Unis.

Bien avant le déclenchement de la crise financière, cette situation est liée à la répartition des revenus qui prévaut dans le capitalisme financier, comme conséquence des normes imposées par les nouveaux actionnaires dans le rapport salarial. Dans tous les pays, des « réformes structurelles » ont assis la nouvelle segmentation du rapport salarial. Les revenus financiers perçus par les classes aisées explosent, tandis que la modération salariale perdure pour le plus grand nombre. Le revenu médian stagne alors que le revenu moyen progresse. La France, longtemps considéré comme pays relativement égalitaire du point de vue de la répartition des revenus, tend désormais à subir les mêmes tendances que celles que l'on observe dans les pays anglo-saxons<sup>2</sup>. Les conséquences macroéconomiques perverses de cette norme de répartition des revenus sont encore négligées par la plupart des macroéconomistes, dont les modèles sont excessivement agrégés pour en tenir compte.

Au contraire, les nouveaux modèles postkeynésiens de répartition des revenus permettent d'analyser les effets de la montée des inégalités de revenus sur la dynamique macroéconomique. Ces modèles montrent que cette répartition inégalitaire des revenus gonfle les revenus des ménages à hauts revenus, dont la propension à épargner est plus forte. Au contraire, elle amenuise les flux de revenus distribués en direction des classes moyennes et populaires dont la propension à consommer est forte. Il en résulte que la consommation, principal moteur de la croissance, n'est plus alimentée que par la consommation des classes riches. Ceci s'avère d'autant plus insuffisant pour assurer un taux de croissance élevé que cette consommation de masse exerçait auparavant (dans le modèle de croissance fordiste) un effet d'entraînement pour l'investissement dans le secteur des biens de consommation. Par voie de conséquence, les entreprises de ce secteur n'achètent plus de machines au secteur fabricant des biens d'équipement où les taux d'investissement, du coup, sont moins soutenus. S'installe donc progressivement une situation de croissance ralentie, caractérisée par une épargne devenant excédentaire à mesure qu'elle n'est pas mobilisée par les entreprises pour l'investissement. Celles-ci distribuent par ailleurs une part croissante de leurs profits sous formes de dividendes, dont une grande partie est à nouveau épargnée. Ce schéma est typique de la situation française, dont les principales caractéristiques macroéconomiques seront préalablement présentées.

La modification des paramètres du modèle permet aussi d'analyser les variantes entrant dans la catégorie des clones du modèle américain où l'épargne est faible. Dans un

---

<sup>2</sup> Camille Landais, « Les hauts revenus en France (1998-2006), une explosion des inégalités », *Paris School of Economics*, juin 2007.

contexte de forte modération salariale, c'est alors l'endettement privé qui explique le dynamisme temporaire de la croissance américaine, celle-ci s'avérant particulièrement instable compte tenu des risques associés aux crédits consentis par les acteurs financiers.

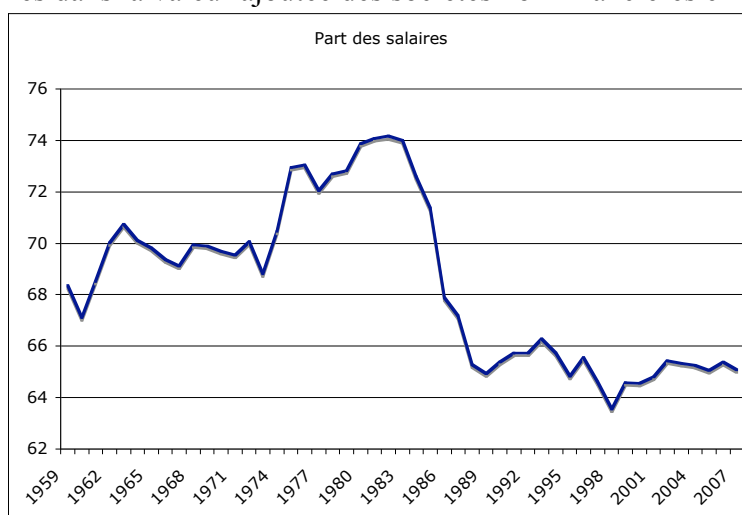
## 1.1. Inégalités

De tous les pays développés, la France est l'économie où la répartition des revenus s'est le plus modifiée au cours de la période récente sous l'effet de la financiarisation du capitalisme. Le quart de siècle passé y est avant tout marqué par la modération salariale, conduisant à un déplacement de dix points du partage des revenus en faveur des profits, la part des profits se stabilisant en fin de période à un niveau élevé. La part des bénéfices distribués sous forme de revenus financiers s'est également accrue et a alimenté la hausse des très hauts revenus, importants détenteurs de titres. Ces derniers ont également bénéficié de la hausse des très hauts salaires, alors que la modération salariale sévissait pour le reste des ménages et que le pouvoir d'achat des prestations sociales stagnait.

### 1.1.1. Déplacement du partage salaire-profit

La répartition primaire des revenus est marquée depuis 1983 par un recul important de la part des salaires dans la valeur ajoutée, après une période de forte hausse de 1970 à 1982. La part des salaires des sociétés non financières passe de 69,5 % de la valeur ajoutée brute en 1970 à 74,2 % en 1982. La part des salaires baisse ensuite et atteint en 1998 le point bas. Elle représente alors seulement 63,6 % de la valeur ajoutée brute. Elle remonte par la suite pour se stabiliser autour de 65 %.

Figure 1  
Part des salaires dans la valeur ajoutée des sociétés non financières en pourcentage

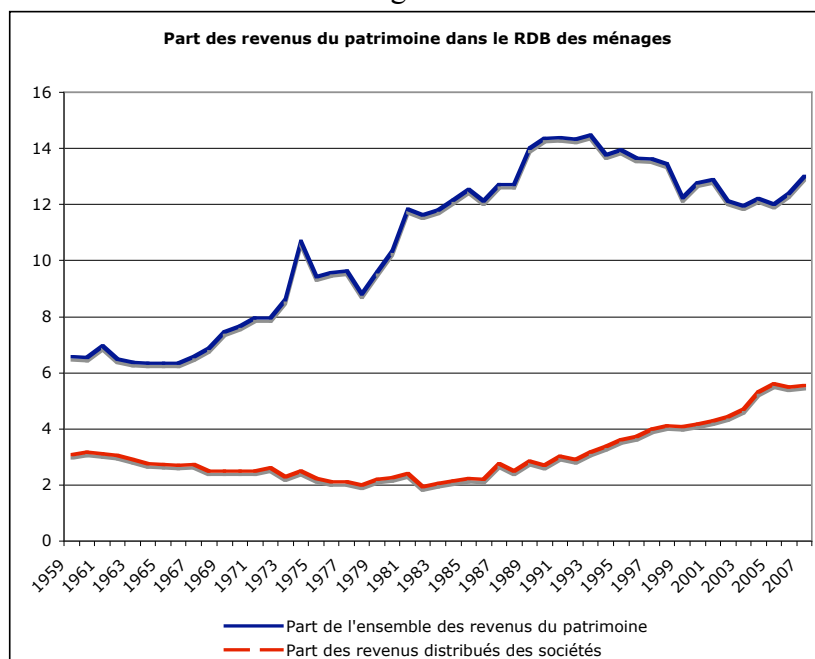


Source : INSEE, comptes nationaux

La part salariale se stabilise donc à un niveau inférieur à celui des années 1960. La part des salaires s'établit en moyenne à 65,2 % de la VAB, pour la période 1989-2006. Entre 1962 et 1972, elle atteignait en moyenne 69,8 % (69,4 % pour la période 1959-1973).

Parallèlement, la part des revenus du capital dans le revenu des ménages s'est accrue, sa distribution restant très inégale et concentrée sur les hauts revenus.

Figure 2



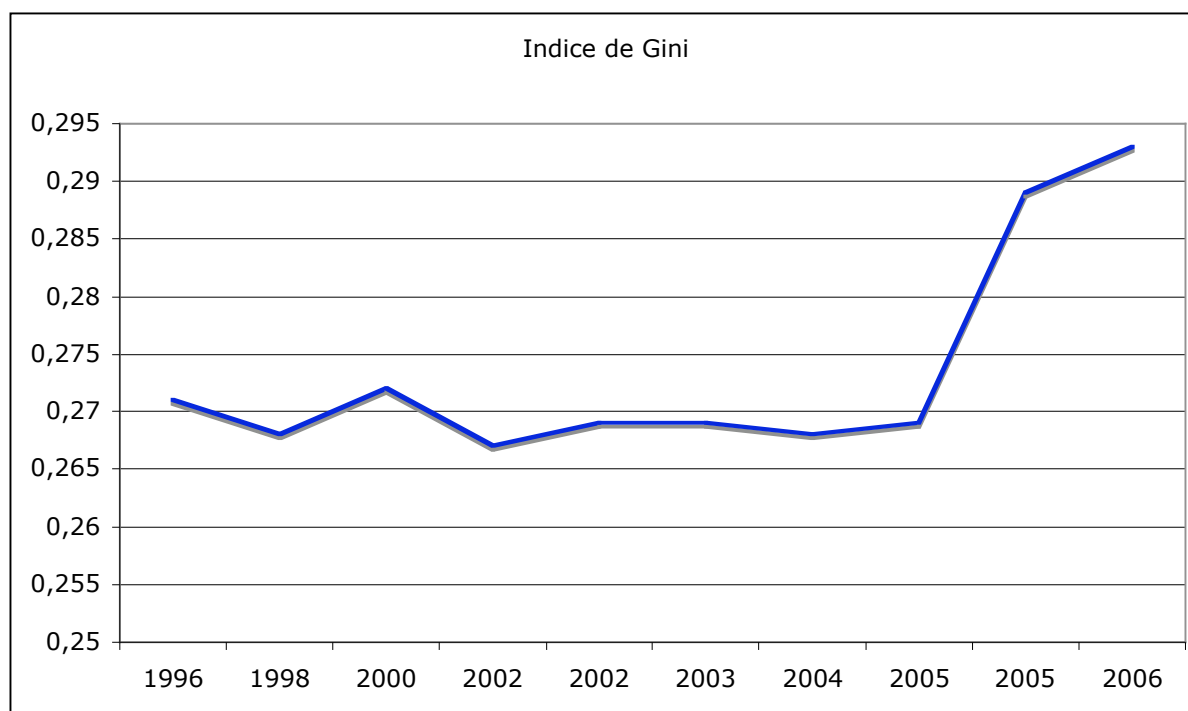
Source : INSEE, comptes nationaux, hors EBE des ménages.

Cette augmentation des revenus du capital dans le revenu des ménages est en grande partie liée à l'accroissement des revenus distribués par les sociétés, et plus particulièrement des dividendes versés. Ceux-ci ont fortement augmenté à partir de la fin des années 1980 et représentent 5,5% du RDB des ménages en 2007.

### 1.1.2. Montée des inégalités de revenus

Les indicateurs mesurant les inégalités de revenus placent traditionnellement la France parmi les pays où les inégalités sont plutôt faibles. Cette tendance est en passe de s'inverser, comme l'indique l'augmentation du coefficient de Gini, mesurant les inégalités de revenus.

