

Bruno Colmant

Membre de l'Académie royale de Belgique

De gigantesques soustractions socio-économiques

Notes et chroniques 2014-2015

 ANTHEMIS
vie et société

DE GIGANTESQUES SOUSTRATIONS SOCIO-ÉCONOMIQUES

NOTES ET CHRONIQUES 2014-2015



JURISQUARE

Votre
carrefour
juridique

La version en ligne de cet ouvrage est disponible
sur la bibliothèque digitale Jurisquare à l'adresse
www.jurisquare.be.

© 2015, Anthemis

Place Albert I, 9, B-1300 Limal

Tél. 32 (0)10 42 02 90 - info@anthemis.be - www.anthemis.be

Toutes reproductions ou adaptations totales ou partielles de ce livre,
par quelque procédé que ce soit et notamment par photocopie,
réservées pour tous pays.

ISBN : 978-2-87455-964-8

Dépôt légal : D/2015/10.622/70

Mise en page et couverture : Michel Raj

Impression : Ciaco

Imprimé en Belgique

DE GIGANTESQUES SOUSTRACTIONS SOCIO-ÉCONOMIQUES

NOTES ET CHRONIQUES 2014-2015

Bruno Colmant

Membre de l'Académie royale de Belgique

Principaux ouvrages de l'auteur (individuels et collectifs)

- Les nouveaux instruments financiers*, Bruxelles, Kluwer Éditions Juridiques, 1994.
Gestion du risque de taux d'intérêt, Bruxelles, Kluwer Éditions Juridiques, 1995.
Le droit comptable dans la société, Bruxelles, Ced-samsom, 1996.
Les nouveaux Instruments financiers, Bruxelles, Kluwer Éditions Juridiques, 1998.
Le droit comptable belge applicable aux instruments financiers, Bruxelles, Larcier, 2001.
Les stock-options, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2002.
Les instruments financiers optionnels, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2002.
Les obligations, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2002.
Efficiencia des marchés, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2003.
La décote des holdings belges, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2003.
Les normes IAS/IFRS 32 et 39, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2003.
Les stock-options – Édition 2004, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2004.
Les obligations – Édition 2004, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2004.
Les obligations convertibles, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2005.
Les Accords de Bâle II pour le secteur bancaire, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2005.
Les normes IAS/IFRS 32 et 39 – 2005, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2005.
Les stock-options – Édition 2006, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2006.
Les intérêts notionnels, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2006.
L'image fidèle en droit comptable belge, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2007.
Les normes IAS/IFRS 32 et 39 et IFRS 7, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2007.
La suppression des titres au porteur, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2007.
Accountancy tussen onderzoek en praktijk, Malines, Kluwer, 2007.
Les déductions fiscales à l'impôt des sociétés, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2008.
Économie européenne : l'influence des religions, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2008.
Les normes IFRS, Collection Synthex, Paris, Pearson, 2008.
2008 : L'année du krach, Bruxelles, Larcier, 2008.
Synthèses de droit bancaire et financier, Bruxelles, Bruylant, 2008.
L'efficiencia des marchés, Cahiers Financiers, Bruxelles, Larcier, 2009.
La bourse et la vie, dialogue avec l'abbé Éric de Beukelaer, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2009.
La crise économique et financière de 2008-2009, Bruxelles, P.I.E. Peter Lang, 2010.
Les éclipses de l'économie belge, Limal, Anthemis, 2010.
IFRS et la crise financière, ICCI, Anvers, Maklu, 2010.
IEC 2010, Lannoo, 2010.
Le Capitalisme d'après, dialogue avec Axel Miller, Bruxelles, Larcier, 2010.
2010, l'année fracturée, Anthemis, 2010.
L'impôt en Belgique après la crise, dialogues avec Etienne de Callatay, Larcier, 2010.
2011-2013 : Les prochaines conflagrations économiques, Larcier, 2010.
Liber Amicorum à Jacques Autenne, Bruxelles, Bruylant, 2010.
Des temps provisoires, une année imprécise, Limal, Anthemis, 2011.
Les Dialogues de la fiscalité – Édition 2011, Bruxelles, Larcier 2011.
Les sentinelles de l'économie, Limal, Anthemis, 2012.
La mélancolie d'une charmille, Amazon-Kindle et Anthemis, 2012.
Cinquante ans de fiscalité – Actes d'un colloque de l'ESSF, 2012.
La déflagration monétaire, Limal, Anthemis, 2012.
Voyage au bout de la nuit monétaire, Collection de l'Académie Royale de Belgique, 2012.
De nouvelles géométries économiques, Limal, Anthemis, 2013.
Les agences de notation financière, Bruxelles, Larcier, 2013.
Les normes IFRS, une nouvelle comptabilité financière, Collection Synthex, Paris, Pearson, 2013.
Capitalisme européen : l'ombre de Jean Calvin, Collection de l'Académie Royale de Belgique, 2013.
Dettes publiques : un piège infernal, avec Jennifer Nille, Bruxelles, Larcier, 2014.
Du bon génie de l'inflation à l'ogre de la déflation, Limal, Anthemis, 2014.
Seven years of economic crisis, Limal, Anthemis, 2014.
Penser l'économie autrement, dialogue avec Paul Jorion, Paris, Fayard, 2014.
Liber amicorum Maurice Eloy, ouvrage collectif, Limal, Anthemis, 2014.
Bourse : du krach des tulipes aux robots, avec Jennifer Nille, Waterloo, Renaissance du Livre, 2014.
L'économie est-elle juste – Intuitions sur la crise, Collection de l'Académie royale de Belgique, 2013.
Ceci n'est pas une déflation – c'est beaucoup plus grave!, Limal, Anthemis, 2014.
Nuances d'airis, avec Pierre Kroll, Waterloo, Renaissance du Livre, 2015.

« On était nés sur des ruines.
The times were changing...
On voulait juste des jours meilleurs. »

Maxime Le Forestier

Aperçu

Une soustraction économique?	11
Banque centrale européenne	13
Monnaie et taux d'intérêt	33
La Grèce, l'euro et la drachme	61
Déflation	77
Politiques budgétaires	101
Dettes publiques	109
Intuitions fiscales	123
Prospectives politiques et sociétales	147
Réflexions sur la Belgique	155
Prospectives économiques	169
Sujets divers	185
En conclusion...	197
Table des matières	201

Une soustraction économique ?

Depuis le début de cette crise économique et sociale que nous traversons depuis 2008, je suis intellectuellement et – devrais-je dire – émotionnellement partagé quant à son envergure.

Est-ce un épiphénomène du capitalisme dont le lit de la rivière suit des chemins naturels ou est-ce le signal d'une profonde rupture idéologique ?

Au début, cette crise m'est apparue comme une fluence de la main invisible d'Adam Smith qui aurait exonéré tout économiste d'une analyse approfondie au-delà d'un examen des variations de marché.

Désormais, je suis convaincu que le travail de l'économiste exige un engagement politique clair car la complaisance d'endettement et de croissance facile qui a accompagné les vingt dernières années s'assèche.

Où sommes-nous ?

Nous étions l'un des pays les plus prospères à l'aube du XX^e siècle. Mais après avoir été rabotés par deux guerres, appauvris par la perte des colonies, avoir insuffisamment appréhendé la déliquescence de l'industrialisation traditionnelle et été la victime de la myopie politique, que sommes-nous devenus ?

Un pays où, malgré le postulat d'un État-providence, un septième des belges vit en-dessous du seuil de pauvreté et un enfant sur quatre naît, lui aussi, dans ces conditions, à tout le moins en Wallonie.

Que s'est-il passé ? Tout et rien. La fuite d'un capitalisme qui a quitté le Sud de la Belgique sur la pointe des pieds, un syndicalisme qui est resté agrippé au passé, un exécutif qui s'est morcelé et qui a été déresponsabilisé au fur et à mesure que la gravitation politique est passée du niveau national au niveau européen.

Les prochaines années vont être très complexes à traverser, car nous approchons du moment où les dettes passées, et au premier chef les dettes des engagements sociaux (dette publique et pensions), vont être défalquées d'une croissance qui est insuffisante.

L'alignement astral est périlleux parce que nous allons devoir conjurer une croissance extrêmement faible et une pression déflationniste incontestable avec des contraintes européennes et une monnaie trop forte qui exigent un désendettement des États et une réduction des déficits budgétaires.

C'est pour cette raison qu'il faut réfléchir au modèle économique pour savoir si ce n'est pas une erreur de vouloir absolument contracter l'État alors que nous nous dirigeons peut-être vers un scénario à la japonaise. Bien sûr, d'aucuns argumenteront que l'État est déjà trop imposant dans l'économie et que son action est essentiellement limitée à des politiques de redistribution et non de déploiement de projets d'investissements. C'est incontestable. Mais il faut agir avec tempérance et intelligence sociale.

Le naufrage de la Belgique serait d'échouer dans un modèle dual qui fracture la communauté entre des personnes appauvries et d'autres qui échappent à une conjoncture défavorable. Tout l'acquis d'après-guerre serait alors perdu.

Nos sociétés doivent repenser leur futur. Les paramètres économiques sont désastreux, les inégalités s'aggravent (encore que la Belgique présente une belle répartition sociale) et le poids des dettes sera insupportable pour les jeunes dans un contexte de démographie vieillissante.

Tous, nous sentons que le monde devient tourmenté.

Ne serait-il pas temps que des voix supérieures s'élèvent pour formuler des valeurs morales qui guideraient la gestion du pays ?

Bruno Colmant
Printemps 2015

Banque centrale européenne

**« Une grande vigilance contre l'inflation s'impose... »
(Jean-Claude Trichet, avril 2011)**

Mois après mois, la réalité s'impose à nous malgré les dénégations désespérées de la Banque centrale européenne, celle-là même qui clamait, il y a un an, que sa politique monétaire portait ses fruits sur l'économie réelle.

