

C'est au nom de l'aptitude supposée des marchés à produire des prix justes que l'on a promu l'intense dérégulation qui est à l'origine du capitalisme financierisé. Des contre-pouvoirs sont à inventer pour sortir de la crise

Il faut définancieriser l'économie

L'économie européenne connaît une crise d'une gravité extrême, sans précédent depuis la crise des années 1930. Elle touche simultanément la finance, la monnaie et l'emploi. Concevoir des réponses appropriées suppose qu'un juste diagnostic soit porté sur la nature des difficultés que nous traversons.

Or le diagnostic lui-même ne fait pas l'unanimité. Si la responsabilité de la sphère financière est le plus souvent mise en avant, elle donne lieu à deux lectures contrastées. Une première interprétation, celle que défend le G20 depuis le sommet de Washington du 15 novembre 2008, met en cause spécifiquement les « dérives » du système financier. La liste des dysfonctionnements mis en avant est impressionnante : l'opacité des produits titrisés, les rémunérations excessives des traders, les paradis fiscaux, des normes comptables inappropriées, des régulateurs défaillants, des agences de notation sous influence, une politique monétaire laxiste, pour ne citer que les principaux.

Cette première lecture propose autant de réformes qu'il y a de dysfonctionnements dans le but de débarrasser la sphère financière de ses excès. Autrement dit, la primauté accordée aux marchés financiers est conservée mais dans le cadre d'une concurrence purifiée de ses dérives. Le capitalisme financierisé que nous connaissons depuis trente ans n'est pas remis en question. Il demeure aux yeux du G20 le cadre institutionnel adéquat. Il s'agit de le renforcer. La lecture de la crise que je propose est différente.

La concurrence financière ne fournit pas une juste valorisation des activités productives, que les marchés soient transparents ou opaques

Ce que je mets en doute, c'est l'idée selon laquelle des marchés financiers même transparents permettraient une allocation du capital satisfaisante. Il faut a contrario considérer que les prix financiers ne fournissent pas de bons signaux aux acteurs économiques. C'est cette inadéquation des prix financiers qui est à l'origine des déséquilibres que nous connaissons, y compris macroéconomiques. Si ce diagnostic est exact, alors le capitalisme financierisé, qui a pour trait distinctif de faire jouer un rôle central aux prix financiers dans sa régulation, doit être abandonné.

Pour comprendre ce point de vue, il faut garder à l'esprit que les prix sont le cœur de la régulation économique. C'est sur leur justesse que repose entièrement l'efficacité tant vantée des économies de marché. Dans un célèbre article de 1945, l'économiste Friedrich Hayek démontre avec brio que les acteurs économiques n'ont nullement besoin d'avoir une connaissance exhaustive de l'économie, parce que l'information décisive est contenue dans les prix.

Chaque agent n'a qu'une connaissance locale, limitée à son environnement et il revient aux prix d'agréger toutes ces informations locales pour produire une vision globale cohérente. Prenant l'exemple d'une matière première devenue plus rare, Friedrich Hayek montre que l'économie va s'adapter à ce choc sans que plus d'une poignée d'individus ne soient informés du choc initial. Il conclut : « *L'aspect le plus significatif de ce système est l'économie de connaissance qu'il permet, ou, ce qui revient au même, le peu de connaissance dont les participants ont besoin pour pouvoir prendre la mesure qui s'impose.* » On ne saurait trop insister sur ce résultat.

Le mécanisme des prix joue un rôle essentiel dans la coordination marchande. C'est là un des résultats essentiels de la théorie économique depuis Adam Smith. Notons cependant que cette analyse

théorique s'est d'abord limitée aux seuls

marchés de biens ordinaires. Ce n'est que très récemment qu'elle a été étendue aux marchés financiers. Cette extension, ce qu'on nomme la théorie de l'efficience financière, date seulement des années 1970. Elle a accompagné la dérégulation financière, qui y a puisé ses justifications les plus fortes. C'est au nom de l'aptitude supposée des marchés financiers à produire des prix justes que l'on a promu l'intense dérégulation financière qui est à l'origine du capitalisme financierisé. Si on observe l'histoire longue du capitalisme, cette dérégulation est assurément exceptionnelle.