Figure 3



Source : INSEE<sup>3</sup>

Les données recueillies par l'administration fiscale à partir des déclarations de revenus, permettent de préciser le profil de la distribution des revenus. L'étude de Landais<sup>4</sup>, qui les exploite, détaille ainsi l'évolution de chaque catégorie de revenu en termes réels. Elle montre que le revenu réel médian des foyers français a très légèrement augmenté de 1998 et 2002 et ont ensuite stagné, alors que les hauts revenus explosaient. Le fait majeur est que la quasi-stagnation des revenus de 90% des foyers contraste avec les gains des foyers les plus aisés. Le revenu annuel moyen des 1% des foyers (soit 385 000 foyers) les plus riches s'est accru en rythme annuel moyen de 2,6 %, celui des 0,1% les plus aisés (soit 38 500 foyers) s'est élevé de 4% et celui des 0,01 % les plus fortunés (soit 3 850 foyers) de 5,2%.

Cette montée des inégalités de revenus est liée à l'accroissement des revenus du patrimoine mais aussi des très hauts salaires, dont les très hauts revenus ont été les bénéficiaires, au moment où les revenus des classes moyennes et modestes stagnaient sous l'effet de la modération des hausses de salaires et de prestations sociales.

#### 1. 1.2.1. Hausse des revenus du patrimoine

Les revenus du capital se sont accrus de 4% par an depuis 1998 (et de 6,3% par an entre 2003 et 2007) alors que les revenus du travail n'augmentaient que de 0,6% par an et par

---

<sup>3</sup> Le coefficient de Gini est une mesure du degré d'inégalité de la distribution des revenus. Il varie entre 0 (qui représente l'égalité parfaite) et 1 (une personne détient tout le revenu). La série comporte deux ruptures : la première en 2002 correspond au passage à l'Enquête emploi en continu, la seconde en 2005 correspond à la prise en compte des transferts sociaux réels (prestations familiales, prestations logement et minima sociaux) et à une meilleure couverture des revenus du patrimoine. Entre 2004 et 2006, les inégalités de revenu se sont accrues, surtout entre 2005 et 2006, alors qu'elles diminuaient entre 2000 et 2004. La meilleure prise en compte des revenus du patrimoine dans le calcul de l'indice de Gini se traduit par des inégalités plus fortes, ce que montre le saut de la courbe en 2005 entre les deux séries.

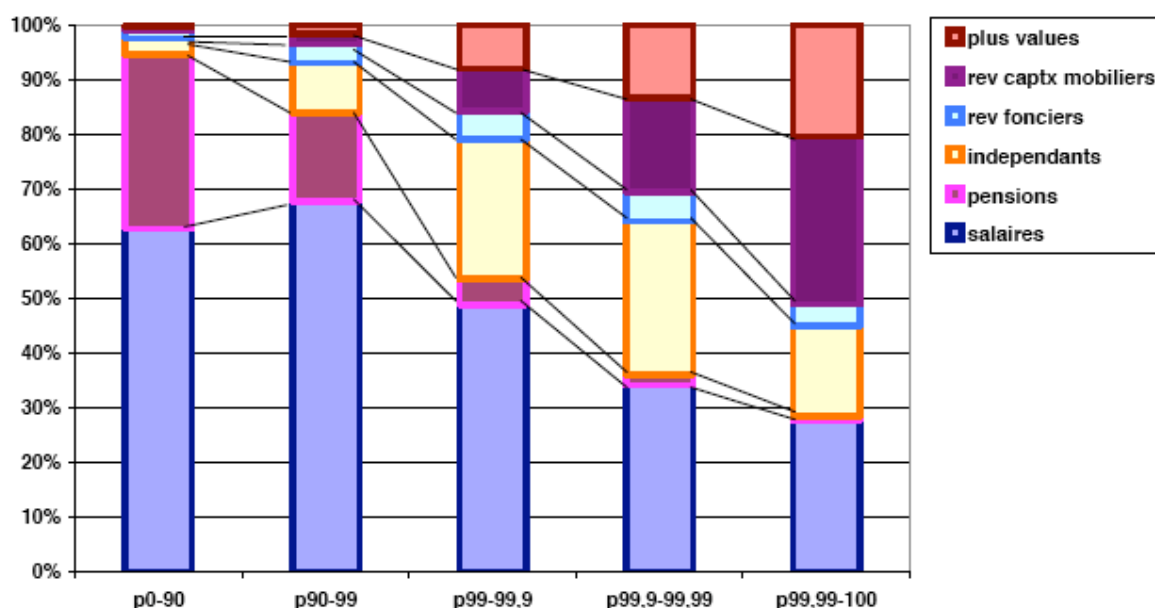
<sup>4</sup> Camille Landais, *Op.cit.*

salarié. Cette hausse de la rémunération du capital est en grande partie due à la croissance de la part des dividendes, dont la masse a augmenté de 63% entre 1998 et 2005, d'après les données de la comptabilité nationale (*Ibid.*, p. 12). La hausse des revenus du capital a profité avant tout aux foyers à hauts revenus dont la propension à épargner (et donc à détenir des titres) est la plus forte :

« Au niveau du dernier décile des foyers les plus riches, les revenus du capital représentent 9% de l'ensemble des revenus, contre moins de 3% pour le reste de la population. Et plus l'on s'approche de la queue de la distribution, plus cette part est importante : 23% au niveau du dernier centile, 38% au niveau du dernier millième, 55% au niveau du dernier dix millième » (*Ibid.*, p. 9).

Figure 4

Composition des revenus déclarés avec plus-value de différents fractiles de revenus (2005)



Source : Landais, *Op. cit.*.

La part des revenus du capital est plus élevée parmi les revenus ménages à hauts revenus qu'au sein des revenus des autres foyers (figure 4). Les revenus du capital sont essentiellement concentrés autour des dix derniers centiles de revenus, ce qui explique la faiblesse de la part des dividendes (5,5%) dans le RDB des ménages. Les formes de détention du patrimoine varient en fonction des catégories socioprofessionnelles. En 2003-2004, seuls 24,2 % des ménages détenaient des valeurs mobilières, selon l'INSEE. Cette proportion tombe à seulement 7,4 % chez les ouvriers non qualifiés. Pour leur part, 50 % des cadres détenaient des valeurs mobilières et sont la principale catégorie souscrivant à l'épargne salariale. Les livrets d'épargne sont la principale composante du patrimoine des ouvriers et employés. La structure du patrimoine de chaque catégorie de ménages influence naturellement l'évolution des revenus du capital que les ménages détiennent. Les ménages du dernier décile ont ainsi pu bénéficier de l'accroissement important des revenus distribués par les sociétés.

#### 1.1.2.2. Explosion des très hauts salaires

Outre l'accroissement des revenus du patrimoine, les hauts revenus ont bénéficié de l'explosion des très hauts salaires. Ce phénomène est aussi caractéristique de la période récente en France. Il « *contraste avec la grande stabilité de la hiérarchie salariale observée depuis 30 ans* » (*Ibid.*, p. 18). Alors que le salaire moyen de 90% des salariés ne s'est accru que de 0,6% par, celui du dernier centile a augmenté de 1,8% par an, celui des millièmes et dix millièmes des salariés les mieux payés s'élevait de 3,7% par an et de 6,1% par an. Avant la crise financière, avec les détenteurs de valeurs mobilières, les grands gagnants de la période sont donc les « *Top managers* », les banquiers et les traders. A cet égard, alors que la France (au même titre que l'Allemagne et le Japon) était un pays plutôt égalitaire en matière de répartition des revenus, elle tend à rejoindre le trend observable au Canada, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, depuis que les inégalités y ont explosé.

Landais précise pour conclure que son étude porte sur la formation des revenus primaires, sans tenir compte des évolutions de la fiscalité de la période considérée. Or, ajoute-t-il, « *il est pas inutile de rappeler que le niveau de la fiscalité des revenus et du patrimoine a fortement diminué à l'endroit des hauts revenus. (...) En tout état de cause, l'évolution de la fiscalité ne peut qu'avoir assez fortement amplifié au niveau des revenus disponibles la forte explosion des inégalités de revenus primaires (...) et ne permet donc pas d'écarter l'hypothèse d'une convergence à moyen terme des niveaux d'inégalité entre la France et les pays anglo-saxons* »<sup>5</sup>.

### 1.1.2.3. Stagnation des revenus des ménages modestes et moyens

Par contraste avec l'évolution des hauts revenus, le rythme de croissance annuel du revenu de 90% des foyers français n'a été que de 0,6% entre 1998 et 2005. Pendant ce temps, le rythme annuel moyen de l'inflation approchait les 2% pour s'accroître ensuite, compte tenu de la hausse du prix des matières premières alimentaires et énergétiques, qui pèse particulièrement sur les dépenses contraintes des ménages les plus modestes. Ces prix ont ensuite fortement baissé avec l'entrée en récession de l'économie mondiale. Pour calculer exactement l'évolution du pouvoir d'achat, il faut intégrer les transferts et retrancher les prélèvements fiscaux et sociaux. A cet égard, les réformes fiscales entreprises au cours de la dernière décennie ont surtout bénéficié aux ménages à haut revenu alors que les prélèvements indirects et les remboursements ont plutôt pesé sur les classes moyennes et modestes et alors que le pouvoir d'achat des prestations sociales a stagné, voir reculé. Les salariés peu qualifiés ont par ailleurs pu bénéficier de la prime pour l'emploi<sup>6</sup>. Globalement le pouvoir d'achat des prestations sociales a néanmoins diminué au cours de la période récente.

## 1.2. Paradoxe des coûts

Peu d'études se sont attelées à évaluer les effets macroéconomiques consécutifs aux changements intervenus dans la répartition des revenus. Au plan macroéconomique, la hausse de la part des profits dans la valeur ajoutée a avant tout bénéficié aux ménages à hauts revenus, caractérisés par une forte propension à épargner. Ces ménages ont donc bénéficié de

---

<sup>5</sup> *Ibid.*, p. 25.

<sup>6</sup> En 2007, le nombre de bénéficiaires de la PPE était de 84 279 personnes, percevant un montant moyen de 504 euros.

l'accroissement des dividendes, dont la part dans les bénéfices des entreprises s'est, de surcroît, appréciée.