Les fruits sont amers et acides : le taux d'inflation est désormais négatif dans de nombreux pays, dont la Belgique.

Ce n'est plus le spectre de la déflation qui nous menace : c'est la déflation elle-même.

On voit le résultat de cette politique déflationniste et récessionnaire : l'économie de la zone euro tombe dans une immersion japonaise, qui sera accompagnée de sa cohorte funéraire de chômage et de fermetures d'entreprises.

Il était trop facile d'accabler les États qui auraient dû stimuler la « politique de l'offre », c'est-à-dire flexibiliser l'économie pour s'extraire de la crise.

Cette déflation a de nombreuses ascendances, mais la politique budgétaire et monétaire européenne en est une des causes premières.

Pourquoi avoir autorisé à se soumettre à un Pacte de stabilité, destiné à désendetter les États en pleine récession ?

Pourquoi avoir imposé une politique monétaire restrictive alors que la déflation s'installe et qu'il est peut-être trop tard ?

Qui sera responsable de cette accumulation d'erreurs de jugement ?

Faudra-t-il attendre qu'un obscur chercheur universitaire en dresse le constat dans 20 ans ?

L'Écho, blog, novembre 2014

« Il n’y a pas de déflation en zone euro » (Mario Draghi, février 2014)

Les chiffres d’inflation viennent de tomber et ils confirment la tendance déflationniste. Certes, on argumentera que la baisse des prix est essentiellement liée à la chute du prix des produits pétroliers et qu’une déflation s’exprime lorsque les prix de 60 % des biens et services composant l’indice baissent (alors que ce chiffre n’est que de 20 %), il n’empêche : nous sommes aspirés dans un siphon déflationniste.

On peut même se demander s’il n’est pas trop tard pour que la BCE agisse, puisque les taux d’intérêt sont au plus bas depuis plusieurs siècles ! À quoi pourrait encore servir un immense assouplissement quantitatif s’il est tardif ?

En juillet 2012, Mario Draghi avait dit qu’il ferait tout pour sauver l’euro... mais il n’a jamais dit comment. Et malgré cette affirmation, le bilan de la BCE s’est contracté, reflétant une baisse de la création monétaire, c’est-à-dire le contraire de son affirmation.

Tout ceci reflète l’incomplétude de la zone euro et la pusillanimité des autorités monétaires qui ont dû s’aligner sur la logique monétaire allemande, c’est-à-dire celle d’une monnaie génétiquement déflationniste.

L’euro sera sauvé, mais – j’en suis convaincu – ce sera au détriment des rentiers, par un immense rééchelonnement des dettes publiques dans les pays faibles ou au prix d’une sécession de certaines économies de la zone euro.

Quel gâchis.

L’Écho, blog, novembre 2014

La BCE est échec et mat

Depuis plusieurs semaines, la BCE a modifié son message.

Après des annonces fracassantes de refinancement de l'économie (injection d'argent frais au travers de financements de crédit bancaires, prêts à des taux extrêmement bas) et des baisses de taux d'intérêt qui auraient été impensables puisqu'ils en deviennent négatifs, il faut se rendre à l'évidence : cela ne marche pas. Les projections de croissance et d'inflation restent désespérément basses. C'est incidemment une des conséquences de la politique de la BCE elle-même puisque son bilan (qui mesure la création de monnaie) a baissé depuis trois ans, à l'inverse de toutes les autres banques centrales.

Mais il y a pire : la BCE a appuyé la mise en place du mal nommé Pacte de stabilité et de croissance qui conduit à exiger des retours à l'équilibre budgétaire et à désendetter les économies. Ce Pacte n'apportera bien sûr ni stabilité, ni croissance en pleine récession, car l'État doit justement mettre en œuvre une politique d'assouplissement budgétaire en période de tassement économique.

Aujourd'hui, la BCE tente de faire passer un message dont le caractère florentin mesure l'ambiguïté qu'elle a entretenue depuis des années : il faut respecter la « fidélité » par rapport aux exigences budgétaires mais stimuler la demande dans certains pays. C'est bien sûr l'Allemagne qui est visée.

La BCE demande donc à l'Allemagne de modifier sa politique budgétaire après l'avoir validée et avoir aligné la gestion de l'euro sur les exigences de la Bundesbank.

Tout ceci reflète un manque complet de vision et d'intuition économique.

D'ailleurs, la BCE annonce un risque de rechute en récession.

Nous rentrerons en récession avant que le mot tabou, à savoir la déflation, soit finalement prononcé.

Les autorités politiques et monétaires européennes sont échec et mat.

L'Écho, blog, octobre 2014

Les allumettes mouillées de la BCE

Dans des temps peu reculés, les banques centrales étaient les prêteurs en dernier ressort des banques et des États. Aujourd'hui, les banques centrales inondent le marché de liquidités, craquant, une après l'autre, les allumettes de la politique monétaire pour susciter l'inflation. Mais, comme avec des allumettes mouillées par un excès de liquidité, aucune étincelle n'est créée.

Aujourd'hui, les banques centrales se sont engouffrées dans le vide de la déflation.

N'importe quelle hausse de taux d'intérêt pulvériserait une fragile reprise économique et le secteur financier.

La géométrie du monde financier s'est modifiée : le flux monétaire est renationalisé.

Cet état du monde financier est irréversible.

Mais faut-il s'en étonner alors que l'histoire séculaire apprend que l'excès de dettes publiques corrompt la monnaie ?

Nous entrons dans un nouveau monde financier : les symboles que formulent les dettes publiques, la monnaie, seront des variables d'ajustement. En effet, faute d'inflation (dont l'espérance disparaît au rythme de la discipline germanique de l'euro), les dettes publiques du Sud de l'Europe feront l'objet d'abattement.

L'Écho, blog, novembre 2014

L'inquiétante inquiétude de la BCE

La situation économique européenne rappelle l'histoire de l'homme qui cherche ses clés près d'un lampadaire public et qui explique à un passant interpellé qu'il limite son champ de recherche à l'endroit où il y a de la lumière. En d'autres termes, le tropisme européen nous conduit à un manque d'introspection. C'est pour cette raison qu'il faut chercher des références auprès d'économistes étrangers pour stabiliser notre appréciation de l'économie européenne.

C'est donc à la lecture d'économistes anglo-saxons et asiatiques qu'on prend toute la mesure du drame que la zone euro est en passe de traverser.

C'est désormais établi académiquement : la rigueur et l'austérité sont corrélées avec la tendance déflationniste. La BCE a, quant à elle, insuffisamment injecté d'argent dans l'économie et son bilan diminue chaque jour. Certes, la BCE s'est engagée à racheter des actifs bancaires... mais la situation récessionnaire et déflationniste conduit à ce qu'il n'y en ait pas assez. Au reste, le bilan de la BCE devrait augmenter non pas de 1.000 milliards d'euros, mais peut-être de 2.000 à 3.000 milliards d'euros. L'Europe tombe dans un piège de la liquidité, c'est-à-dire une situation où l'épargne n'est plus investie de manière productive, comme l'eau d'un lac que plus aucun courant ne traverse. La BCE réalise avec effroi ce qui se trame.

L'Écho, blog, octobre 2014

Cela va mal se terminer

Jour après jour, la déflation s'installe en Europe. Ses conséquences sur l'économie réelle sont éprouvantes en matière de croissance et de chômage. Ses relais politiques conduisent à de graves confrontations sociales.

Cette déflation n'est pas la conséquence exclusive d'une politique monétaire.

De nombreux facteurs, qui sont autant de tendances lourdes de l'économie, ont un pouvoir d'influence : vieillissement de la population, déplacement des centres de croissance vers d'autres continents, manque de politique industrielle visionnaire, incapacité à moderniser nos économies au travers d'un dialogue social non confrontationnel, maintien d'un État-providence partiellement inefficace, état d'esprit insuffisamment entrepreneurial, etc.

Mais, à côté de ces explications dominantes, la politique monétaire a été pusillanime.

Mario Draghi a cru que ses sentencieux propos, confinés à la sphère verbale sans relais dans l'action concrète, suffiraient à stabiliser l'économie.

Mais si le phénomène monétaire relève effectivement des adhésions collectives, la ferveur ne correspond pas à l'action.

La BCE a, de manière systématique, agi avec retard, utilisant l'argument de l'attente de l'analyse des données pour... attendre encore un peu.

Or, pour ceux que les chiffres rassurent, l'évidence est devant nos yeux.

Le taux d'inflation de la zone euro sera probablement négatif en décembre et dans les prochains mois (et pour d'autres raisons que la chute du prix du pétrole) et les perspectives d'inflation à un horizon de cinq ans (extraites de données de marché) sont de 1,69 % dans la zone euro, mais de -0,15 % en Allemagne.

En d'autres termes, les marchés anticipent que l'inflation sera négative en Allemagne dans cinq ans pour les cinq années suivantes.

La BCE met en œuvre actuellement quelques mesures dont l'effet est accessoire et chaque fois en-deçà des attentes.

L'étape suivante sera la mise en œuvre (évidemment repoussée) d'un assouplissement quantitatif. Son effet sera probablement ancillaire, car il est trop tard. En effet, ainsi que les années trente l'ont instruit, deux années d'erreurs coûtent dix ans de déflation. Or nous avons déjà épuisé ces deux années d'erreurs.

Dans un intéressant éditorial publié dans l'*Écho* de ce week-end, Étienne de Callatay explique parfaitement le dilemme de la BCE : si elle ne fait rien, elle sera blâmée pour son action contre la déflation, et s'il elle agit tout en devant constater que son action est inopérante, elle perdra sa crédibilité. Dans les deux cas, la BCE aura échoué. Et, selon mon intuition, Mario Draghi devra quitter son poste.

En fait, tout se passe comme l'histoire imagée d'un parachutiste dont le parachute dorsal ne s'ouvre pas et qui n'ose pas activer son parachute ventral, dans l'angoisse que, lui non plus, ne fonctionne pas. Cela se termine mal.