Rappelons par exemple que, jusque dans les années 1970, la plupart des taux d'intérêt étaient des prix administrés par la puissance publique. Selon la théorie de l'efficience, de même que les prix des marchandises sont censés refléter leur rareté objective, les prix financiers sont supposés proposer une image juste du futur et de ses risques.

Ainsi, les cours boursiers expriment-iraient la profitabilité à venir des entreprises et les taux d'intérêt, la probabilité de défaut des emprunteurs. C'est cette analyse que je conteste : la concurrence financière ne fournit pas une juste valorisation des activités productives, que les marchés soient transparents ou opaques. Les taux d'intérêt sur les dettes publiques européennes nous en fournissent une illustration exemplaire.

En l'espèce, on ne saurait faire valoir une quelconque opacité de ces titres qui



LES ÉDITIONS DU SEUIL

André Orléan

Directeur de recherche au CNRS et directeur d'études à l'École des hautes études en sciences sociales (EHESS), il vient de publier « L'Empire de la valeur. Refonder l'économie » (Seuil, 340 p., 23 euros) qui propose une nouvelle approche de la valeur en économie. Il est l'un des quatre coauteurs du « Manifeste des économistes atterrés » (Les Liens qui libèrent, 2010). Il est également président de l'Association française d'économie politique (AFEP) qui milite pour le pluralisme dans l'enseignement et la recherche en économie. Spécialiste des questions monétaires et financières, il a publié « De l'euphorie à la panique : penser la crise financière » (Éditions de la Rue d'Ulm, 2009).

sont parmi les plus transparents et les plus liquides. Pour autant, le bilan de ces marchés n'est guère glorieux. Ils n'ont cessé d'être dans l'erreur. Pour le passé, on peut l'affirmer sans ambiguïté.

En effet, durant la période qui va de la formation de l'euro aux années 2007-2008, on constate que ces marchés ont totalement oublié le risque souverain : les taux d'intérêt de tous les pays de la zone euro ont convergé vers un même niveau, pour l'Allemagne comme pour la Grèce.

A l'évidence, ces marchés ont montré une forte myopie. Cela n'a pas été sans conséquence. Une discrimination dans les taux aurait pu mettre en garde certains économistes contre les excès de l'endettement. Les marchés n'ont pas joué le rôle

que la théorie de l'efficience leur attribue : celui d'un signal informant les acteurs. Aujourd'hui il en va de même. On assiste à une divergence profonde des taux entre les pays de la zone euro qui n'est pas justifiée non plus. Les niveaux atteints par les taux d'intérêt ne nous livrent rien une juste évaluation du risque de défaut des pays considérés.

Si on met de côté la Grèce, considérée comme insolvable par beaucoup, la majorité des économistes est d'accord pour considérer l'inadéquation de ces taux. Ils sont inappropriés pour au moins trois raisons : d'une part, ils impliquent une ponction sur la richesse sociale tout à fait démesurée ; d'autre part, ils incitent à des politiques de rigueur exagérées ; enfin, ils poussent des économistes solva-

bles à la faillite. C'est dire leur extrême dangerosité.

Or, ce qui vient d'être dit des taux d'intérêt peut être aisément étendu à tous les prix financiers. Ils produisent périodiquement de mauvaises incitations, conduisant les économies à la dérive, comme on le voit aujourd'hui pour la dette publique. Ainsi, pour les actions, se souvient-on des valorisations démentées de la bulle Internet et de la crise qui s'en est suivie au début des années 2000.

C'est là encore un exemple pour lequel l'excuse de l'opacité ne peut être retenue. Il en va de même pour les taux de change qui connaissent d'amples variations déconnectées des données objectives. Plus généralement, les marchés boursiers véhiculent, depuis une dizaine d'années, des exigences de rentabilité, le fameux ROE (*return on equity*)), qui pèsent fortement sur l'investissement et la croissance. Il faut en conclure que les prix financiers ne sont pas de bons signaux. Aucune force de rappel ne vient en limiter les excès, à la différence de ce qui se passe sur les marchés de biens ordinaires.