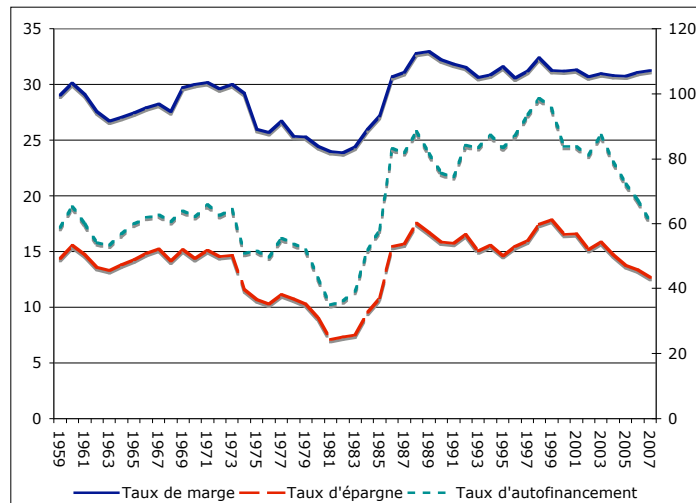
Une approche de type classique, considérant que l'économie contrainte « par l'offre », ne s'alarmerait pas *a priori* de la modération salariale et de la hausse tendancielle du taux de marge, dès lors que qu'elle exerce un effet bénéfique sur l'épargne et l'incitation à investir. La stratégie macroéconomique adoptée en France et en Allemagne au cours de ce dernier quart de siècle a d'ailleurs consisté à faire de la restauration de la part des profits dans la valeur ajoutée un des déterminants de la compétitivité des entreprises, dans le cadre d'une stratégie qualifiée de « désinflation compétitive », cette politique devant permettre aux entreprises de baisser leurs prix tout en accroissant leurs marges.

La restauration de la part des profits dans la valeur ajoutée, consécutive à la montée des inégalités de revenu, observée depuis un quart de siècle, aurait donc du se traduire par une période de forte croissance en vertu du théorème Schmidt : « *les profits d'hier sont les investissements d'aujourd'hui et les emplois de demain* ». Malheureusement, la hausse de la part des profits et le niveau élevé de l'épargne dans le revenu ne se sont pas accompagnés d'un investissement dynamique, source *in fine* de croissance et d'emploi. Une telle situation est alors typique de ce que les postkeynésiens qualifient de *paradoxe des coûts et de l'épargne*.

Ainsi, malgré la restauration de la part des profits à un niveau élevé, la faiblesse de la croissance française est avant tout due à la panne d'investissement des grandes entreprises, particulièrement dans le secteur innovant, supposé être le moteur de la nouvelle économie. La France ne souffre aucunement de suraccumulation du capital. De plus, il y a suraccumulation, au sens marxiste du terme, lorsque l'investissement occasionne une baisse du taux de profit, ce qui produit *in fine* un effet négatif sur l'accumulation. Or on assiste dans le cas présent à une hausse tendancielle du taux de marge et à une baisse du taux d'investissement. Une telle énigme, pour les théories marxistes traditionnelles, est résolue par les modèles postkeynésiens de répartition des revenus présentés ci-dessous. Cette panne d'investissement était chronique bien avant que les effets de la crise financière se fassent sentir. La part des investissements dans le secteur des NTIC est de 15% de l'investissement total, contre 45% aux Etats-Unis. La faiblesse de l'accumulation du capital explique en partie la perte importante de compétitivité extérieure de nos entreprises, ce qu'illustre un déficit commercial désormais supérieur à 50 milliards d'euros, malgré la baisse de la facture énergétique. De 2002 à 2007, la France a perdu près de 20% de ces parts de marché à l'exportation.

Pour investir et innover, les entreprises cotées peuvent pourtant se financer sur les marchés boursiers sur lesquels se porte l'abondante épargne des bénéficiaires des dividendes du capitalisme financier. Elles jouissent de surcroît de taux de marge reconstitués et disposent de capacités d'autofinancement, d'une forte épargne interne et de fonds propres importants (Figure 5).

Figure 5  
Taux de marge, d'épargne brute et d'autofinancement des SNF



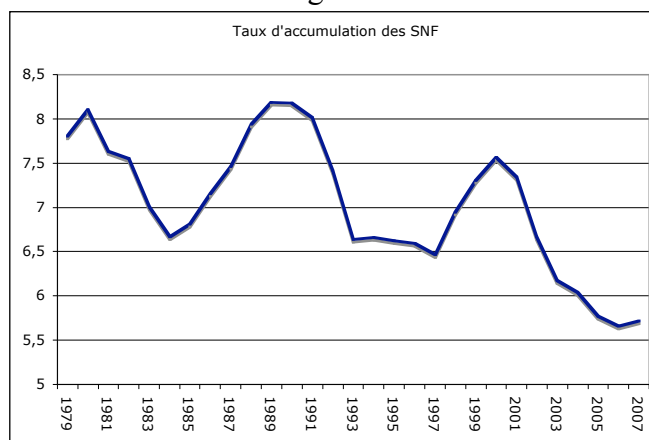
Source : INSEE, comptes nationaux, taux d'autofinancement sur l'échelle de droite.

A partir du milieu des années 1980, le taux d'autofinancement s'accroît fortement pour atteindre plus de 80 % au cours des années 1990 et début 2000 avant de diminuer sensiblement à partir de 2003. La remontée du taux d'autofinancement s'explique en partie par les variations du numérateur, c'est-à-dire de l'épargne brute des SNF. Après une forte chute consécutive au choc pétrolier de 1973, où elle a diminué de près de moitié, l'épargne brute des SNF est remontée au cours des années 1980 pour se stabiliser jusqu'à la fin des années 1990 à un niveau supérieur à celui des années 1960. L'économie française ne souffre donc pas de « problèmes d'offres » au sens macroéconomique du terme. L'offre de capital (l'épargne) est forte et il existe une abondante offre de travail prête à accepter des emplois aux conditions d'un marché du travail où règne pourtant la modération salariale. Le chômage est donc involontaire et l'économie est en sous-emploi. Les commentateurs et certains économistes confondent à souhait (ou font semblant de confondre) panne d'investissement et problèmes d'offre. Ils réduisent à tort la demande à la seule consommation pour en conclure qu'il est impossible de relancer la consommation sans détériorer l'offre. Or l'investissement est avant tout une dépense d'achat en bien d'équipement et représente en tant que telle une composante de la demande effective, à côté de la dépense d'achat de biens de consommation courante. C'est de la faible propension à investir des grandes entreprises françaises, privatisées et offertes à la « gouvernance » des nouveaux actionnaires, dont la politique publique devrait se préoccuper. De l'investissement des grandes entreprises dépendent les carnets de commandes des PME qui forment, en France, le tissu des PME sous-traitantes des anciens champions nationaux dans chaque bassin d'emploi. Les PME françaises ne sont pas les PME allemandes dotée d'une taille critique importante et positionnées sur des créneaux hors coûts. Leur activité dépend avant tout du rebond de la stratégie industrielle de leurs donneuses d'ordre, les grandes entreprises cotées. Or non seulement celles-ci investissent peu, mais elles exercent aussi une pression à la baisse sur les prix en mettant les PME en concurrence avec la sous-traitance dans les pays à bas coûts en zone dollar. Ceci explique la faiblesse relative du taux de marge des PME par rapport à celui enregistré dans les chiffres agrégés.

Au plan macroéconomique, les problèmes « d'offre », entendus au sens où la rémunération du capital serait insuffisante, se sont en effet largement atténués. Pourtant, l'accroissement du taux de marge et de l'épargne des SNF ne s'est pas accompagné d'une reprise de l'investissement, bien au contraire (figure 6). Le taux d'accumulation des sociétés

non financières, qui rend compte de l'effort d'investissement des entreprises, diminue de façon tendancielle depuis la fin des années 1970 et atteint un point bas en 2006.

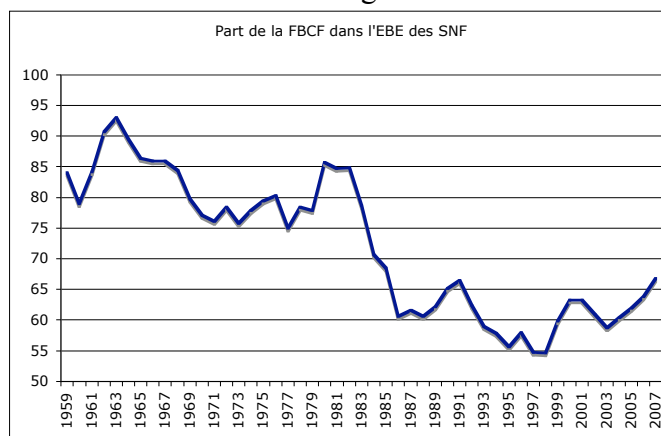
Figure 6



Source : INSEE, comptes nationaux.

Cet écart entre l'accroissement tendanciel des taux de marge et la réduction des taux d'accumulation s'accompagne d'une dégradation du ratio *investissement / excédent brut d'exploitation* (figure 7). A partir de 1983 et jusqu'en 1986, la FBCF rapportée à l'EBE chute fortement (de près de 25 points). Elle se redresse légèrement de 1987 à 1990 avant de connaître une nouvelle baisse importante jusqu'en 1998 (moins 10 points) où elle atteint son niveau le plus bas avec 54,6 % de l'EBE. La reprise de la fin des années 1990 s'accompagne d'une remontée de ce taux à 63,3 % en 2001 puis 66,8 % en 2007 après une légère baisse.

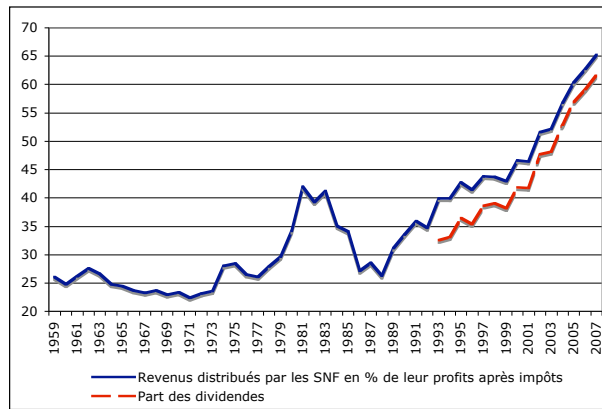
Figure 7



Source : INSEE, comptes nationaux.

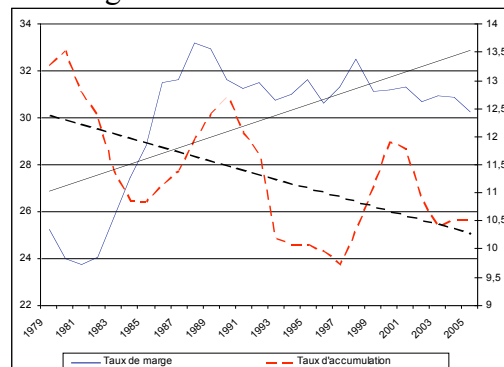
L'explication de ce divorce vient de ce que les profits des entreprises cotées sont majoritairement consacrés à la distribution de revenus financiers et à la croissance externe, plutôt qu'à l'investissement productif. En 1970, 26% des bénéfices des sociétés non financières étaient versées sous forme d'intérêts et dividende. Cette part s'élève désormais à 65% (figure 8).

Figure 8



Parmi les revenus financiers, une des caractéristique de la période récente est la montée de la part consacrés aux dividendes après impôt passe de 32% en 1993 à 62%. L'épargne des entreprises est par ailleurs venue soutenir l'acquisition d'actifs financiers, dont la part dans le total des actifs augmente de 14% entre 1995 et 2007 (elle passe de 49,5% à 56,6%). La figure 9 illustre le divorce entre le taux de marge et le taux d'investissement.