L'Écho, blog, décembre 2014

BCE : la question de la démocratie monétaire est engagée

À chaque réunion communication de la BCE, le constat économique est de plus en plus apocalyptique. Il dément les prévisions préalables de l'institution. La croissance et l'inflation sont revues à la baisse alors que la BCE annonçait, il y a moins d'un an, que les effets favorables de sa politique se faisaient sentir sur l'économie réelle.

Chaque réunion consacre l'attentisme et la pusillanimité, et bien sûr la déception de ne pas voir enfin la banque centrale de 333 millions de citoyens de la zone euro suivre le même chemin de croissance que celui des banques centrales des autres zones monétaires (*Federal Reserve* américaine, *Bank of Japan* et *Bank of England*).

À chaque communication, il s'agit d'attendre de voir les effets de mesures (prises avec retard et à contretemps) dont les marchés ont déjà consacré l'échec.

Par contre, la BCE refuse de tirer la moindre leçon de ses décisions précédentes alors que ses prévisions sont démenties par les faits.

Comment expliquer ce manque de transparence sauf à penser que, depuis le début du mandat de Mario Draghi, la déflation et la récession aient été l'aboutissement prévu de la gestion de la crise ?

Jusqu'où la BCE mènera-t-elle, sans le moindre débat politique contradictoire, la politique de notre étalon monétaire commun dont les effets récessionnaires et déflationnistes sont évidents ? Et puis, comment imaginer un seul instant que l'objectif d'inflation, qui constitue le mandat central, a encore la pertinence qu'on croyait pouvoir lui donner lors de la formation de l'euro ?

Comment est-il possible que la zone euro dépende d'une institution dont la prétendue indépendance est devenue l'alignement sur une obédience monétaire du Nord de l'Europe dont elle est parfaitement dépendante ?

Au reste, l'indépendance de la BCE s'est limitée à un précepte incantatoire plutôt qu'à avoir été un vecteur opératoire. Tout au plus faut-il voir cette prétendue indépendance comme un état démocratique imprécis, en sachant qu'après toutes les crises, les banques centrales sont

normalement replacées sous contrôle étatique. Il faudrait donc préciser, de manière transparente, la dépendance de la BCE plutôt que de la laisser évoluer dans des zones décisionnelles opportunistes. C'est pour cela qu'il faut considérer une renationalisation partielle des autorités monétaires tant que les États européens n'arrivent pas à faire aboutir une union fiscale et budgétaire.

La plus grave erreur en économie est de s'enfermer dans un postulat et de croire que les agencements monétaires sont irréversibles. Ils ne le sont jamais : l'histoire fourmille de structures monétaires devenues caduques. De plus, la monnaie ne domestique jamais une communauté sociale ou marchande car on ne peut pas imposer un étalon monétaire inadapté à une population qui le réfute. C'est exactement ce qui se passe dans les économies périphériques. C'est à cette réalité que la BCE doit être confrontée car sa légitimité démocratique est devenue questionable. En bonne logique démocratique, il faudrait donc reconsidérer l'indépendance politique de la BCE. Je n'exclus pas que l'ordre social et monétaire soit à ce prix.

L'Écho, blog, décembre 2014

La BCE va perdre sa virginité

La BCE a 15 ans. Elle a presque perdu sa virginité. Bientôt, cette institution, qui est le prêteur en dernier ressort, devra perdre son insouciance monétaire et verra se déchirer l'hymen de son interdit statutaire : la BCE devra réescompter des dettes publiques en grandes quantités, voire devenir le comptoir d'escompte des pays faibles. La survie de l'euro est à ce prix. Mais la BCE le fera aussi pour contrer la récession, combattre la déflation alors que l'inflation est tombée en-dessous de 2 % depuis 21 mois, aider les États au financement de leurs insupportables dettes publiques et contribuer à la fluidité monétaire du secteur bancaire. Ce sera d'ailleurs la seule manière d'alléger le bilan de ces banques et de réorienter le crédit vers l'économie productive.

Mais la BCE le fera aussi parce que la monnaie et la dette publique relèvent de la même symbolique, à savoir le privilège régalien de l'expres-

sion monétaire. Depuis longtemps, il est devenu illusoire d'imaginer les travailleurs de demain rembourser la dette collective passée. Cette dette sera remboursée par l'inflation et des rééchelonnements auxquels la BCE donnera son soutien.

Pour la BCE, le temps de l'enfance, de la candeur et des cerises est révolu.

La vraie crise commence, celle de l'intimité et de la réunion entre la dette publique et la création monétaire.

L'Écho, blog, novembre 2014

Un retour au réel s'impose

Entre le Président de la Banque de France qui explique que la BCE est « très mal à l'aise » avec le niveau d'inflation et son économiste en chef, le Belge Peter Praet, qui s'inquiète aussi du manque d'inflation et réitère la possibilité de mesures non conventionnelles pour soutenir l'économie, on commence à comprendre que la situation est très grave.

Car, dans le langage soyeux des banquiers centraux, être « mal à l'aise » revient à dire qu'on s'attend à une catastrophe.

Et cette perturbation, c'est le basculement dans la déflation, dont aucun livre d'économie ne possède la recette pour s'extraire.

Ce que Peter Praet veut dire, c'est qu'après avoir baissé les taux d'intérêt à leur minimum, mis en place des taux d'intérêt négatifs et constaté le violent échec de refinancement des crédits bancaires, il ne reste qu'une solution : réescompter des dettes publiques.

C'était impensable.

Ce devra être mis en œuvre.

C'est toute la logique de la construction de l'euro qui est désormais fissurée, car ce réescompte éventuel des dettes publiques est incompatible avec la vision allemande de la monnaie, d'autant qu'une telle opération doit être gigantesque pour être efficace, nonobstant le fait que son succès est aléatoire.

En janvier 2014, c'est-à-dire il y a 9 mois, au sommet de Davos, le Président de la BCE, Mario Draghi, disait « ne pas voir de déflation ». Il disait même que « l'amélioration des marchés financiers et la politique monétaire très accommodante en vigueur depuis la fin 2011 (...) se transmettent enfin à l'économie réelle ».

Un retour au réel s'impose.

L'Écho, blog, octobre 2014

Mais que va encore imaginer Mario Draghi ?

Semaine après semaine, mois après mois, depuis trois ans, le Président de la BCE enrobe la zone euro de paroles bienveillantes. Il fera tout pour sauver l'euro. Tout, oui... mais pas augmenter la création monétaire dont la source s'est tarie depuis trois ans. On pourra reprocher, à juste titre, à Jean-Claude Trichet de ne pas avoir pris la mesure de la crise et d'avoir vu l'inflation là où la déflation s'installait, mais on ne pourra pas l'accabler pour ne pas avoir rapidement augmenté le bilan de la BCE et de ne pas avoir contribué à restimuler l'économie.

Avec Mario Draghi, c'est l'inverse : il donne l'impression de s'activer pour extraire la zone euro de la déflation dans laquelle elle s'enfonce inexorablement, mais... il fait le contraire puisque le bilan de la BCE se désagrège au rythme de l'économie.

Le seul qui avait compris la gravité de la situation, dans le déchirement de ses convictions et de ses obligations institutionnelles, c'est Peter Praet, le Belge qui est l'économiste en chef de la BCE.

La vérité, brutale, est que nous tombons en déflation, comme dans les années 1930 qui ont démontré que trois ans d'erreurs pouvaient conduire à deux décennies de drames.

Combien de temps ce théâtre d'ombres illusionnera-t-il nos responsables politiques ?

L'Écho, blog, décembre 2014

Et si des temps monétaires invraisemblables nous attendaient ?

Tout le monde a compris que nous vivions des temps monétaires inédits et probablement précurseurs de ruptures inouïes.

Aucune situation de l'histoire monétaire n'est une référence aux constats contemporains : les bilans des banques centrales (sauf la BCE) ont été multipliés par des facteurs inconnus, les dettes publiques conduisent inexorablement à une banqueroute des États alors que le taux d'inflation et les taux d'intérêt sont au plus bas depuis des siècles.

Cette situation n'est pas stable.

Un jour, un matin, une rupture sera effarante.

De manière incessante, je m'essaie à la prospective, avec le doute qui caractérise l'enseignant.

Mais, constatant que dans la zone euro la BCE est le « prêteur en dernier ressort » non des banques, mais des États dont elle contrôle la solvabilité et la qualité des banques, il m'apparaît que la BCE est indiciblement en train de nationaliser tout le secteur bancaire. Un des symptômes de cette nationalisation larvée est le fait que les dettes publiques n'exigent aucune réserve de capitaux propres, comme si elles étaient exemptes de risques, ce qui est un postulat naïf.

Finalement, l'histoire des pièces d'or de Philippe le Bel, des assignats et du sabordage des accords de Bretton Woods est peut-être en train de se répéter.

Heureusement qu'on n'érige pas de monuments aux morts des guerres économiques et aux tombereaux des faillites publiques.

Il faut que la roue de l'infortune tourne...

L'Écho, blog, décembre 2014

Le pari à 17.000 milliards de dollars

Depuis le début de cette crise, j'ai défendu l'intuition de la nécessité d'une inflation. Il fallait « monétiser » la crise par une dilution des dettes. Certains pays (États-Unis, Royaume-Uni et Japon) l'ont fait. La zone euro a fait un autre choix, celui de la monnaie désinflatée.

Aujourd'hui, la pensée dominante consiste à exprimer le postulat d'une déflation généralisée, qui est incidemment alimentée par la chute des prix du pétrole.

Pourtant, depuis le début de la crise, les diverses banques centrales ont dû imprimer 13.000 milliards de dollars pour un PIB mondial de l'ordre de 75 milliards. L'ordre de monnaie des banques centrales a donc atteint 20 % du PIB pour un état déflationniste. On admettra que ce n'est pas un succès.