Les prix financiers peuvent monter très haut sans que la demande pour ces produits ne se tarisse, car les investisseurs peuvent continuer à anticiper une hausse des prix qui justifie de nouveaux achats. De même, les prix peuvent descendre très bas sans susciter une demande qui viendrait la freiner. C'est ce qu'a montré la crise en 2008, les prix des produits titrisés sont descendus à des niveaux bien plus bas que ce que pouvait justifier toute valorisation rationnelle, pourtant aucune demande ne s'est manifestée, parce que les investisseurs craignaient de nouvelles baisses. En conséquence, le système s'est trouvé au bord de la faillite générale.

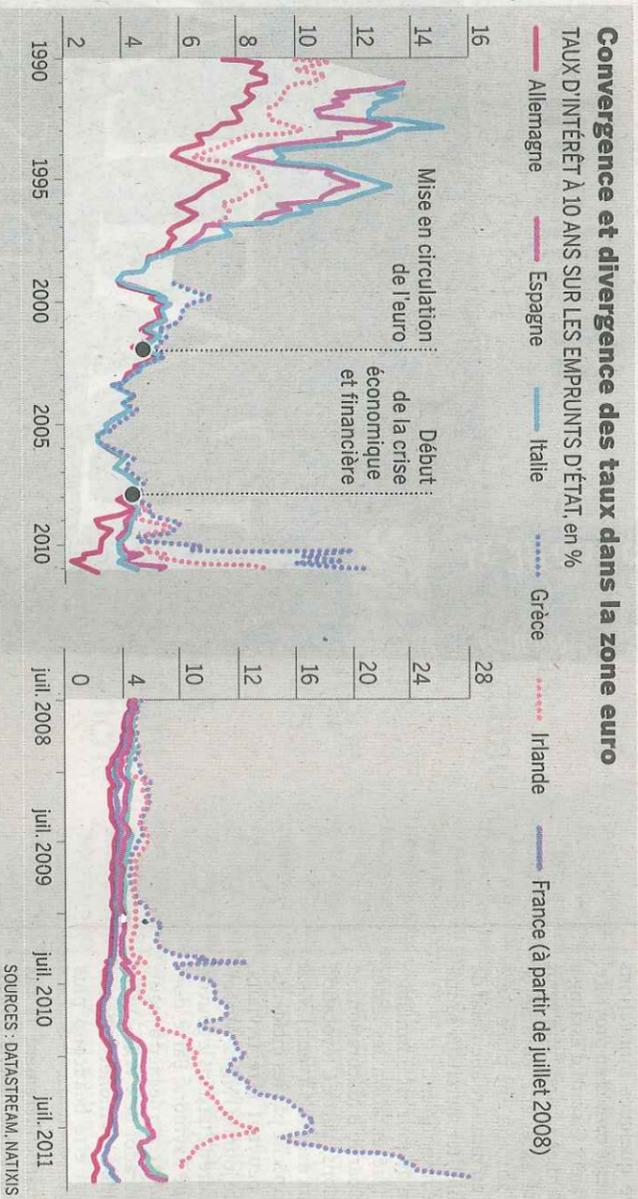
Si la chute des prix a été stoppée, ce n'est en rien par l'action des supposées propriétés autorégulatrices de la concurrence financière, c'est parce que les autorités publiques ont choisi d'acheter pour éviter une crise générale.

Aujourd'hui, racheter de la dette publique, c'est pour la banque centrale défendre une autre évaluation que celle des marchés

Cette divergence quant au diagnostic sur la nature de la crise me conduit à proposer une tout autre politique que celle affichée par le G20, sans même parler ici de son extrême lenteur à la mettre en œuvre. Nous nous sommes efforcés dans le cadre de cet article d'en cerner le principe directeur : parce que la finance produit des valorisations qui nous conduisent dans le mur, il importe d'en réduire drastiquement le rôle.