Figure 9  
Taux de marge et taux d'investissement en France



Source : INSEE, comptes nationaux base 2000

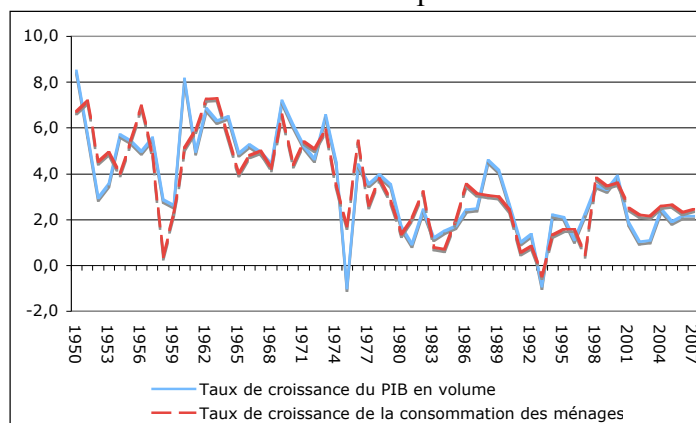
Quelques travaux postkeynésiens commencent à appréhender ce *paradoxe des coûts*, caractéristique de l'économie française<sup>7</sup>. La maquette réduite présentée ci-dessous en expose les principales équations. Ces travaux observent d'abord que les classes moyennes et modestes ont une propension à consommer proche de - si ce n'est supérieure à - l'unité (elles consomment quasiment l'intégralité de leur revenu, ont une faible capacité d'épargne ou sont endettées). Elles subissent, nous l'avons dit, le poids grandissant des dépenses contraintes. Dès lors, la stagnation, voire la perte de pouvoir d'achat de 70% de la population, celle dont la propension à consommer est la plus forte, est susceptible d'expliquer la situation de

<sup>7</sup> Michael Clévenot, *Financiarisation, régime d'accumulation et mode de régulation, peut-on appliquer le « modèle américain » à l'économie française ?*, Thèse de Doctorat en sciences économiques, Université de Paris XIII, 2006.

Célia Firmin, *Répartition des revenus et croissance en France, quelques faits stylisés à l'épreuve d'un modèle stocks-flux*, Thèse de Doctorat en sciences économiques, Université de Paris I, 2008.

croissance lente dont souffre notre pays depuis le moyen terme, situation à laquelle la baisse tendancielle de la part de la consommation (figure 10) n'est pas étrangère.

Figure 10  
Taux de croissance en volume du PIB et des dépenses de consommation des ménages



Source : Insee, comptes nationaux.

### 1.3. Explication postkeynésienne

Dans leur version la plus simple, la structure des nouveaux modèles postkeynésiens de répartition des revenus<sup>8</sup> peut être présentée comme suit.

La fonction de production est à facteurs complémentaires. Les rendements factoriels et à l'échelle sont constants, laissant les coûts marginaux et moyens constants jusqu'à saturation des capacités de production. Cette fonction est plus réaliste que la fonction néoclassique traditionnelle où toute production supplémentaire s'opère à productivité marginale décroissante, et donc à coûts croissants. Ce qui signifie que les entreprises qui souhaitent produire davantage pour répondre à la demande doivent augmenter leurs prix (si les salaires nominaux sont donnés). L'hypothèse de facteurs complémentaire est plus réaliste. Elle correspond au fait que les entreprises choisissent une technique de production grâce à laquelle elles peuvent moduler leur production à coût constant (sans augmenter leurs prix ou baisser les salaires) pour répondre aux variations conjoncturelles de la demande. Elles ciblent ainsi une fourchette de taux d'utilisation des capacités (généralement comprise entre 75% et 85% selon les données françaises). Lorsque le taux d'utilisation des capacités de production dépasse le seuil supérieur (85%), les entreprises investissent pour accroître leur capacités de production, comme l'indique la fonction d'investissement ci-dessous (équation 9).

<sup>8</sup> Bob Rowthorn, « Demand, Real Wage and Economic Growth », *Studi Economici*, n° 18, 1982.

Lance Taylor, *Income distribution, Inflation and Growth, Lectures on Structuralist Macroeconomic Theory*, MIT Press, Cambridge, Mass. and London, 1991.

Marc Lavoie, *Foundation of Post Keynesian Economics*, Edward Elgar, Cheltenham, 1992.

Marc Lavoie, *L'économie postkeynésienne*, La Découverte, 2004

La production nationale est déterminée par les dépenses de consommation et d'investissement de l'économie :

$$(1) Y = C + I$$

Le revenu national se répartit entre salaires et profits

$$(2) Y = W + P$$

La causalité retenue par ces modèles est celle énoncée par le célèbre dicton de Nicholas Kaldor : « les salariés dépensent ce qu'ils gagnent (ils consacrent l'intégralité de leurs salaires à la consommation), les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent (les profits – et les dividendes qui en résultent – sont engendrés par l'investissement et non l'inverse) »

La consommation dépend de la consommation des classes moyennes et modestes  $C_w$  (qu'on assimilera aux salariés) et de celle des classes aisées  $C_k$  (qu'on assimilera aux détenteurs de capitaux)

$$(3) C = C_w + C_k$$

Le modèle comprend donc deux fonctions de consommation. Celle des classes moyennes et modestes est caractérisée par une propension à consommer  $c_w$  unitaire :

$$(4) C_w = c_w \cdot Y_w$$

avec :

(5)  $Y_w = Y / (1+m)$ , où  $m$  désigne le taux de marge, les entreprises, en concurrence monopolistique, fixant leurs prix en appliquant un taux de marge  $m$  aux coûts de production (coût salarial unitaire, coût du capital, prix des matières premières...). Le taux de marge dépend du degré de monopole et du rapport de force entre capitalistes et salariés. L'explication de l'inflation diverge ici de la théorie monétariste. L'inflation est ici une inflation par les coûts (elle est dite *structurelle*). Elle n'est pas d'origine monétaire :

$$(6) p = (w+k)(1+m)$$

Les classes aisées ont une propension à consommer  $c_k < c_w$

$$(7) C_k = c_k \cdot Y_k$$

avec :

$$(8) Y_k = Y - Y_w$$

La fonction d'investissement a pour déterminants l'*accélérateur* et le *taux d'utilisation des capacités de production*  $\mu$ <sup>9</sup> :

---

<sup>9</sup> Dans la littérature contemporaine, une abondante controverse porte sur les déterminants de l'investissement. Parmi ces derniers, si l'effet accélérateur (l'impact de la demande sur la dépense d'achat en biens d'équipement)

$$(9) I = (\Delta Y / Y_{-1}) + \mu$$

avec :

$$(10) u = Y / K_{-1}$$

où K est le stock de capital et :

$$(11) K = I + K_{-1} - \delta K_{-1}$$

Les équations déduites du modèle, sont :

$$I = S \text{ et } S = Y - C$$

Enfin, le taux d'intérêt est exogène. L'offre de monnaie est endogène et dépend de la préférence pour la liquidité des agents.

Dans ces nouveaux modèles postkeynésiens, la dynamique de long terme est, comme celle de court terme, intégralement tirée par la demande effective. C'est la demande qui tire l'offre, et non pas l'offre qui crée sa propre demande, contrairement aux modèles classiques.

Une hausse de la part des salaires dans l'ensemble de l'économie accroît la consommation des salariés (dont la propension à épargner est proche de 1 et en tout cas plus faible que celle des capitalistes) et réduit la propension à épargner. A court terme, les entreprises réagissent en augmentant leur taux d'utilisation des capacités de production. La production et l'emploi augmentent, suite à un effet *multiplieur*. Ceci signifie que l'embauche supplémentaire de travailleurs affectés aux capacités de production inutilisées se traduit par le versement de salaires dont l'intégralité est consommée. Il en résulte un accroissement de la demande en direction des entreprises du secteur des biens de consommation. Celles-ci accroissent à leur tour leurs taux d'utilisation. Elles embauchent donc et versent des salaires qui alimentent une nouvelle vague de demande de biens de consommation. A long terme, la demande effective tire l'accumulation du capital par le biais d'un effet dit *accélérateur*. Tout accroissement du taux d'utilisation au-delà du taux jugé normal conduit les entreprises à investir pour accroître leurs capacités de production. Il en résulte une élévation de la masse des profits et du taux de rentabilité P/K. La masse des profits alimente *ex post* l'épargne nécessaire à l'équilibre  $I = S$  via l'épargne des capitalistes, dont la propension à épargner est plus forte que celle des salariés.

Le paradoxe des coûts et de l'épargne agit ici dans une direction opposée à celle du théorème Schmidt : la hausse de la part des salaires, induisant une baisse de la propension à épargner, est favorable à l'investissement et la croissance. Celle-ci engendre en fin de course l'épargne nécessaire.

A l'inverse, une hausse de la part des profits dans le revenu national accroît la propension à épargner et n'induit aucunement une augmentation de l'accumulation du capital et des profits car la demande effective est insuffisante. Elle déprime la consommation, réduit

---

est économétriquement avéré, l'impact du taux de profit n'est pas probant. C'est pourquoi de nombreux modèles de prévision de l'administration française<sup>9</sup> (le modèle Banque de France ainsi que le modèle METRIC de la Direction de la Prévision du Ministère de l'Economie et des Finances) retiennent essentiellement l'accélérateur.

le degré d'utilisation des équipements et donc l'investissement. Elle amenuise à long terme la croissance et *in fine* la masse de profit ainsi que le taux de rentabilité.

Cette maquette est simplifiée à l'extrême aux fins de rendre compte spécifiquement l'effet de la répartition des revenus sur la croissance<sup>10</sup>. Ce modèle est, en tous les cas, plus complexe que la simple équation de prix résumant des modèles classiques (où l'économie est en plein-emploi et où toute variation de la demande est inflationniste). Il raisonne en économie fermée (ce qui n'est cependant pas aberrant, compte tenu du caractère plutôt autocentré de l'économie européenne et de l'économie française, dont 75% de la production française est écoulee sur le marché intérieur). Contrairement à une idée véhiculée par les adversaires de la redistribution, la part des biens de consommation dans les importations est seulement de 17,3%, contre 22,9% pour les biens d'équipements et 24,9% pour les biens intermédiaires. Le modèle peut naturellement être enrichi, pour tenir compte de l'impact des dépenses publiques et de leur mode de financement. Il peut aussi être écrit en économie ouverte afin d'intégrer l'effet sur le multiplicateur du déficit ou de l'excédent du commerce extérieur.

Ceci permettrait d'affiner le récit de la dernière séquence (le cas d'une hausse de la part des profits), typique des cas français et allemand. Les deux locomotives de l'Europe subissent donc les affres d'une épargne excédentaire, dont les effets récessifs sont atténués tant que celle-ci est affectée au financement de l'endettement public. Les performances allemandes ont paru sensiblement meilleures en raison d'un commerce extérieur structurellement excédentaire en raison du type de spécialisation de ses entreprises sur un créneau *hors coût*. Elles se détériorent cependant avec la crise, d'autant plus que le gouvernement maintient le cap de l'équilibre budgétaire.