Or les taux d'intérêt ne peuvent pas monter car cela mettrait la plupart des États en faillite. Les banques centrales devront donc continuer à imprimer de la monnaie pour combattre la déflation tant que les taux d'intérêt restent bas.

Mais quel est l'aboutissement de cette immense impression monétaire ?

L'inflation.

Ce sera peut-être cela, la surprise des prochaines années.

Cette intuition peut paraître surprenante.

Elle sera probablement démentie par les faits, mais, après tout, les prévisions des économistes pour l'année suivante s'assimilent souvent à de l'astrologie...

L'Écho, blog, décembre 2014

Europe : encore un mois perdu...

Encore un mois de déflation.

Encore un mois de stagnation économique et de croissance revue à la baisse.

Encore un mois de pusillanimité de la BCE qui voit son bilan se réduire et qui repousse le moment d'affronter la question d'une immense injection monétaire.

Encore un mois sans tracé politique clair en matière de politique industrielle européenne (qui est d'ailleurs le plus grand handicap de la zone euro), ni progrès en matière de fiscalité des entreprises.

Encore un mois de perte de crédibilité pour le combat contre le chômage des jeunes auquel la réponse européenne est un montant dont personne ne comprend à quoi il servira.

Encore un mois sans qu'un message politique d'adhésion soit formulé pour aborder, avec sagesse, volonté et discernement les enjeux ethniques, migratoires, politiques, sociaux et environnementaux.

Et puis, d'autres questions doivent être débattues : comment assurer l'homogénéité du progrès et de la prospérité avec des politiques de pays riches alors que le Sud de l'Europe s'enfonce dans la récession ?

Quelle est la perspective de l'Europe pour assurer l'harmonie sociale alors que chaque pays est livré à lui-même pour assurer ses défis de chômage et de pension ?

L'austérité budgétaire et la rigueur ne peuvent pas être les seules réponses à une crise dont le fondement se trouve dans le déficit d'innovation, la robotique, les sciences médicales, c'est-à-dire des disciplines dans lesquelles nous ne sommes plus à l'avant-garde.

En un mot comme en cent : quel est le plan stratégique de cette Europe dont le tracé devient imprécis ?

Les responsables de l'Europe doivent faire extrêmement attention : ils sont investis d'une responsabilité qu'une lente adhésion leur a accordée depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Ils ne pourront pas se camoufler derrière l'échafaudage d'une technocratie qui les protège.

L'Écho, blog, novembre 2014

BCE : le dernier test de crédibilité

Depuis quelques jours, les gyrophares de la BCE éblouissent les marchés financiers : la BCE pourrait considérer un rachat massif d'obligations souveraines. Prêteuse en dernier ressort des banques, voici que la BCE va devenir le comptoir d'escompte des États, dont elle va probablement racheter les dettes sur les marchés secondaires.

Quel est l'objectif apparent de cette démarche ? *A priori*, extraire la zone euro du constat de la déflation. Il s'agit donc d'inonder l'économie de liquidités dans l'espoir que cet afflux de signes monétaires suscite un regain d'inflation. Mais si la BCE s'engage dans cette voie, il est certain qu'elle fera, tout du moins à court terme, un coup dans l'eau. En effet, nous traversons une crise de la demande. En quoi la demande serait-elle influencée par un afflux monétaire alors que les taux d'intérêt sont au plus bas depuis plusieurs siècles et que les banques regorgent de liquidité ? Si la BCE avait voulu agir de manière décisive, elle aurait dû le faire en 2012. Il y a donc eu une erreur de politique monétaire, que les États-Unis, au travers de leurs assouplissements quantitatifs bien ciblés, n'ont pas commise.

L'objectif d'un éventuel assouplissement quantitatif de la BCE n'est donc pas du tout de fournir des liquidités à l'économie, mais de soulager le refinancement des dettes privées (qui sont à un niveau supérieur à celui de 2008 en proportion du PIB) et surtout des dettes publiques. Je suis convaincu que le réel objectif de la BCE est de compenser, par son refinancement, l'insoutenabilité des dettes publiques que l'épargne domestique n'arrive plus à financer dans les pays du Sud européen. La BCE est donc en train de repousser l'inévitable défaut ou rééchelonnement des dettes que certains pays vont subir. Au reste, la Grèce est peut-être sur le point de donner des indications quant à cet immense reprofilage des dettes publiques périphériques : on y parle d'une extension de maturité de l'ordre de cinquante à soixante ans en cas de victoire de la gauche.

C'est d'ailleurs ce qui explique la réticence allemande à refinancer des dettes publiques de pays faibles : l'Allemagne est probablement convaincue que des défauts seront constatés, ce qui mettra en péril la crédibilité de la BCE. La réaction d'Angela Merkel à une possible victoire

de la gauche grecque est révélatrice : si la Grèce ne se soumet pas à la rigueur et à l'austérité allemande, elle devra quitter la zone euro.

Le véritable drame, c'est donc que la BCE va désormais s'essayer à sauver une zone monétaire que les contraintes d'austérité et d'ascétisme budgétaire ont presque plongé en récession, par le choix des dirigeants européens qui ont imposé une contraction des finances publiques.

Il faudra attendre quelques années pour que les acteurs politiques se soient dilués dans l'histoire avant d'arriver au constat implacable qu'ils portent une responsabilité écrasante : cette crise de la zone euro a été très mal gérée des points de vue monétaire et budgétaire. Et c'est très grave, parce que l'euro est une monnaie qui n'est pas adossée à une souveraineté politique. Or les crises monétaires correspondent à des pertes de confiance en la monnaie, que ce soit en période d'inflation ou de déflation.

L'Écho, blog, janvier 2015

Euro : les masques tombent

Le gouvernement allemand vient, de manière isolée, d'affirmer que si la Grèce renégociait son plan d'austérité et renonçait à honorer ses engagements en matière de dette publique, une sortie de la zone euro était inévitable.

Singulièrement, cette affirmation n'émane ni de la Commission, ni de l'Euro groupe et encore moins de la BCE, mais du principal membre du Conseil européen.

Nous y voilà enfin : l'euro était plus qu'une monnaie. C'était un choix étatico-politique. La monnaie n'était commune et unique qu'à condition qu'elle soit alignée sur les pays les plus puissants de la zone.

Il y a un choc frontal entre la volonté démocratique présumée d'un pays et l'expression monétaire, ce qui révèle sa singularité puisque le peuple grec aura le choix exclusif entre sa souveraineté monétaire ou sa souveraineté démocratique. Mais pourquoi, alors, ne pas avoir assuré de souveraineté fédérale à cette devise ?

Tout ceci confirme donc le choix d'une monnaie forte et d'un alignement sur les normes d'austérité budgétaire allemandes.

Où cela nous mènera-t-il ?

À vrai dire, je n'en sais rien, mais je garde la conviction qu'une monnaie ne discipline pas les forces sociales.

L'Écho, blog, janvier 2015

Et si la BCE avait échoué ?

Et si nos autorités monétaires étaient empêtrées dans une situation inextricable, qui explique – et je pèse mes mots – la défiance que le monde financier commence à exprimer par rapport à l'euro et à la capacité de la zone euro à susciter une croissance satisfaisante ?

Car, ne soyons pas naïfs : une monnaie qui chute de près de 20 % en quelques mois sans qu'aucune action d'envergure n'ait été mise en œuvre par sa banque centrale, c'est opportun pour la capacité exportatrice, mais c'est rare. C'est surtout le signe d'un contexte récessionnaire et déflationniste.

Bien sûr, on argumentera que les marchés anticipent un assouplissement quantitatif qui permettra peut-être de réinsuffler un peu d'inflation à la zone euro.

Mais, au fond de nous, nous le savons : la BCE a échoué.

Beaucoup a été dit.

Peu a été fait, et trop tard.

Les responsables de la BCE ont martelé la nécessité d'assurer la crédibilité de leur institution. Mais une crédibilité par rapport à quoi ? Au mandat ? À la gestion du contexte économique ? À leur capacité de prospective, qui s'est incidemment avérée déficiente ?

À nouveau, lorsqu'on parle d'un assouplissement quantitatif, on cite un chiffre de 500 milliards d'euros alors que, pour revenir au niveau bilantaire qu'elle avait assuré atteindre, la BCE devrait le faire pour 1.000 milliards d'euros.

On imagine ses dirigeants, virevoltants de réunions en communiqués de presses et compromis. Ils ont dû prendre des décisions dans des contextes extrêmement compliqués.

Mais où sommes-nous ? Où nous ont-ils amenés ?

La BCE devait jouer un rôle incitatif dans cette crise. Elle devait apporter la liquidité quand cela était nécessaire. Elle est aujourd'hui amenée, contre son gré, à faire ce qu'elle n'a jamais pensé devoir effectuer, à savoir un refinancement des États. C'est donc la solvabilité des États et non la liquidité que la BCE apportera.

Si les dirigeants européens avaient fait preuve de clairvoyance et d'intuition élémentaire, ils auraient compris qu'il fallait inflater et non désinflater nos économies et éviter de mettre en œuvre une rigueur budgétaire au pire moment.

Chaque jour qui passe me persuade donc que les autorités monétaires et politiques ont raté une chance unique.

Et peut-être que la triste leçon de l'histoire réside dans cet échec, dont j'ai souvent partagé l'intuition sur mon blog : l'Europe pouvait mettre en commun ce qui était nécessaire pour ancrer la paix, mais pas la symbolique ultime de la confiance régaliennne, à savoir la monnaie.

Car jamais on n'a vu de monnaie qui ne corresponde à une souveraineté territoriale et à l'expression conjuguée de la dette et de l'impôt.

L'Écho, blog, janvier 2015

Enfin la planche à billets

La BCE devrait annoncer demain un assouplissement quantitatif, c'est-à-dire une injection de liquidités dans l'économie.

Apparemment, il s'agirait d'un montant de 1.000 milliards d'euros sur deux ans.

Cette démarche, certes tardive, est heureuse.