La transparence financière ne résoudre pas nos problèmes. Il faut définancieriser nos économies. C'est là assurément un vaste chantier et une véritable révolution intellectuelle, tant nous avons été habitués au cours des vingt dernières années à nous en remettre aveuglément aux estimations des marchés. Cette emprise de la valeur financière doit être radicalement remise en cause.

En son principe, la définanciarisation repose sur la constitution de pouvoirs d'évaluation hors des marchés (entreprises, syndicats, pouvoirs publics, associations), aptes à proposer des finnalités conformes à l'intérêt collectif. Tel est l'enjeu des politiques monétaire, industrielle et écologique. Aujourd'hui racher de la dette publique, c'est pour la banque centrale défendre une autre évaluation que celle des marchés. Il est clair que ces mutations ne pourront se développer que si, simultanément, les circuits du financement de l'économie se trouvent fortement réorganisés de façon à dégonfler puissamment la sphère financière. ■



Quel rôle pour les banques centrales ?

DANS LE CADRE des économies développées, un acteur est spécialement outillé pour s'opposer aux marchés financiers et à leurs estimations : les banques centrales. Elles sont supposées intervenir pour aider des institutions qui, bien que solvables, se trouvent mises en difficulté du fait des défaillances des marchés. C'est ce qu'on nomme la doctrine du « prêteur en dernier ressort ». Cette doctrine reconnaît aux banques centrales, au moment des crises, un pouvoir d'évaluation autonome. Alors que le marché juge telle institution financière insolvable et refuse de lui prêter, la banque centrale la soutient au nom d'une évaluation contraire.

Aujourd'hui, cette même situation se retrouve pour nombre de pays de la zone euro. Une grande majorité d'analyses considèrent que les taux d'intérêt existants pour la dette publique d'un pays comme l'Italie, pour prendre un exemple parmi d'autres, reflètent une incompréhension profonde de la situation de ce pays. L'accroissement de ses taux d'intérêt serait plus l'effet d'une peur généra-

lisée que le résultat d'une analyse rationnelle. Dans ces conditions, la Banque centrale européenne (BCE) a le devoir d'intervenir. Si elle ne le fait pas, il faut craindre que, confronté à des taux excessifs, ce pays finisse par faire réellement défaut. Quelle ironie !

Sur la base de cette analyse, il est demandé avec insistance à la BCE d'acheter de la dette publique afin de faire baisser les taux d'intérêt. Se refuser à intervenir, comme le veut l'Allemagne, fait courir à l'euro de grands dangers car cela a pour conséquence immédiate de soumettre nos politiques macroéconomiques aux erreurs d'évaluation des marchés financiers, en particulier à leur propension à la contagion irraisonnée.

Il faudrait alors craindre une diffusion des politiques de rigueur conduisant à un remake de ce que l'Europe a connu dans les années 1930 : des politiques déflationnistes qui déstabilisent en profondeur les sociétés européennes sans produire de croissance. Comment, dans ces conditions, comprendre la position de l'Allema-

gne, qui rejette avec la dernière vigueur cette politique d'intervention ?

Pour justifier son refus, l'Allemagne fait valoir que la monétisation de la dette publique ferait courir un danger inflationniste à l'euro. Cet argument n'est guère sérieux. Nous ne sommes nullement à la veille d'une hyperinflation. Comme l'exprime bien l'économiste Willem Buiter : « *Vous pouvez vous noyer dans l'eau mais ce n'est pas une raison pour refuser un verre d'eau lorsque vous avez soif.* »

Un autre argument justifie le recours aux marchés par le fait que seuls ceux-ci auraient la puissance de contraindre les pays détractaires à s'adapter. Même si la preuve n'en est pas faite, cet argument traduit la vérité de la situation, qui est de nature politique et sociale : la défiance des uns à l'égard des autres, sans arbitre reconnu. L'indépendance de la monnaie à l'égard des gouvernements n'a pas empêché d'autres origines : l'absence d'une souveraineté européenne. Mais peut-il exister une vraie monnaie sans souveraineté ? C'est tout l'enjeu de la crise. ■