La modification des paramètres du modèle, inhérents aux comportements de marge des entreprises et aux propensions à consommer des catégories de ménages permet de rendre compte des différents scénari nationaux.

Les Etats-Unis sont traditionnellement caractérisés par un taux d'épargne faible. Ceci tient tout d'abord à la forte propension à consommer  $c_k$  des ménages à hauts revenus américains qui, à la différence des classes aisées européennes, épargnent peu. Les ménages à revenus moyens et modestes sont ensuite nettement plus endettés. Leur propension à consommer  $c_w$  dépasse donc nettement l'unité. Le modèle permet alors de mieux cerner les ressorts de la forte croissance américaine, tirée par le secteur immobilier au cours de la période 2002-2006. Comme dans les autres pays, les inégalités de revenus se sont accrues. Le salaire médian ne progresse plus alors que le salaire moyen augmente de 3% par an. La consommation et l'acquisition de logement par les ménages à revenus modestes et moyens est donc tirée par une montée de leur endettement, stimulé par le crédit hypothécaire. Leurs dépenses exercent alors un effet d'entraînement sur l'investissement. C'est à ce prix que fut nourrie la bulle immobilière aux Etats-Unis, mais aussi au Royaume-Uni et en Espagne, les « clones » européens du modèle immobilier américain où l'on retrouve certaines caractéristiques macroéconomiques analogues (montée des inégalités, endettement privé). Contrairement à l'idée reçue propagée par les idéologues néo-libéraux, les différentiels de croissance entre les « miracles » espagnols et irlandais et le reste de l'Europe n'avaient donc rien à voir avec la concurrence fiscale.

---

<sup>10</sup> Pour une application chiffrée de ce modèle au cas français, voir Célia Firmin, *Op. cit.*

**Tableau 1**  
**Comparaison de la structure d'endettement (en % du PIB) pour 2006**

	<b>France</b>	<b>Italie</b>	<b>Allemagne</b>	<b>Espagne</b>	<b>Grande Bretagne</b>	<b>Etats-Unis (2007)</b>
Ménages	45%	39%	68%	84%	107%	100,0%
Entreprises	73%	63%	57%	104%	88%	76,3%
<b>Total</b>	<b>118%</b>	<b>102%</b>	<b>125%</b>	<b>188%</b>	<b>185%</b>	<b>176,3%</b>
Publique	63%	106%	67%	39%	39%	65,1%
<b>Total</b>	<b>181%</b>	<b>208%</b>	<b>192%</b>	<b>227%</b>	<b>224%</b>	<b>241,4%</b>

Note: La dette des ménages espagnols a atteint 112% du PIB en 2007

Source: INSEE, BCE, Bureau of Economic Analysis, et UK national accounting system.

La pression à la baisse de la part salariale organisée par le capitalisme financier est par conséquent devenue autodestructrice<sup>11</sup>. Elle accouche de deux grands types de scénari, tout aussi macroéconomiquement instables l'un et l'autre. Dans le premier, elle entretient une situation potentiellement récessive, caractérisée par une épargne chroniquement excédentaire, une consommation insuffisante et un investissement atone. Dans le second, elle a pour contrepartie une montée de l'endettement, fortement risquée dans un univers de marchés financiers dérégulés. Pour croître plus vite, les acteurs des pays jouant le premier scénario étaient invités à converger vers les seconds, moyennant un légère modification des dialogues tenus par les banquiers, aux risques et périls d'un public de moins en moins convaincu de la qualité de cette farce.

## **2. La crise des Subprimes : premiers enseignements**

### **2.1. D'une grande crise à l'autre**

1929 et 2008 sont ainsi deux moments où la bulle spéculative sur le marché actions éclate au moment où l'économie réelle se retourne. La crise financière de 2007-2008 se distingue bien évidemment de celle de 1929 à plusieurs égards. Premièrement, la nature des activités dans l'économie réelle ayant tiré la croissance au cours de la phase précédant le krach n'est pas la même : le boom dans l'industrie automobile nourrit la croissance des années 20, l'immobilier est le secteur moteur de la période 2002-2007. Deuxièmement, des innovations financières évidemment plus sophistiquées marquent la phase actuelle. Troisièmement, l'ampleur de l'intervention publique déployée pour conjurer la crise de 2007-2008 est sans commune mesure avec la faiblesse des instruments budgétaires disponibles en 1929 et le statu-quo maintenu par les banques centrales d'alors en matière de politique monétaire.

Pour autant, quelques traits communs aux deux périodes peuvent être soulignés. Premièrement, dans les rapports monétaire et financier, l'extension du crédit favorise, dans les deux cas, la formation de bulles spéculatives, entretenues par des innovations financières importantes. La création des *call loans* (acquisition d'actions à crédit moyennant un apport égal à 10% de la valeur des titres) déclenche une spirale haussière sur le marché action entre

---

<sup>11</sup> Le terme est de Patrick Artus et Marie-Paule Virard, *le capitalisme est en train de s'autodétruire*, La Découverte, 2005. Les auteurs ne recommandent pas pour autant d'augmenter les salaires et de mettre en cause le système financier, mais d'augmenter la prime pour l'emploi, d'en appeler à la Responsabilité Sociale des Entreprises et d'asseoir la flexisécurité.

1927 et 1929. Celle-ci ne peut durer que tant que le taux de rendement des actions demeure supérieur aux taux d'intérêt. La tritrisation est le détonateur de la crise actuelle. Entre 2002 et 2006, le développement du crédit hypothécaire s'avère profitable aux acteurs financiers tant que la bulle immobilière permet aux banques de récupérer des plus-values sur les hypothèques en cas de défauts de paiement des ménages. Deuxièmement, en ce qui concerne la répartition des revenus, dans le rapport salarial, la déconnection entre l'évolution des gains de productivité et la progression salariale est le phénomène commun aux deux crises. La stagnation du revenu salarial débouche en 1929 sur une crise de surproduction qui survient au moment de l'éclatement de la bulle financière. Entre 2002 et 2006, la forte croissance, tirée par l'immobilier, s'explique par la montée risquée de l'endettement privé, alors que le revenu médian cesse de croître en termes réels. En 1929 comme en 2007-2008, les origines de la crise étaient donc dans l'économie réelle. Les marchés financiers n'en ont pas moins flambé plusieurs milliers de milliards d'euros et de dollar.

## 2.2. Défaillances des marchés financiers dérégulés

Les marchés financiers ont théoriquement pour vocation d'assurer l'allocation optimale des ressources financières pour l'investissement. A cet égard, pour les économistes classiques, l'ajustement baissier des cours serait un moyen de sanctionner les mauvais projets, tels que des prêts immobiliers trop risqués. Les banques centrales ne doivent pas intervenir sous peine de maintenir les mauvais financeurs sous perfusion et d'engendrer des risques inflationnistes dans une économie en plein-emploi des ressources en hommes et en machine. Les « innovations financières », permises par la dérégulation des marchés financiers sont justifiées par leurs créateurs pour drainer rapidement l'épargne mondiale vers le financement des projets d'investissements les plus porteurs en sélectionnant les risques propres à chacun d'eux, avec l'aide d'agences de notation. On peut ainsi égrener les innovations ayant récemment défrayé la chronique financière : Subprimes, LBO, ABS, MBS, CDO, CDS...

Les *Sub-primes* sont des crédits hypothécaires à taux variables (indexés sur les taux courts du marché, sur lesquels on applique une prime de risque – d'où le terme de *Sub-prime*) accordés aux ménages non solvables (qui ne disposent d'aucun apport en ce qui concerne les crédits immobiliers) et qui ne pourront rembourser leurs traites qu'en percevant un revenu futur anticipé. Mais rien ne dit que ces revenus seront effectivement perçus, ni, s'ils l'étaient, qu'ils seront suffisants pour honorer des traites qui varient au gré des fluctuations des taux courts.

Les *LBO* (*Leverage Buying Out*) sont un autre exemple d'innovation financière à haut risque. Elles consistent à accorder un crédit à une holding pour le rachat d'une entreprise (par exemple dans le cadre d'une fusion acquisition), le crédit étant gagé sur la valeur future de ladite entreprise dont on escompte évidemment qu'elle bénéficiera d'une valorisation actionnariale, sans nécessairement que celle-ci n'ait développé entre temps une quelconque activité source de création de valeur par le travail. Les LBO deviennent une bombe à retardement s'ils arrivent à maturité dans un contexte de marchés baissiers et *a-fortiori* en phase de récession. Les holdings ne pourront que revendre à perte l'entreprise qu'ils ont rachetée, d'autant que son activité subira les effets de la mauvaise conjoncture. Ses créanciers sont susceptibles d'exiger la liquidation des avoirs de la holding qui n'aura d'autre choix que de mettre l'entreprise qu'elle a rachetée en faillite.

Tous ces crédits peuvent être rachetés par les banques qui sont alors en mesure de les titriser. La tritrisation consiste à découper les créances en morceaux pour les emballer avec

d'autres morceaux de titres plus ou moins risqués. Ces *produits dérivés de crédits* sont ensuite proposés aux épargnants du monde entier, dont l'argent capté sert à émettre et racheter d'autres crédits non moins risqués<sup>12</sup>.

Les ABS (*Assets Back Securities*) sont les véhicules de la titrisation. On les appelle les MBS (*Mortgage Back Securities*) en ce qui concerne les crédits immobiliers. Grâce à la titrisation, les banques transfèrent leurs créances, qui seraient inscrites jusqu'à maturité à leur actif si elles ne les revendaient pas sous forme de titres négociables. Elles peuvent ainsi diséminer les risques en proposant des dérivés de crédits mélangeant des créances classées par type de risque. La tranche *Senior* est la moins risquée est la moins rémunératrice. La tranche *mezzanine* est la classe reflétant le risque moyen. La tranche *Equity* est la classe la plus risquée, mais aussi la plus rémunératrice. Les ABS peuvent être, à leur tour, titrisés sous forme de CDO (*Collateralized Debt Obligations*). Les banques et autres acteurs de la titrisation se couvrent eux-mêmes des risques de défauts de paiement de leurs débiteurs. Ils contractent des CDS (*Credit Default Swap*), sorte de police d'assurance souscrite, auprès de vendeurs de protection, qui les dédommagent en cas de défauts des débiteurs. Les CDS sont également des produits négociables sur le marché, faisant appel aux épargnants. Ils n'imposent en rien à leur détenteur (le protecteur) d'effectuer la moindre avance de fonds en capital puisqu'il n'est pas soumis aux règles prudentielles. Ils rapportent des intérêts aux épargnants tant que les acteurs de la titrisation paient leur prime et ne subissent aucun défaut de paiement de la part de leurs débiteurs. Ce n'est qu'encas « d'événement de crédit » que le protecteur devra provisionner du capital... Celui-ci peut également céder le CDS sur le marché à un tiers, ou le mélanger à cette fin à d'autres CDO qu'il vendra (les CDO hybrides). Le porteur de CDS, en bout de chaîne, devient alors difficilement identifiable. De même, sont, de fait, plus qu'incertaines sa robustesse et sa capacité à assumer son rôle d'assureur.