Quelles sont les leçons qu'on peut en tirer à ce stade ?

1. Nous entrons bien en déflation, contrairement à ce que certains économistes obstinés, mais très isolés, défendent. On ne verrait d'ailleurs pas l'intérêt d'un assouplissement quantitatif, comparable à ce que les États-Unis ont opéré, sans être confronté au constat déflationniste.

2. Cette injection de liquidités pourrait effectivement contrarier la déflation, mais n'éliminera pas des mois, voire des trimestres d'inflation insuffisante. Les injections monétaires suscitent des tendances lourdes, mais lentes, dans les économies. Leur prolongation dans l'économie productive peut prendre plusieurs années.

3. En rachetant des dettes publiques, la BCE facilite le refinancement des États, dont l'insoutenabilité de l'endettement devient évidente pour certaines économies faibles. La BCE s'extrait de la logique allemande qui requiert de financer l'endettement public par l'épargne.

L'Écho, blog, janvier 2015

Mais non, Monsieur Draghi : cela ne marche pas...

Mario Draghi vient de l'annoncer : « ça marche ! ». Mais qu'est-ce qui marche ? Il s'agit de l'immense assouplissement quantitatif qui, après trois jours de mise en œuvre, semble déjà porter ses fruits. Cet assouplissement quantitatif conduit la BCE à acquérir des obligations (essentiellement) d'État afin d'injecter des liquidités dans le système bancaire et d'espérer ressusciter une inflation salubre qui extraierait la zone euro de la déflation.

Mais... si cela marche, pourquoi ne pas l'avoir fait plus tôt ?

Et puis, qui croire ? Le Mario Draghi qui dit, après trois jours, que tout marche pour combattre la déflation ou celui-là même qui disait, en février 2014, qu'il n'y avait pas de déflation en zone euro ? Ou son prédécesseur, Jean-Claude Trichet, qui, en 2011, errait dans des visions ectoplasmiques d'inflation qui le conduisirent à augmenter les taux d'intérêt en pleine crise grecque (cela ne s'invente pas).

Car où sommes-nous? Dans un monde où les affirmations de Mario Draghi se vérifient ou dans un monde où la parole crée une réalité éphémère?

Ce qu'il me semble, c'est que les autorités monétaires ont perdu le sens du réel. Je l'écris paisiblement : quand les taux d'intérêt à court terme deviennent négatifs, que les taux à long terme sont au plus bas depuis plusieurs siècles, que les dettes publiques atteignent des sommets inconnus dans l'histoire économique, que l'inflation est négative et que la croissance est introuvable : cela ne marche pas. Pas du tout.

L'Écho, blog, mars 2015

L'échec prévisible de la BCE

Comme annoncé au mois de janvier, la BCE va lancer son plan de rachat d'actifs afin de tenter de réinsuffler de l'inflation et de la croissance à la zone euro. Pour la BCE, il s'agira de racheter des actifs publics et privés afin d'injecter des liquidités dans les circuits monétaires.

Ce sera évidemment peine perdue : le système financier regorge de liquidités. La monnaie est tellement disponible que son prix – le taux d'intérêt – est à des planchers séculaires. De plus, que feraient les banques et les compagnies d'assurances de cette monnaie créée alors qu'elles peinent déjà à trouver des affectations rentables pour leurs passifs dans un contexte de taux d'intérêt négatifs ?

Ce n'est pas par la politique monétaire que l'Europe se sauvera, mais par la combinaison d'une politique de déficit public assumée concomitamment à un assouplissement monétaire. C'est le conseil des économistes anglo-saxons. Ils ont raison : il ne reste plus que les hommes politiques de la précédente Commission, emprisonnés dans leurs contradictions, pour continuer à plaider en faveur de l'ascétisme qui nous a conduits à la déflation.

L'Écho, blog, février 2015

Monnaie et taux d'intérêt

Janvier 1999 - janvier 2015 : le premier euro a vécu

Face à une déflation qu'elle a contribué à susciter, la BCE va probablement annoncer cette semaine une action d'envergure. Il s'agira d'un probable rachat massif d'obligations souveraines dont la contrepartie sera une création monétaire.

De quelle amplitude sera cette opération? 500 milliards d'euros? S'agira-t-il d'un engagement de rachat jusqu'au jour où l'inflation atteindra à nouveau 2%? Personne ne le sait et cela n'a d'ailleurs aucune importance. La BCE a toujours déçu par sa pusillanimité et son manque d'anticipation, dont la déflation, pourtant niée par Mario Draghi il y a quatre mois, est la parfaite illustration.

De surcroît, il ne faut pas se leurrer : ces rachats d'obligations ne répondent plus du tout à un apport de liquidités. Quel serait d'ailleurs son utilité lorsque les taux d'intérêt sont au plus bas depuis plusieurs siècles?

Non : le but de cette opération est de refinancer des États dont la dette devient insoutenable pour l'épargne domestique.

La BCE va donc soutenir la solvabilité des États.

C'est exactement ce que les Allemands ne voulaient pas. En effet, leur pays considère que la dette souveraine doit être financée par l'épargne domestique et non pas par la création monétaire.

D'ailleurs, une décision d'une portée sidérante vient d'être annoncée : l'Allemagne ne se considère plus solidaire des autres États si les dettes refinancées par les banques centrales des autres pays de la zone euro doivent faire constater un défaut. En d'autres termes, chaque pays sera responsable de sa propre dette souveraine, sans plus aucune solidarité monétaire.

Cette évolution n'est pas une surprise : depuis quelques années, la BCE avait contribué à une re-domestication des dettes souveraines, c'est-à-dire à une migration des dettes d'un État vers leur pays d'émission

(la dette souveraine de l'Espagne étant majoritairement financée par des banques espagnoles, à l'instar de ce que font le Portugal et l'Italie). Cette re-domestication des dettes souveraines reflète la préoccupation de diminuer le risque systémique de la zone euro. Mais comme le risque ne disparaît pas et n'est jamais que déplacé, il est désormais concentré sur certains pays fragiles caractérisés par une faible épargne intérieure.

Cette re-domestication des dettes souveraines, combinée au retrait de l'Allemagne d'une solidarité monétaire, consomme la fin de l'euro, tel qu'il fut imaginé en 1999. Ceci montre bien que la BCE n'est pas indépendante et que sa gestion est subordonnée à des tensions politiques contradictoires.

Ne nous en étonnons pas : l'euro est une monnaie artificielle qui ne possède pas d'ancrage homogène suffisant. Et puis, comme la décision suisse vient de l'illustrer, un cours de change – ou une monnaie – artificiel ne résiste jamais à la réalité des forces de marché. Le système monétaire avait été confronté à sa quasi-finitude en juillet 1993. La décision allemande de janvier 2015 signe désormais la fin d'un certain euro.

La monnaie était postulée unique.

Elle n'est plus commune.

Mais l'a-t-elle jamais été ?

L'Écho, blog, janvier 2015

L'euro est le plus grave problème de l'économie mondiale

Cette année, l'Europe fêtera le quinzième anniversaire de la zone euro. La cérémonie sera courte et frugale, car les lendemains qui allaient chanter ont déchanté. La zone euro n'est pas allée au bout de sa propre exigence, c'est-à-dire une union fiscale et budgétaire, n'a pas mutualisé ses dettes publiques et a imposé à contretemps des mesures d'austérité aux pays du Sud, où le taux de chômage des jeunes dépasse allègrement les 40 %.

Les pays de la zone euro ont aussi signé un Pacte de stabilité qui est un Pacte de déflation, que le Président du Conseil italien qualifie de « Pacte de stupidité ». Le faible niveau de croissance interdit tout retour rapide à l'équilibre budgétaire et encore plus un désendettement public, impossible à réaliser.

Mais la question n'est pas là... que va-t-il se passer ?

À court terme, il faudra attendre que l'Allemagne effectue – de manière socratique – son propre aveu de tendance déflationniste avant d'autoriser une flexibilité des règles budgétaires, à laquelle même le Président de la BCE appelle.

Il faudrait aussi que les États puissent tirer profit des taux d'intérêt bas pour financer de grands travaux dans l'économie digitale, et que ces emprunts soient financés par la BCE qui créerait alors de la monnaie, elle-même destinée à perdre de sa valeur sous une inflation espérée.

À moyen terme, il y aura des rééchelonnements inévitables de dettes publiques pour libérer la jeunesse de la prospérité qu'on lui a empruntée.

Mais il est possible que des troubles sociaux s'embrasent, encore que le vieillissement de la population conduise plutôt – et c'est pire – à l'asthénie et à la résignation.

Dans tous les cas de figure, il est inévitable que l'anti-européanisme gagne en importance et que des peuples veuillent se libérer du carcan monétaire. Faut-il le souhaiter ? Je ne sais pas. La monnaie et la dette publique relèvent du symbolique. Ce sont des postulats qui ne résistent pas aux rapports de force sociaux et aux réalités de l'économie réelle.

En même temps, il est essentiel d'assurer l'harmonie entre les peuples et d'intégrer les économies, car le poison de la dissension est prompt à être distillé.

Et c'est cela, sans doute, le problème de la zone euro : un attentisme dont nous ne sortirons qu'à notre détriment. Car il est évident que les problèmes de l'euro ne constituent que le voile d'une transformation sociale beaucoup plus importante : c'est une tension entre les peuples qu'il faut éviter. Il faut aussi, à côté d'un assouplissement budgétaire et monétaire, de véritables politiques industrielles, car, là aussi, le résultat est médiocre. Tant la libéralisation de la production énergétique que le déploiement des télécommunications ont été des échecs.

The Economist titre cette semaine sur le fait que la zone euro est le plus gros problème économique du monde et que les dirigeants européens n'ont plus le temps. Leur attentisme serait un acte irresponsable à l'aune de l'histoire, au même titre que l'inconséquence des créateurs de l'euro apparaît aujourd'hui avec désarroi.

