

« Échange avec... » : Michel Aglietta

1. Quelles sont les grandes caractéristiques de notre régime de croissance actuel ?

Le régime de croissance de l'époque néolibérale est largement influencé par le capitalisme de rente résultant de la concentration extrême de capital dont la contrepartie a été la montée des inégalités de revenus et de patrimoine. 4 types de rentes sont dues aux distorsions des structures de marché: la rente financière captée grâce à la gouvernance des entreprises selon le principe de la valeur actionnariale et réalisée principalement dans les plus-values boursières; la rente digitale, la plus extrême, due à la possession des plateformes Internet bénéficiant de l'absence de toute régulation antitrust (les GAFAM sont à la fois des monopoles et des monopsones, ils sont le marché) et à la capture gratuite des données individuelles qui sont la matière première des technologies digitales; la rente de métropolisation résultant de l'extrême concentration du travail qualifié dans les métropoles et le dépérissement corrélatif des villes moyennes et de la complémentarité urbaine rurale des territoires; enfin, bien sûr, la rente d'influence des lobbies sur les élites politiques.

L'autre face de ces distorsions de concurrence est la fragmentation du contrat de travail à la fois sociale et territoriale se manifestant dans les inégalités de revenus et, encore bien plus de patrimoine, dont les conséquences sont l'extension de la pauvreté, l'insuffisance chronique de demande, la nécessité de l'endettement et donc la prolifération de la précarité. Le résultat macroéconomique, amplifié après la crise financière systémique de 2008 et surtout son prolongement en Europe en 2011-13 est le ralentissement des progrès de productivité, la baisse des taux d'investissement productif et la croissance basse appelée stagnation séculaire. Elle traduit l'impossibilité de concilier, sous ces distorsions structurelles, une croissance potentielle de plein emploi, une inflation modérée mais pas trop basse et une stabilité financière.

2. Comment pourrait-on mieux réguler le cycle financier dans le capitalisme financiarisé ?

Le cycle financier exprime l'inefficience de la finance/ dogme néoclassique et corrélativement la non-neutralité de la monnaie. La finance de marché se meut dans l'incertitude et sa logique est le *momentum* nourri par la spirale endettement/prix des actifs. Parce que les actifs, qu'ils soient immobiliers, boursiers, de matières premières ou de change, sont les collatéraux des crédits destinés à leur valorisation, les prêteurs et les emprunteurs ont les mêmes anticipations, d'où le momentum, c'est-à-dire une logique auto-renforçante de la spirale entre dette et valorisation des actifs.

Cette logique s'inscrit dans les bilans par les vulnérabilités du passif au fur et à mesure que l'endettement grossit. Mais les marchés financiers ne les voient pas tant que les valeurs d'actifs continuent à s'apprécier. Il en est ainsi par l'incertitude du moment de retournement qui ne peut jamais être anticipé ; ce qui revient à dire qu'il n'y a pas de valeur fondamentale servant de boussole. C'est la monnaie par la liquidité qui sert de force de rappel. Elle le fait par les ventes de détresse des actifs lorsque les acteurs financiers de marché qui ont acheté les actifs surévalués prennent peur selon un comportement mimétique tout à fait rationnel du point de vue individuel. Mais comme tout le monde fait pareil les prix des actifs s'effondrent. D'où le cycle financier qui comporte 5 phases : l'essor, l'euphorie, la crise, la dépression des actifs et donc la révélation du surendettement, le désendettement permettant la récupération de bilans viables.

Dans ces conditions, comment modérer le cycle financier ? Des progrès ont été faits avec l'acceptation de l'idée que les banques centrales devaient s'occuper de la stabilité d'ensemble du système financier par la politique macro prudentielle. C'est la phase d'essor qu'il faut contrôler pour qu'elle ne dérape pas en euphorie irrattrapable. Il faut donc suivre des indicateurs de structures des bilans pour détecter la montée des vulnérabilités avant qu'elles ne se révèlent dans les prix et il faut contraindre par des ratios de fonds propres dissuadant les prêteurs de ne pas accompagner la frénésie d'endettement trop loin. Mais cela n'a été fait depuis que la régulation macro prudentielle existe, à partir de 2010 que pour les banques. Le shadow banking en est exclu. C'est ce qui a permis l'essor du crédit par émission d'obligations.

C'est pourquoi les banques centrales ont dû mener une politique quantitative (QE). Mais cela a baissé les taux d'intérêt si bas sur une vaste gamme d'obligations et fait du marché obligataire lui-même un marché à momentum. Cela veut dire que pour aller plus loin dans la régulation, il faut coordonner toutes les politiques économiques, donc remettre les Etats au contrôle de l'économie par les politiques contracycliques et des politiques structurelles visant à réduire les vulnérabilités à leurs sources : lois antitrust, régulation du commerce internet et contrôle public du prix des données digitales, politiques sociales et fiscales de réduction des inégalités. Bref, il faut en finir avec le néolibéralisme.