La titrisation possède un triple intérêt pour les banques. Elle leur permet de se défaire de leur rôle qui consistait à évaluer et porter jusqu'à terme le risque en le faisant porter par des catégories d'épargnants prêts à en supporter en connaissance de cause des fractions diluées et rangées par ordre d'importance. Elle leur permet de lever des liquidités sur le marché pour multiplier les crédits. Elle leur évite d'inscrire ces créances titrisées à leur actif et de contourner ainsi les règles prudentielles imposées par les accords de Bâle II. Celles-ci imposent des ratios de solvabilité par lesquels les banques doivent conserver un montant minimal de capitaux propres égal à 8% de leurs engagements risqués (portefeuille de titres et encours de crédits). C'est pourquoi les propositions de renforcement des règles prudentielles consistant à imposer des réserves de capital plus importantes sont vaines dès lors que les banques peuvent sortir des créances de leur actif par le biais de la titrisation. Seul, un encadrement de la titrisation – du type limiter à 5% le volume des crédits titrisables<sup>13</sup> - est de nature à rendre opérationnels les ratios de solvabilité.

Un retour de la réglementation s'avère d'autant plus nécessaire que l'ensemble du système formé par des marchés financiers dérégulés s'est avéré défaillant. Le système bancaire américain a dilapidé près de deux mille milliards d'euros et de dollars (pertes et dépréciations d'actifs additionnés). L'épargne mondiale a été orientée vers des produits risqués. Les produits dérivés des crédits immobiliers accordés aux ménages pauvres, à qui l'on a fait miroiter l'accès à la propriété avec des taux variables, n'en sont qu'un épisode. Les

---

<sup>12</sup> Pour un exposé détaillé du fonctionnement des marchés de produits dérivés de crédit, voir Frédéric Lordon, *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, Raison d'agir 2008

<sup>13</sup> C'est une des propositions que fait Frédéric Lordon, *Ibid.*, p. 172.

LBO et les autres dérivés de crédits à la consommation représentent autant de bombes à retardement qui ne manqueront pas d'exploser.

Si l'on s'en tient aux *Subprimes*, les banques ont racheté, puis titrisé ces crédits. Ces derniers ont été emballés dans des produits dérivés et mélangés avec d'autres types de créances, plus ou moins risqués. Tant que le marché immobilier est haussier, les gains sont démesurés et toute la planète se rue sur ces produits juteux, modèles mathématiques de prévision des gains à l'appui. Dès lors que les marchés commencent à se retourner, les cours et les gains s'effondrent tout aussi rapidement. Le marché immobilier s'est retourné au moment où les taux d'intérêt variables se sont relevés. Les ménages pauvres n'ont pu rembourser leurs dettes. La valeur des hypothèques s'est effondrée. Les banques et autres investisseurs ont réalisé des pertes. Ils n'ont pu ensuite revendre leurs actifs « pourris » adossés aux créances douteuses. La faillite des uns provoque l'effondrement des autres, détenant des créances sur les premières. Les agences de notation, qui étaient censées sélectionner les risques, ont été aveugles, ou complaisantes. Dès lors, les créances détenues par les acteurs financiers à chaque étage du château de carte international sont devenues des pommes pourries invendables. Les valeurs bancaires sont « massacrées » sur le marché actions. Certaines banques françaises perdent la moitié de leur valeur en l'espace d'un mois, fin 2008. Les ratios de solvabilité des banques (calculé selon les règles comptables en vigueur à partir de leur valeur de marché) se dégradent, amplifiant la défiance à l'égard de chacune d'elles. Au total, plusieurs milliers de dollars de « capitaux fictifs » se sont évaporés. A côté de cette « dévalorisation du capital » au sens de Marx, de nouvelles fusions se produisent, faisant de la finance mondiale un secteur de plus en plus concentré : Bank of America a absorbé Merrill Lynch, Barclay's a racheté Lehman Brother's, HBOS et Lloyds ont fusionné... avant d'être nationalisés. La BNP a racheté Fortis. Les banques les plus touchées se trouvent dans l'incapacité de lever des fonds propres et d'obtenir des crédits sur le marché interbancaire. Méfiantes à l'égard de leur solvabilité réciproque, les banques ne se prêtent plus de liquidités. S'installe alors une énorme crise de liquidités, qui se répercute en bout de chaîne sur les conditions d'accès au crédit des entreprises et les particuliers. Les banques centrales et les Etats doivent voler au secours des banques pour éviter le risque d'un effondrement systémique.

## **2.3. Le retour contrarié de l'interventionnisme public**

### ***2.3.1. Sortir de la trappe à liquidités***

La monnaie n'est pas neutre, reconnaissent enfin les banquiers centraux. La monnaie est le lien social par excellence. L'incertitude et la défiance ont accru la préférence pour la liquidité et fait craindre une crise de crédit, dommageable pour la croissance. Face à la crise de liquidités sur le marché interbancaire, les banques centrales sont pragmatiquement expansionnistes, à la différence de 1929. Elles injectent des centaines de milliards de liquidités, bien au-delà de ce que les monétaristes auraient suggéré (il existe une interprétation monétariste de 1929) sans relancer l'inflation. La *Fed* elle-même renonce désormais à surveiller le taux de croissance de M3, la masse monétaire au sens large. Elle concède aux banques d'affaire des règles d'exceptions. Parmi ces nouvelles « conquêtes de la finance » (*Dixit* Lordon), la *Fed* ouvre grands ses guichets pour alimenter les banques en mal de liquidités sur le marché interbancaire. Elle accepte désormais les banques d'affaire au réescompte, auparavant réservé aux seuls établissements de dépôt. Elle leur fournit de plus des liquidités en acceptant de prendre en pension des titres de qualités douteuses, telles que

les MBS. Elle leur permet donc de « rendre liquide des titres pour l'heure invendables sur les marchés et dont on a pas vu le bout de la dévalorisation »<sup>14</sup>.

Ayant conscience de la crise de confiance qui s'est installée sur les marchés interbancaires, les banques centrales baissent leurs taux directeur afin de provoquer une baisse du coût de refinancement des banques. Cette baisse est d'autant plus urgente que la déflation, qui menace désormais, renchérit le coût réel du crédit. Malheureusement, les taux sur le marché interbancaire ne se détendent pas suffisamment car la crise de solvabilité vient se superposer à l'accroissement de la préférence pour la liquidité propre à la montée de l'incertitude. Les agents savent que les autres risquent de n'être pas en état de rembourser leurs dettes. La défiance est telle que celles des banques qui disposent de liquidité ne prêtent plus, sauf en faisant payer une prime de risque élevée. Keynes qualifierait cette situation de trappe à liquidité : sur tous les marchés, les agents préfèrent conserver des liquidités plutôt que d'acheter des titres. Dans ces conditions, même la baisse des taux directeurs des banques centrales ne fait que modérément baisser le taux d'intérêt auquel les banques se prêtent de l'argent. En bout de chaîne, les crédits qu'elles accordent aux particuliers et aux entreprises se raréfient et renchérisent. Faute de trésorerie, et dans un contexte où les carnets de commande se contractent, des entreprises aussi importantes que Ford ou Général Motors ne parviennent plus à faire face à leurs dépenses courantes et sont au bord de la faillite.

Les banques centrales sont donc devenues pragmatiquement expansionnistes. Déjà, après l'éclatement de la bulle internet et les attentats du 11 septembre, la Fed n'avait pas cessé d'alimenter le crédit entre 2002 et 2005 pour soutenir la croissance, avant de remonter ses taux. Face à la crise, elle les baisse neuf fois de suite, au point que le taux réel de refinancement est devenu négatif en terme réel. La Banque d'Angleterre s'engage à son tour dans une politique de taux réels négatifs. La BCE leur emboîte le pas, sans doute à contrecœur, tant ses baisses de taux sont restées timides et aboutissaient début 2009 au maintien de taux réels positifs. L'appréciation du taux de change de l'euro qui en résulte est susceptible de pénaliser certains pays européens dans la compétition mondiale. Ces derniers pourraient, dans le futur, être tentés de sortir de l'euro si le dollar continuait à se déprécier sous l'effet de la dégradation de sa dette souveraine et de son commerce extérieur<sup>15</sup>.

Pour autant qu'ils soient massivement intervenus pour enrayer la crise de liquidité, les banquiers centraux refusent toujours d'entendre parler de réglementation. Ils ont toujours foi en l'autorégulation du système, moyennant respect des normes prudentielles de Bâle II, édictées sous l'égide de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et qu'ils proposent juste d'amender<sup>16</sup>.

### **2.3.2. Le « socialisme financier » au secours du capital**

Puisque la politique monétaire ne suffit pas à enrayer la crise de liquidités qui menace l'économie d'asphyxie, les gouvernements sont poussés à intervenir par la politique budgétaire. La dégradation des bilans des banques est telle qu'elle rend l'intervention des

---

<sup>14</sup> Frédéric Lordon, *Op. cit.*, p. 145.

<sup>15</sup> Jacques Sapir, *Une décade prodigieuse*, EHESS, 2008.

<sup>16</sup> . La principale réforme envisagée consiste à redéfinir les règles comptables qui évaluent des banques à leur valeur de marché, car l'effondrement de leur valeur actionnariale détériore mécaniquement leurs ratios de solvabilité.

Etats inéluctable. Dans l'urgence, celle-ci prend trois formes : la garantie des dépôts et des prêts, la création de caisses de défaisance des « actifs toxiques » pour socialiser les pertes, la recapitalisation par l'Etat. Elle ne creuse aucunement le chantier de la réglementation des marchés financiers.

Aux Etats-Unis, malgré ce qui fut fait pour le sauvetage de Bear Stearns et malgré les nationalisations de Fanny Mae et Freddy Mac (les deux principaux réhausseurs de crédit), le gouvernement et la *Fed* considèrent tout d'abord que l'injection de liquidité et la socialisation des pertes par la constitution de fonds de défaisance peuvent suffire à colmater les brèches et entraîner un redémarrage du système sans en modifier fondamentalement les règles. C'est pourquoi l'Etat fédéral ne vient pas au secours de la Lehman Brothers, afin d'éviter la généralisation des comportements « d'aléa moral », par lesquels les banques sont susceptibles de continuer leurs placements aventureux en sachant que le gouvernement vient à leur secours. Malheureusement, les engagements des autres banques auprès de la Lehman les mettent dans la plus grande difficulté. Leurs pertes seront énormes au moment de sa faillite. On nationalisera donc AIG dans l'urgence pour éviter qu'un cataclysme ne se produise.