L'Écho, blog, octobre 2014

Le piège de l'euro

Hans-Werner Sinn, un des économistes les plus influents d'Allemagne, vient de signer un ouvrage intitulé *Le piège de l'euro*. Le texte (en anglais) est fouillé et scientifique, même si les conclusions s'assimilent plutôt à des postulats inspirés de la position de la Bundesbank que d'une arborescence de solutions.

Ceci étant, ses conclusions, même partiales, sont instructives car elles reflètent la position de l'Allemagne.

De manière résumée, Sinn écarte une mutualisation des obligations d'État, source – selon lui – d'indiscipline budgétaire. Il s'agit, selon l'économiste allemand, de renforcer la discipline budgétaire. Il admet cependant que cette dernière est impossible à atteindre pour des pays faibles qui devront subir des rééchelonnements de dettes et/ou sortir, peut-être temporairement, de l'euro. Sinn explique d'ailleurs sommairement les modalités de retour à des devises nationales. Trois pays sont visés : l'Espagne, le Portugal et la Grèce.

Ces conclusions sont très éloignées des affirmations de Mario Draghi, qui est lui-même écartelé entre la nécessité de ré-inflater les économies de la zone euro et la rigueur monétaire allemande.

Cet écartèlement valide le titre de l'ouvrage de Sinn : l'euro est devenu un piège.

L'Écho, blog, novembre 2014

L'Allemagne retire son rating AAA à l'euro

Cette semaine, la BCE annoncera probablement un assouplissement quantitatif qui sera une réplique de ce que les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni ont compris depuis des années.

Il s'agira de procéder à des rachats massifs d'obligations souveraines qui seront transformées en monnaie nouvellement créée afin de les liquéfier dans l'espoir ultime de susciter un peu d'inflation.

Mais il y a une subtilité : chaque banque centrale achètera des obligations émises par son propre État, sans plus aucune solidarité entre les États-membres de la zone euro. Cette exigence allemande est le lointain écho au refus d'émettre des euro-obligations.

L'Allemagne retire progressivement le bénéfice de son rating AAA aux pays qui ne le méritent pas selon les exigences budgétaires allemandes.

Progressivement, on en revient à la situation d'avant 1999, année de création de l'euro.

Et l'Allemagne quitte l'euro sur la pointe des pieds. Cette monnaie lui a été imposée comme prix de sa réunification. Ce pays dut abandonner sa souveraineté monétaire contre une souveraineté territoriale.

Le dernier chapitre de l'euro n'est pas encore écrit.

L'Écho, blog, janvier 2015

Et si l'Allemagne quittait insidieusement la zone euro ?

L'information est passée inaperçue. Il y a quelques mois, le Ministre des Finances allemand a annoncé que son pays ne lèverait pas de dette en 2015. Ce serait une première depuis 1969. La dette allemande est donc devenue plus rare et est, en termes relatifs, plus difficile à obtenir au titre de garantie bancaire. En conséquence, les taux allemands sont très bas, reflétant la pénurie de leur support. Les autres pays européens, dont la France et l'Italie, prennent résolument une voie opposée, dépassant les

critères du Pacte de stabilité et de croissance et augmentant leur endettement public.

Au reste, la décision de l'Allemagne de ne pas augmenter sa dette publique est une sèche fin de non-recevoir aux demandes réitérées des instances internationales, dont la BCE, de mettre en œuvre une politique keynésienne de travaux d'infrastructure financés par l'endettement public, à l'image du Pont du Rhin de Leverkusen, fissuré de toutes parts, et fermé pendant plusieurs mois faute d'investissement. Comment la zone euro peut-elle s'extraire d'une tendance récessionnaire et déflationniste si les principaux pays expriment un tel antagonisme de visions économiques ? Comment obtenir un accord allemand pour une stimulation budgétaire alors que la principale puissance économique européenne s'y oppose ? Et comment espérer que la BCE puisse vraiment déployer tout son arsenal monétaire dans un contexte de désunion ?

Pourquoi cette rigidité monétaire allemande ?

Les explications sont nombreuses, mais mon intuition me ramène au caractère luthérien de l'essence allemande et à la trame de l'Être Suprême hégélien. L'État dépasse l'individu et la monnaie est un symbole fondateur. L'Allemagne est d'ailleurs un pays dont la monnaie fut un facteur de désunion (hyperinflation de 1923) ou d'union (réunification de 1989). La monnaie a désormais une telle valeur que l'Allemagne réévalue le Deutsche Mark au détriment de son potentiel d'exportation, tout en surmontant cette réévaluation par une productivité industrielle et un ascétisme monétaire rigoureux. En Allemagne, la force de la monnaie doit être surmontée par la discipline du peuple.

C'est pour cela que l'euro a juxtaposé temporairement des mentalités monétaires non miscibles.

Peut-être que l'Allemagne considère qu'elle a assez payé pour sa réunification territoriale au prix duquel elle a perdu sa souveraineté monétaire. L'Allemagne quitterait alors la zone euro avec ses principaux partenaires économiques, dont la Belgique, mais probablement sans la France et l'Italie.

Scénario improbable ? Ce n'est pas si sûr.

L'Écho, blog, octobre 2014

Désintégrer l'euro ? Oui, mais...

De nombreuses voix s'élèvent pour revenir aux devises nationales et désintégrer l'euro. Ce débat exigerait une gigantesque étude, mais, à mon intuition, ce ne serait pas une bonne idée. Ce serait même une idée exécrationnelle.

En effet, une telle opération, si tant est qu'elle soit envisageable, supposerait un contrôle des capitaux et des mouvements des hommes très stricts. Il s'agirait donc d'un renoncement temporaire à la mobilité des facteurs de production et de la démocratie. Il en résulterait des troubles sociaux inconnus car l'équivalent général à l'économie, c'est-à-dire la monnaie qui structure les rapports sociaux, perdrait son attribut de confiance.

Les pays du Nord de l'Europe seraient immédiatement frappés par une réévaluation déflationniste de leur nouvelle devise tandis que les pays du Sud subiraient une terrifiante dévaluation inflationniste.

Le secteur bancaire serait désintégré et les pays faibles devraient faire un immédiat aveu de banqueroute publique (ce qui serait d'ailleurs une des justifications de sortie de l'euro).

L'aboutissement de cette aberration économique de la monnaie unique ne se situe pas dans un retour brutal aux devises nationales, mais plutôt dans un rééchelonnement probable et insidieux des dettes publiques.

L'Écho, blog, novembre 2014

L'euro : du héros à un zéro ?

Au risque d'entretenir un propos qui s'assimile à de l'obstination, chaque jour me conforte dans l'idée que l'euro souffre de vices de conception irrémédiables.

Le défaut originel de l'euro est d'avoir découlé d'une décision politique plutôt que d'une adhésion monétaire naturelle auxquelles des économies convergentes souhaitaient s'associer. Projet utopiste, l'euro fut le

prix payé par l'Allemagne pour sa réunification. Sa souveraineté monétaire fut donc troquée contre sa souveraineté territoriale sous l'impulsion des anciennes puissances alliées qui craignaient une gravitation économique allemande trop puissante.

Cette décision politique fut cristallisée dans le Traité de Maastricht qui s'essaya à des normes d'économies convergentes sans mettre en place d'union politique, fiscale et budgétaire et encore moins une politique industrielle, qui a incidemment échoué dans tous les domaines, des télécommunications à l'énergie.

Le choc de 2008 révéla l'ampleur du désastre des erreurs de fabrication de l'euro qui devint rapidement une monnaie unique plutôt que commune. Les tensions nationales prirent immédiatement le pas sur une réponse harmonisée à la crise souveraine tandis que la BCE s'enferra dans une succession d'erreurs impardonnables. Il y eut la période de la présidence de Jean-Claude Trichet qui était frappé par la hantise d'une inflation ectoplasmique tandis que Mario Draghi perdit deux ans avant de réaliser la pente de la déflation dans laquelle toute l'économie européenne glissait.

Aujourd'hui, la BCE a décidé de refinancer l'économie européenne par un assouplissement quantitatif. C'est une démarche intelligente, « hygiéniquement » indispensable, mais tardive. Son échec sera peut-être la conséquence du délai avec lequel elle a été mise en œuvre. L'économie européenne est affectée de taux d'intérêt proches de zéro sur des durées très longues : la BCE achètera donc des actifs au plus haut prix à des vendeurs qui n'auront pas d'affectation immédiate pour les sommes reçues de la BCE. Il en résultera une baisse de taux d'intérêt prolongée avant d'espérer l'inflation que, dès le début de la crise, la BCE aurait dû accueillir comme une solution organique à l'excès d'endettement public. Ce dernier est incidemment un problème consubstantiel à la gestion monétaire : les dettes publiques et la monnaie sont deux expressions régaliennes.

Mais projetons-nous dans deux ans et imaginons l'hypothèse pessimiste que l'économie soit restée dans une stagnation et un contexte déflationniste, malgré l'action de la BCE.

Que va-t-il se passer ?

La réponse est diffuse mais il est probable que la BCE continue son programme de rachat d'actifs dont elle a d'ailleurs dit qu'il resterait d'application jusqu'à ce que l'inflation revienne à un niveau proche de 2 %. À ce moment, l'Allemagne s'y opposera définitivement et envisagera probablement son extraction de la zone euro. Concomitamment, l'explosion des dettes publiques, plombées par le coût asymptotique des pensions, conduira des États à d'inéluctables rééchelonnements de dettes. Dans l'hypothèse d'une rupture de l'euro, il en résulterait une poussée inflationniste pour les pays qui seraient dissociés de l'Allemagne. Cette inflation pourrait faciliter la stabilisation des dettes publiques.

Dans tous les cas de figure, l'euro n'y survivait pas sous sa forme actuelle. Sans s'engager dans une futurologie hasardeuse mais en s'essayant à un sommaire exercice d'intuition, on comprend d'ailleurs aisément que l'euro est intrinsèquement inadapté à des économies asynchrones et indépendantes les unes des autres. Et il faut admettre qu'un départ allemand, auquel les pays du BENELUX s'associeraient certainement, est un scénario plausible en cas d'échec de la politique monétaire de la BCE.

Il reste donc à espérer que la dernière cartouche de la BCE soit d'un calibre suffisant pour réanimer une économie que sa propre politique monétaire et une rigueur budgétaire aveugle ont contribué à accabler. Les américains appellent cela une *silver bullet*, c'est-à-dire une solution parfaite qui atteint la cible du problème.

Et surtout, il faut en être convaincu : il n'y aura plus d'euro sans plus d'Europe.

L'Écho, blog, janvier 2015

L'euro : comme un domino qui commence à tomber ?

Nous traversons un moment crucial. Sauf à craindre que la volonté démocratique du peuple grec ne soit pas respectée avec la hantise d'un Georgios Papadhópoulos de 1967, la Grèce vient de signifier à l'Europe une fin de non-recevoir à la poursuite d'un programme d'austérité contraire à tout discernement socio-politique.

Il ne faut jamais l'oublier : une devise est une représentation symbolique qui n'existe que par l'adhésion d'un nombre suffisant d'adeptes. Une monnaie ne discipline pas une économie : elle la reflète.

Il y avait l'espoir que l'ordre politique s'aligne sur la voie de l'adhésion, mais aujourd'hui, les élections grecques illustrent que l'économie « réelle » s'oppose au maintien artificiel d'une symbolique monétaire qui a échoué à ancrer son postulat dans une réalité socio-politique dans les pays du Sud européen.

Après des mois de dénégation de récession et de déflation, le barrage des dénis des vices de conception de l'euro est fissuré.

Car, si la Grèce n'est qu'un épiphénomène politique, c'est la substance de la gouvernance européenne qui est interpellée : comment continuer à postuler la pérennité d'un symbole qui ne constitue plus un projet de prospérité collective et partagée ?

Et ne nous y trompons pas : la chute de l'euro par rapport aux autres devises et à l'or reflète un scepticisme sur la consistance d'un symbole.

Il serait temps que les concepteurs et signataires de l'euro encore vivants expriment un avis circonstancié.

L'Écho, blog, janvier 2015

Freud, violence sociale et monnaie

C'est Freud, rejoint par Keynes, qui avait avancé l'idée que la monnaie contenait l'ordre social et la violence socio-économique. Au lieu de se confronter pour l'acquisition de biens physiques, l'homme concentre sa prédation sur un artefact, celui de l'acquisition de symboles monétaires, c'est-à-dire sur la représentation de la valeur d'un bien (la monnaie) plutôt que sur le bien lui-même. On se bat donc pour la représentation de la valeur plutôt que pour la valeur elle-même. À titre d'exemple, la monnaie n'a pas été créée pour étendre le champ temporel et géographique du troc, mais pour permettre de libérer l'homme de l'esclavage et du servage : au lieu d'abandonner sa liberté en paiement de dette, on la paie au moyen d'une somme de monnaie.

Extraordinaire sagesse populaire qui, comme pour les religions, transcende la précarité, voire même l'inanité, de la divinité et de la propriété sur sa propre représentation symbolique. Faute d'appréhender la divinité et la monnaie, qui sont des phénomènes insaisissables et instables, on se concentre sur leur simple dessin.

En ce qui concerne la monnaie, l'État s'en est toujours arrogé le monopole d'impression. Le privilège de battre monnaie est d'ailleurs considéré comme régalien, en ce qu'il est consubstantiel à l'État lui-même. C'est intuitif : l'État devient, par son émission monétaire, la caution d'une certaine paix sociale : en imprimant des billets, l'expression de la valeur des biens et des services devient plus accessible. En émettant des signes monétaires, l'État apaise la violence sociale. Plus la violence des hommes ressurgit, plus l'État émet de signes monétaires¹.

C'est pour cette raison que la politique monétaire restrictive de la BCE (qui représente aujourd'hui « l'État monétaire »), qui conduit à restreindre l'offre de monnaie, est une orientation socialement hasardeuse puisqu'elle restreint l'accession à la représentation de la valeur. Une politique monétaire restrictive, donc récessionnaire et déflationniste, risque de perturber l'ordre socio-politique, d'autant que la déflation accroît les inégalités patrimoniales. En d'autres termes, en restreignant l'émission de signes monétaires, la BCE risque d'alimenter la violence sociale. La BCE incite d'ailleurs à l'épargne en refusant de lâcher les freins monétaires. Au contraire, c'est par la dilution de la création monétaire qu'il aurait fallu libérer les hommes des dettes du passé. S'y opposer porte en soi les germes d'un bouleversement social.

Cela me ramène inlassablement à l'idée que les concepteurs de l'euro ont commis une erreur d'appréciation, à savoir celle de ne pas respecter les expressions symboliques différentes de la monnaie, telles qu'issues de l'histoire profonde des peuples. La meilleure illustration de cette intuition est que la zone euro s'est rapidement fracturée entre une zone du Nord et des pays périphériques au sein desquels le poids des dettes publiques, combiné à la déflation, risque de devenir socialement et politiquement insupportable.

L'Écho, blog, décembre 2014

1 Voy. G. DE DOSTALER et B. MARIS, *Capitalisme et Pulsion de Mort*, Paris, Albin Michel, 2009, p. 97.

Une impitoyable guerre des monnaies

Le suivi du tracé médiatique de la BCE est véritablement palpitant. Lorsqu'on juxtapose les communiqués de presse successifs de cette institution, on réalise combien le mandat de la BCE s'est modifié. Elle est lointaine, l'époque où la BCE s'arc-boutait, avec une rigidité allemande implacable, à un mandat de combat contre l'inflation. Cette posture a fait glisser la zone euro en déflation... à la grande inquiétude des Allemands eux-mêmes.

Aujourd'hui, la BCE ne reconnaît pas explicitement les risques de déflation mais admet une réalité qui est un poison mortel pour notre continent et est une cause de déflation : l'euro est trop fort. C'est désormais le cours de change de l'euro qui est évoqué pour s'extraire de la lutte contre l'inflation. La BCE va donc tenter de ré-inflater l'économie en passant par l'argument du cours de change. On l'admettra : la litote est pudique.

Depuis trois ans, les différentes plaques tectoniques monétaires sont engagées dans une silencieuse guerre des monnaies dont le gagnant est celui qui dévalue avant tous les autres ou, à tout le moins, affaiblit assez sa devise pour soutenir sa capacité d'exportation.

Car, derrière les écumes de l'actualité, il y a une réalité séculaire : les excès de dettes publiques sont toujours, au mieux, purgés par l'inflation, c'est-à-dire le dévoiement de la monnaie.

Dans cette guerre, le Japon est indéniablement gagnant, suivi par les États-Unis, qui ont toujours instrumentalisé la valeur de la monnaie de réserve mondiale. La zone euro est, quant à elle, le grand perdant avec un euro qui s'est apprécié. La BCE paie, et paiera très longtemps, sa pusillanimité, son manque de vision. Je crois d'ailleurs qu'on jugera sévèrement ses dirigeants, comme les acteurs d'une pièce dont ils ont refusé d'endosser les rôles.

Cela va même plus loin : la BCE admet aujourd'hui qu'un euro trop fort est un « puissant facteur déflationniste », sans mettre en rapport le fait que la force de l'euro n'est pas une fatalité, mais découle de la politique même de la BCE, dont le bilan s'est contracté depuis trois ans (c'est-à-dire qu'il a réduit la masse monétaire), au contraire de toutes les autres banques centrales.

Les rotatives à billets vont inéluctablement commencer à devenir rouge vif. L'insidieuse inflation commencera à ruiner la rente.

L'Écho, blog, novembre 2014

L'effarement des dirigeants de la BCE

Au-delà des dénégations des autorités politiques et monétaires, il est désormais évident que nous entrons en déflation. Tous les jugements sentencieux des économistes qui s'accommodent de l'humeur du moment sont balayés : il fallait absolument inflater nos économies plutôt que de les plonger dans des programmes d'austérité et une discipline de monnaie forte.

Dans les années 1930, Keynes exhorta les pays en déflation à ne pas aggraver cette dernière par des politiques de rigueur. Il ne fut pas écouté alors que toutes les politiques déflationnistes échouèrent (Laval en France, Hoover aux États-Unis, Brüning en Allemagne, etc.) jusqu'à devenir des ferments de violence militaire. Ce ne furent qu'erreurs sur erreurs. Les mêmes erreurs que celle que commit Churchill en reliant la livre sterling à l'or dans des conditions insupportables en 1925, que celles des programmes d'austérité qui suivirent la crise de 1929, que la fondation du bloc-or, similaire à l'euro, en 1933, etc.

Je le crois de plus en plus : l'euro ne survivra pas à une déflation. Le visage effaré des responsables de la BCE, vieilli de dix ans en trois mois, est très révélateur. Les sourires ne cachent plus les sillons des rides.

Le mois de décembre sera décisif pour ces hommes dont la pusillanimité devient la trame comportementale. Ou bien ils convainquent qu'un immense assouplissement quantitatif, destiné à refinancer les dettes publiques, est indispensable, ou bien ils nous préparent à la fin de l'euro.

Les dirigeants de la BCE le savaient. Un monde s'écroule. Ce monde, c'est celui d'une monnaie artificielle. Celui des postulats monétaires qui s'inscrivent dans une réalité imaginée.

Un autre renaîtra.

L'Écho, blog, novembre 2014

La guerre des monnaies est déclarée

La monnaie est l'arme ultime dont disposent les gouvernements. C'est en effet un « équivalent général », c'est-à-dire l'étalon de mesure qui permet de mesurer l'échange entre tout bien ou service.

La valeur de la monnaie pourrait s'établir spontanément. C'est le cas au sein d'une économie domestique, mais pas par rapport à d'autres pays, donc d'autres monnaies.