Au même moment, ébauché sous les conseils de Gordon Brown, le plan Paulson I se contente « seulement » de créer une immense caisse de défaisance de 750 milliards sans modifier les règles du jeu. Dans un contexte où les bilans des banques sont dégradés à l'extrême, ceci revient à « perfuser un malade, victime d'une hémorragie interne » (*dixit* Joseph Stiglitz). Aux yeux du prix Nobel, la nationalisation d'une partie du système bancaire est devenue la seule solution plausible pour restaurer la confiance. Dans cette direction, le plan Paulson II débloquera 250 milliards pour recapitaliser 9 des principales banques américaines. Il est qualifié par ses détracteurs néo-conservateurs de « socialisme financier ».

En France, pour reprendre la métaphore de l'accident nucléaire survenu en URSS il y a une vingtaine d'années, « le nuage ne s'est pas arrêté à Tchernobyl ». Les bilans des banques françaises (pourtant réputées plus solides en raison de l'importance de leurs fonds propres et la diversification de leurs activités) sont extrêmement dégradés, d'autant qu'elles comptent parmi les plus importantes clientes de produits dérivés. La faillite de la Lehman, où elles détenaient de nombreuses créances, leur a fait subir des pertes chiffrées à 2,6 milliards d'euros<sup>17</sup>. Elles ont par ailleurs de nombreux engagements dans les banques européennes, et notamment en Allemagne dans la Hypo Real Estate, fortement engagée sur le marché immobilier espagnol et dont les pertes sont estimées à 70 milliards ! Les pertes des banques françaises subies à l'occasion de cette crise s'élèveraient à 31 milliards d'euros, sans compter les dépréciations d'actifs. Nicolas Sarkozy prend conscience de la gravité de la situation en réunissant au Palais de l'Elysée le 2 octobre les patrons de banques et de compagnies d'assurance. Dès cet instant, l'idée même d'une caisse de défaisance ou de recapitalisation à l'échelle européenne est évoquée par l'entourage du Président, à l'issue de cette première réunion des banquiers et assureurs. Cette réaction atteste de la gravité de la situation. Elle ne relève d'aucune dramatisation politicienne, tant, dans ce contexte de spéculation baissière, une annonce de ce type est de nature à déclencher une attaque contre toutes les valeurs bancaires. Pour sa part, l'Allemagne écartait cette proposition française d'un Plan Paulson européen.

---

<sup>17</sup> Les pertes essuyées par BNP-Paribas, le Crédit Mutuel, Dexia, la Société Générale et la Banque Postale suite à la faillite de la Lehman s'élèveraient respectivement à 577 millions, 498 millions, 482 millions, 435 millions et 60 millions d'euros.

Faute d'Europe politique, l'absence d'une direction européenne du Trésor rendait n'importe comment improbable l'émergence d'un tel plan financé par l'emprunt (aux Etats-Unis, le plan de sauvetage des banques a été financé par des bons émis par le Trésor). Début octobre, les solutions imaginées ne peuvent donc être que nationales. L'Allemagne débloque 50 milliards pour venir au secours de Hypo Real Estate. La France dépense un milliard de plus dans le budget en plus des deux milliards de la CDC pour sauver Dexia. L'Irlande avait anticipé ce mouvement en garantissant les avoirs des épargnants dans ses banques.

Devant l'urgence de la situation, la coordination des réactions nationales et de la banque centrale ne tarde cependant pas à émerger. Le Président du Conseil européen, Nicolas Sarkozy, le Président de l'Eurogroupe, Jean-Claude Juncker, Le Président de la Commission européenne, José-Manuel Barroso, et le Président de la BCE, Jean-Claude Trichet et le Premier Ministre britannique, Gordon Brown, se réunissent à l'Elysée le 12 octobre 2008. Ce dernier est le véritable inspirateur des plans de sauvetage américain et européen. Le plan de sauvetage du système bancaire européen s'ordonne autour des points suivants : une recapitalisation des banques, une garantie publique des prêts interbancaires, une mise en cause des normes comptables évaluant les banques et entreprises à partir de la valeur de marché de leurs actifs (afin de consolider les ratios de solvabilité), la possibilité pour les banques commerciales de se refinancer directement auprès de la BCE plutôt qu'en empruntant sur le marché interbancaire.

Les plans adoptés de concert par chaque Etats membre s'ordonnent plus précisément autour de la constitution de deux caisses :

- Une caisse de recapitalisation, nommée en France *Société de Prise de Participation de l'Etat*. Celle-ci est dotée de 40 milliards en France, 64 milliards au Royaume Uni et 80 milliards en Allemagne. Le RU a nationalisé la Lloyds, HBOS et la Royal Bank of Scotland à hauteur de 46 milliards. La France a recapitalisé à hauteur de 10,5 milliards le Crédit Agricole, BNP-Paribas, la Société Générale, le Crédit Mutuel, Les Banques populaires et la Caisse d'Epargne sans entrer dans leur capital. Cette recapitalisation se fait sous forme de prêts contre des obligations. L'Etat ne dispose donc pas du droit de vote et de contrôle sur la politique de crédit des établissements qu'il a capitalisés.
- Une caisse garantissant les prêts interbancaires (400 milliards en Allemagne, 318 milliards au Royaume-Uni). En Europe, comme aux Etats-Unis, les Etats occupent désormais la fonction de prêteur en dernier ressort, auparavant occupée par les banques centrales, d'autant plus que ces dernières ont désormais dans leur bilan des titres de plus en plus douteux, inscrits en contrepartie des liquidités qu'elles ont injectées. En France, la *Société de Refinancement* des banques, dotée de 320 milliards d'euros, est un doublon de la banque centrale (mais sans ressources propres réelles). A l'instar de l'extension du réescompte concédée aux banques par la *Fed*, cette banque centrale *bis* est autorisée à accorder des prêts contre des actifs que la banque centrale ne prend pas en pension. Malgré son engagement dans cette banque centrale *bis*, l'Etat ne détient que la minorité de blocage (34%) dans la structure de son capital où les banques à secourir sont majoritaires. La présidence de la Société de refinancement est confiée à Michel Camdessus, ancien directeur du FMI.

Le plan de sauvetage français des banques est donc sans contreparties en termes de véritable contrôle de l'Etat dans les structures qu'il a créées. La socialisation des pertes et la privatisation des profits est d'autant plus évidente que la gestion des deniers publics du sauvetage des banques est confiée aux acteurs bancaires eux-mêmes alors que leur crédibilité est entamée. Un tel facteur est susceptible de nuire à l'efficacité même d'un plan de sauvetage au cœur duquel c'est la signature de l'Etat qui représente la garantie de solvabilité des établissements concernés. Pour preuve, malgré la recapitalisation de fin 2008, les valeurs

bancaires continuaient d'être attaquées en bourse. Ceci rendra nécessaire, fin janvier 2009, une deuxième recapitalisation de 10 milliards.

Les plans de sauvetage appliqués dans chaque pays sont financés par l'emprunt. La montée continue de leur taux d'endettement au cours des décennies 1990 et 2000 est due à l'incapacité des politiques néolibérales à atteindre les objectifs de croissance fixés dans les lois de finance. Pour autant, la dette publique reste soutenable et souhaitable à l'heure où l'investissement est en panne, tant l'épargne européenne est forte et se montre friande d'obligations d'Etat. Les Etats-membres de l'Eurogroupe peuvent encore financer à bas taux leurs déficits et engager des plans de relance qui, s'ils aboutissaient à une reprise significative de la croissance, engendreront des recettes fiscales permettant d'équilibrer à moyen terme les budgets. En France, le compte de patrimoine de l'Etat (le solde entre ses actifs et sa dette) est positif. Il représente plus d'un quart du PIB. Pour autant, si la croissance tarde à redémarrer, le contribuable sera inévitablement mis à parti pour payer les intérêts de la dette, en raison du défaut de rentrée fiscale qui apparaît mécaniquement en période de récession. Compte tenu de l'existence d'un bouclier fiscal, la charge du financement pèsera alors sur les classes moyennes et modestes, qui subissent déjà la crise du pouvoir d'achat. La nouvelle dégradation de leur situation aggraverait encore la tendance récessionniste. C'est pourquoi les plans de relances doivent être accompagnés de mesures fiscales rendant l'impôt plus progressif afin de relancer la dépense des ménages à revenus moyens et modestes, dont la propension à consommer est forte.

La situation américaine eu égard à ses taux d'endettement publics et privés est au contraire plus préoccupante. Le taux d'épargne américain est inférieur à 1% du PIB. Les Etats-Unis financent par conséquent leurs plans de sauvetage et de relance (dont l'ampleur dépasse au total 10% du PIB) par l'émission de bons du Trésor en faisant appel à l'épargne mondiale et notamment à l'épargne chinoise. La dette américaine reste une dette souveraine tant que la Chine et les autres pays qui la détiennent acceptent que les intérêts de cette dette leur soient versés grâce à la « planche à billets » américaine. L'absence de monnaie de réserve internationale concurrente (à l'image du dollar détrônant la livre après la deuxième guerre mondiale) rend pour l'heure pérenne la poursuite de ce scénario. Pour autant, le déficit du commerce extérieur américain (exerçant une pression à la baisse sur le dollar) et la nécessité de réorienter son épargne vers le financement de sa demande intérieure (pour compenser la contraction des demandes américaine et mondiale) pourraient conduire la Chine à rapatrier une partie de ses avoirs en dollar. Ceci ne manquerait pas de provoquer une crise de change internationale, la baisse du dollar étant susceptible de provoquer une appréciation de l'euro qui s'avèrerait dommageable pour de nombreux pays européens.

### ***2.3.3. Le retour inattendu de la relance***

Face à la menace d'une récession se transformant en dépression, tous les gouvernements louent ou redécouvrent les vertus de la « relance ». Dès l'élection de Barack Obama, les Etats-Unis mettent sur pied un plan de 1000 milliards de dollars. Jusqu'alors apôtre des politiques anti-keynésiennes<sup>18</sup>, la Commission européenne prend conscience, fin

---

<sup>18</sup> Jérôme Creel Jérôme, Bruno Ducoudré, Catherine Mathieu, Francesco Saraceno, Henri Sterdyniak, « Doit-on oublier le politique budgétaire ? Une analyse critique de la nouvelle théorie anti-keynésienne des finances publiques (TAK) », *OFCE*, 2004.

novembre 2008, qu'un plan de relance est devenu inévitable, à côté des plans de recapitalisation des banques. Elle annonce le 26 novembre 2008, que 1,5% du PIB communautaire, soit 200 milliards d'euros, devra lui être consacré. Cet objectif, modéré, est entériné par le Sommet européen du 11 et 12 décembre 2008, le dernier sous Présidence française. A défaut d'un budget fédéral conséquent, le plan est à nouveau décliné pays par pays. Le pacte de stabilité, symbole de l'orthodoxie budgétaire, est suspendu pour permettre aux Etats-membres d'emprunter pour financer leur politique budgétaire. Au cours de la semaine précédant le sommet, certains membres de la Commission européenne n'en sont pas moins restés crispés sur certains dogmes néo-libéraux, en ce qui concerne le régime des aides de l'Etat, susceptibles à leurs yeux de fausser la concurrence. Le plan de recapitalisation français fait ainsi l'objet d'un conflit entre le gouvernement et la commissaire chargée de la concurrence, Nelly Kroes, qui estime que la situation des banques françaises, réputée saine, ne justifiait pas la recapitalisation à laquelle l'Etat a procédé. Ce conflit est néanmoins tranché en faveur de la France.

La Grande-Bretagne donne, la première, le signal de la relance en Europe. Après avoir nationalisé la moitié de son système bancaire, elle baisse de deux points sa TVA pour relancer la consommation et finance la mesure par une augmentation de cinq points du taux marginal de la tranche supérieure d'impôt sur les revenus. La Banque d'Angleterre baisse ses taux en janvier 2009 au niveau le plus bas de son histoire. Pour sa part, l'Allemagne se refuse dans un premier temps à déroger à l'orthodoxie budgétaire et entend achever ses réformes structurelles. Elle se résout ensuite à lancer deux vagues de dépenses, de 32 milliards, puis de 50 milliards d'euros pour soutenir son économie face à la dégradation brutale de ses exportations face à la dégradation de la conjoncture mondiale, elles qui étaient devenues le seul moteur de la croissance rhénane.

Dans l'hexagone, le discours du 4 décembre du Président de la République, présentant le plan de relance français, incarne un virage net vis-à-vis des politiques néolibérales que Nicolas Sarkozy a lui-même contribué à promouvoir depuis quinze ans. La *Sarkonomics* devait ainsi être une « rupture », déclinant, en version néo-conservatrice, les lignes directrices de la Stratégie de Lisbonne selon le principe de Subsidiarité. Or le discours du 4 décembre renoue avec l'exception française. Il est agrémenté de patriotisme économique et de piques, en faveur des aides d'Etat, contre la commissaire européenne à la concurrence. On y reconnaît la griffe d'Henri Guaino, se délectant de faire à nouveau vibrer la fibre gaulliste d'une France volontariste face à la faillite du capitalisme financier et du libre échange débridé.

Le plan est d'une ampleur beaucoup plus modeste que les 26 milliards annoncés. Il est étalé sur deux ans. La somme envisagée pour l'année 2009 se limite à 15,2 milliards d'euros. 11 milliards sont des avances en trésorerie aux entreprises, anticipant des remboursements de TVA, d'acomptes sur l'impôt sur les sociétés et de crédits d'impôt recherche auxquels le gouvernement devait procéder plus tard. 2,5 autres milliards d'avances en trésorerie sont octroyées aux collectivités locales qui réalisent une grande partie des investissements publics. Ces avances en trésoreries sont nécessaires pour que les entreprises et collectivités assurent leurs dépenses courantes alors qu'elles n'ont plus accès au crédit bancaire (pour véritablement relancer le crédit, l'Etat aurait d'ailleurs dû entrer directement au capital des banques recapitalisées). Mais ces avances n'engagent pas de dépenses nouvelles susceptibles d'entraîner un effet multiplicateur. Les mesures de relance se limitent en fait à 5 milliards et demi d'euros. 4 milliards sont destinés à de nouveaux « grands travaux » en tant que tels. Parmi eux, seul 1,4 milliard sert à moderniser les infrastructures hospitalières, routières, ferroviaires et judiciaires, 700 millions sont consacrés aux universités. 1,8 milliard est octroyé à des dépenses militaires. Le reste se répartit en mesures favorables à certains lobbies patronaux. Il s'agit de mesures de soutien au secteur automobile (220 millions pour la prime à

la casse et seulement 350 millions pour la mise en chantier de la voiture « propre », au BTP et de nouveaux allègements fiscaux dont le coût s'élève à 3 milliards (exonérations de cotisations sociales dans les entreprises de moins de dix, dégrèvement de taxe professionnelle pour l'investissement, suppression de l'impôt forfaitaire acquitté par les entreprises).

A côté des mesures censées relancer l'investissement, à l'exception de la prime de Noël de 200 euros versées aux allocataires de minima sociaux (et dont le coût ne dépasse pas 760 millions d'euros), aucune mesure de soutien à la consommation n'est prise (alors que 75 % du PIB est écoulé sur le marché intérieur). Le « paquet fiscal » est réputé suffisant pour produire un tel effet... La baisse de la TVA à la Gordon Brown est écartée.

Malgré un Keynésianisme apparemment ressuscité, la France n'engage pour l'heure que des mesures de relance sectorielles et partielles. Elle se refuse à entrer dans le capital des banques qu'elle a recapitalisées. Alors que l'accès au crédit se durcit, cette entrée permettrait pourtant d'infléchir la politique de crédit dans un sens plus expansionniste et de rétablir la confiance en un système bancaire aux bilans dégradés. « L'ouverture à la concurrence » des secteurs de l'énergie, des transports et de la poste se poursuit à mauvais escient. Le « fond souverain » (habillage sémantique de la traditionnelle nationalisation), constitué en guise de retour de la politique industrielle, se contente de capitaliser quelques PME.

Après avoir été l'apôtre du néolibéralisme, de la privatisation et de la dérégulation des marchés, le Président de la République fait désormais sans vergogne l'apologie de la politique industrielle et du protectionnisme (les aides au secteur automobile sont conditionnées à la non délocalisation de la production). Pour autant, en appuyant timidement d'un pied sur l'accélérateur de la relance, mais en freinant fortement de l'autre par la poursuite des « réformes structurelles » du rapport salarial et de l'Etat, la voiture France risque le surplace, d'autant plus que l'autre locomotive européenne, l'Allemagne, est à l'arrêt. Malgré des mesures d'urgence, elle reste tentée de persévérer dans l'erreur d'une politique de désinflation compétitive, qui a cassé sa demande intérieure et entraîné l'Europe entière dans la déflation salariale et la récession, avant même que la crise financière n'ait produit ses effets sur la contraction du crédit. La social-démocratie européenne est, quant à elle, tentée de persévérer dans une stratégie sociale-libérale, cherchant à réguler, sans succès, le capitalisme financier et à rendre acceptables, avec peine, ses inégalités intrinsèques. Cette stratégie l'a conduite à l'échec dans tous les scrutins récents. Outre-Manche, le Premier ministre issu du New Labour, Gordon Brown, l'a tellement bien compris qu'il a convoqué les fondamentaux de l'interventionnisme public que sont la nationalisation et la redistribution, soudain redevenus modernes, pour sortir des impasses du capitalisme financier.

\*

\* \*

L'économie subit sa plus grave crise depuis 1929. Les pistes qui seront empruntées pour en sortir dépendront avant tout des choix politiques qui seront réalisés. Il est urgent de tirer un bilan sans concession des politiques menées depuis plus de deux décennies au cours desquelles la financiarisation de l'économie, combinée à la déréglementation bancaire, le libre-échange incontrôlé, l'ouverture à la concurrence dans les secteurs de service public, les « réformes structurelles » du marché du travail et les politiques macroéconomiques conduites ont creusé les inégalités et se sont avérées incapables d'assurer le plein-emploi. Ces politiques ont, au contraire, abouti à une détérioration constante de la situation du plus grand nombre. Elles ont, de reniements en reniements, conforté les discours sécuritaires et identitaires. Il

convient donc, dès maintenant de penser la politique nécessaire pour assurer la transition vers un nouveau modèle de croissance et de développement comportant une certaine dose de contrôle politique et social de la production et de la répartition des revenus.

Parmi les chantiers qu'il faudra creuser, l'entrée de l'Etat dans le capital des banques recapitalisées est nécessaire pour contrôler, consolider et étendre la sphère du pôle public financier pour reconstruire les conditions de stabilité et d'efficacité du mécanisme du crédit.

Ceci doit aussi se faire dans le cadre d'un redéploiement de la politique industrielle qui assume pleinement les responsabilités de l'État comme organisateur, comme initiateur, mais aussi le cas échéant comme producteur.

Les services publics doivent être le modèle de référence de la gestion des biens collectifs.

Le système fiscal doit être rendu plus redistributif pour éviter que l'effort de financement de l'action publique ne pèse avant tout sur les classes moyennes et modestes qui subissent la crise du pouvoir d'achat. Ceci implique un contrôle sur les mouvements financiers afin de pénaliser les pratiques d'évasion et de concurrence fiscale qui sont les moyens que les plus riches se donnent pour se soustraire à la loi commune et violer ainsi les principes de la décision démocratique.

La puissance publique doit organiser, avec les partenaires sociaux, l'indexation des salaires sur l'inflation et les gains de productivité, après que la part des salaires dans la valeur ajoutée ait été rétablie à un niveau satisfaisant.

L'extension de l'assiette des cotisations sociales doit être privilégiée, comme alternative au recul de l'âge de la retraite pour préserver le système par répartition. La progressivité et la modulation de l'impôt sur les sociétés doit permettre de taxer la rente et de favoriser les entreprises qui investissent et qui créent des emplois.

On ne saurait tolérer plus avant les pratiques de dumping fiscal, social et écologique que l'on constate hors mais aussi dans l'UE et qui aboutissent, par le biais du libre-échange à défaire de l'extérieur ce qui a été construit à l'intérieur. Des protections sont donc nécessaires et seront à mettre en place, notamment par l'activation du principe de préférence communautaire, pour mettre fin à la déflation salariale et garantir les normes sociales et écologiques contre le libre-échange.

Un véritable New Deal doit être lancé pour sortir l'Europe de la récession. Pour cela, l'Europe doit pouvoir lever l'emprunt. Le pacte de stabilité doit être définitivement abandonné. Les statuts de la BCE doivent être refondés pour permettre une politique monétaire faisant du plein emploi et de la stabilité du système financiers des objectifs à part égal avec la stabilité des prix. L'action de la BCE doit être intégrée dans une logique de politique économique globale à l'inverse du dogme d'indépendance qui n'est ni fondé en théorie ni désormais applicable en pratique.

Enfin, la re-réglementation des marchés financiers par les Etats implique que celle-ci soit supervisée par une institution internationale ayant vocation à imposer les mêmes règles partout. Elle doit encadrer la titrisation (par laquelle la crise est arrivée), fixer de nouvelles règles prudentielles, borner la rémunération des acteurs financiers, interdire les paradis fiscaux, créer des agences de notations sous sa dépendance. Faute d'un engagement de la BRI, il reviendrait au FMI, dont il faut redéfinir et étendre les missions, de jouer ce rôle. A défaut d'une telle réglementation financière mondiale, un re-cloisonnement des marchés financiers entre les trois grandes zones que sont la zone dollar, la zone euro et la zone sud-américaine serait alors une alternative, permettant un certain contrôle politique de l'affectation des ressources financières.

Ces principes généraux doivent permettre de concevoir un nouveau programme économique permettant l'avènement d'un nouveau mode de régulation faisant la part belle au contrôle démocratique de la production, de son financement et de la répartition des revenus. Au contraire, le choix d'une stratégie de « réforme et de moralisation du capitalisme financier », cherchant à réguler le modèle de croissance néo-libéral, se trouverait décalée vis-à-vis des défis que doit relever l'humanité en ce moment-charnière de son histoire.