Depuis la crise de 2008, les dettes privées migrèrent progressivement vers les États dont les dettes publiques augmentèrent dans des proportions stupéfiantes.

Une dette publique est une hypothèque sur la croissance future.

Or, cette croissance a disparu.

Il reste donc deux manières de diluer une dette publique : le défaut et/ou l'inflation.

Mais l'inflation ne se décrète pas : elle découle d'un dévoiement de la monnaie, c'est-à-dire d'une création monétaire *ex-nihilo*. Il s'agit donc de faire tourner la planche à billets.

Cela s'effectue toujours de la manière suivante : un État imprime une dette publique et l'escompte (directement ou pas) auprès de la banque centrale qui émet en contrepartie des billets frais. La dette publique est donc financée par le fait que chaque unité de monnaie vaut moins, ce qui correspond... à l'inflation.

Partout, les rotatives à billets tournent.

Succombant sous les dettes publiques (et privées), les pays diluent ces dernières sous un flot de monnaie.

Le phénomène n'est pas nouveau : il est régulièrement constaté à des échelles nationales.

Aujourd'hui, c'est plus sérieux : c'est à l'échelle mondiale, comme dans les années 1930 et 1970.

Une tempête monétaire s'annonce peut-être.

Mais l'économie retrouve toujours des bases stabilisées.

Après que des fortunes se sont faites et défaites...

L'Écho, blog, février 2015

Un avertissement sur le dollar

Le secrétaire d'État américain au Trésor, Jack Lew, vient de donner un sérieux avertissement à l'Europe en termes de gestion de cours de change. Il n'aura échappé à personne que l'euro s'est fortement déprécié par rapport au dollar, reflétant le contexte déflationniste et récessionnaire ainsi que les mesures d'assouplissement quantitatif qui seront mises en chantier dès le mois de mars.

L'affaiblissement de l'euro trouve sa contrepartie exacte dans un renchérissement du dollar. Or ce dernier pénalise les exportations américaines.

Le secrétaire d'État américain demande donc que la relance européenne soit aussi alimentée par un assouplissement budgétaire, ce qui revient à accepter de relâcher les contraintes imposées en matière de déficit budgétaire et d'endettement public imposées par le mal nommé Pacte de stabilité et de croissance.

Les Américains demandent donc de trouver un relais de croissance dans la consommation intérieure plutôt qu'au travers d'exportations gonflées par un euro faible.

Ce message porte en lui l'avertissement que le renforcement du dollar par rapport à l'euro est peut-être arrivé à son terme.

L'Écho, blog, février 2015

La pompe bancaire refoule

Contrairement à une opinion largement répandue, ce ne sont pas les banques centrales qui créent la monnaie, mais bien les banques commerciales. Bien sûr, la monnaie n'est pas un phénomène spontané et il faut l'amorce des banques centrales. Ces dernières fournissent une indication en matière de taux d'intérêt et permettent aux banques commerciales de se refinancer auprès d'elles, raison pour laquelle elles sont qualifiées de « prêteurs en dernier ressort ».

Les banques centrales créent donc de la monnaie, mais uniquement à titre supplétif. D'ailleurs, la création monétaire de ces banques est infime par rapport à celle des banques commerciales.

La création monétaire des banques commerciales fonctionne grâce à ce que les économistes qualifient de « multiplicateur des crédits » ou de ce que les Anglais désignent par l'adage *loans make deposits*. L'octroi d'un prêt exige de récolter un dépôt. Ce même prêt suscitera d'autres dépôts qui entraîneront de nouveaux octrois de prêts, etc. En d'autres termes, les banques privées créent la monnaie qui s'assimile à un flux. Leur rôle consiste d'ailleurs, de manière contre-intuitive, à accélérer la déthésaurisation de la monnaie qui leur est confiée. La monnaie est fonction de la variation de la thésaurisation/déthésaurisation des banques privées, mais elle est créée par l'accélération de la vitesse du flux. En d'autres termes, les banques commerciales sont des entreprises qui fabriquent elles-mêmes leur matière première.

Cette multiplication des opérations de crédit crée un flux monétaire instantané dont la vitesse peut augmenter ou ralentir en fonction de différentes exigences réglementaires. Le rôle des banques commerciales consiste d'ailleurs, de manière contre-intuitive, à accélérer la déthésaurisation de la monnaie qui leur est confiée. En incitant à la déthésaurisation, les banques transforment un stock de monnaie en un flux qui traverse l'économie.

Aujourd'hui, nous sommes en déflation. La demande de crédit est extrêmement faible. Les prêts ne suscitent pas d'exigences de dépôts, d'autant que ces derniers s'accumulent dans les banques, même au prix d'une rémunération dérisoire. L'adage *loans make deposits* n'est plus vérifié. On devrait plutôt écrire *deposits do not make loans*. La pompe bancaire refoule. C'est un indice de récession et de déflation. Et c'est aussi l'illustration que l'apport de liquidités à l'économie est une condition nécessaire, mais insuffisante pour une reprise qui est désormais celle de la demande.

L'Écho, blog, octobre 2014

L'intérêt négatif mesure l'anxiété financière collective

Selon l'économiste anglais Keynes (1883-1946), le taux d'intérêt est intimement lié à l'angoisse de la précarité et de la dépossession.

L'homme est inquiet et développe donc une préférence pour la liquidité, c'est-à-dire pour la disponibilité intégrale de ses économies.

La liquidité apaise donc le désarroi, ce qui explique l'immense hébétéude et colère des épargnants lorsque les banques flanchèrent en 2008.

Pour convaincre l'épargnant d'investir à long terme, le taux d'intérêt doit être suffisamment élevé pour surmonter sa préférence pour la liquidité. Le taux d'intérêt serait donc une mesure de l'anxiété financière collective, ce qui apporterait incidemment une explication complémentaire au fait que l'Église catholique réfuta le taux d'intérêt comme instrument de réconfort que seul Dieu pouvait apporter.

Mais alors, que penser du fait que les taux d'intérêt deviennent négatifs et que les épargnants conservent des encaisses liquides ?

C'est sans doute l'illustration que l'économie est tétanisée. Les épargnants sont prêts à conserver des liquidités en payant pour leur protection.

C'est le fameux piège de la liquidité de Keynes. Il s'agit d'une situation rarissime qui est caractérisée par le fait que la préférence pour la liquidité n'est pas surmontée par l'érosion du capital. Même la politique monétaire devient inopérante.

Mais, un jour, l'économie retrouvera des bases stabilisées, et la création monétaire, actuellement coagulée par la peur collective, se déversera sur l'économie, dans une croissance retrouvée et une pression inflationniste.

L'Écho, blog, décembre 2014

Bientôt des intérêts négatifs sur nos dépôts bancaires ?

Depuis plusieurs mois, la BCE applique des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts que des banques privées lui accordent. Le but de cette disposition est d'éviter que les banques privées stérilisent la monnaie créée par la BCE en la redéposant auprès de cette même BCE. C'est un acte de seigneurage, correspondant au privilège de pouvoir émettre une monnaie.

Mais, de manière éparse et sporadique, quelques banques privées annoncent désormais qu'elles vont appliquer, elles aussi, des taux d'intérêt négatifs aux dépôts qu'effectuent leurs clients. Ce sont essentiellement des banques situées dans le Nord de L'Europe, où les taux d'intérêt sont au plus bas depuis plusieurs siècles.

Se pourrait-il que ceci soit, un jour, appliqué en Belgique ?

Techniquement, c'est tout à fait possible et cette perspective est liée à la déflation.

En effet, une déflation correspond à une inflation négative. La monnaie ne doit donc plus être rémunérée puisqu'elle gagne en pouvoir d'achat : chaque euro « gagne » en pouvoir d'achat puisque les prix baissent. Un taux d'intérêt négatif correspond donc à une inflation négative. Inversement, on peut voir des taux d'intérêt négatifs comme un stimulant à consommer, c'est-à-dire à créer de l'inflation, puisque la valeur d'un dépôt bancaire baisse avec le temps.

Bien sûr, des taux d'intérêt négatifs correspondent à une situation extrêmement singulière. C'est comme si la pompe de l'économie bancaire refoulait.

En effet, le taux d'intérêt est le prix du temps, puisqu'il s'agit s'appliquer à un segment de temps (un jour, un mois, un an...) un pourcentage de valeur conventionnel. L'intérêt représente donc le prix de la dépossession du temps. Le taux d'intérêt rend mécaniquement l'avenir « nominalement » plus cher : dans un contexte de taux d'intérêt de 1 %, il est équivalent de posséder 1.000 euros aujourd'hui ou 1.010 euros dans un an.

Lorsque le taux d'intérêt devient nul, l'avenir se rapproche, puisque le passage du temps n'est plus récompensé par l'intérêt. Le temps devient

progressivement une variable faible jusqu'à juxtaposer l'expression monétaire du futur à celle d'aujourd'hui.

Mais lorsque le taux d'intérêt devient négatif, c'est comme si le temps devenait lui-même négatif. Tout se passe comme si la capitalisation des sommes dans le futur les dégénérait vers le passé.

Je m'explique (en éliminant les arrondis que les lecteurs puristes de mon blog identifieront facilement).

Supposons tout d'abord qu'un taux d'intérêt positif de 1 % s'applique, en considérant un placement de 1.000 euros. Après un an, ce placement vaut 1.010 euros. Après deux ans, ce même placement, à nouveau capitalisé à 1 %, vaut 1.020,1 euros. Imaginons, au terme de ces deux ans, qu'un taux négatif de -1 % s'applique. Le montant de 1.020,1 euros, placé au taux négatif de -1 %, devient 1.010 euros au terme de la troisième année et 1.000 euros au terme de la quatrième année. On le voit : le taux d'intérêt négatif fait re-pénétrer les sommes dans le passé en leur redonnant leur valeur d'origine.

En conclusion, il est tout à fait possible que notre épargne bascule dans des taux d'intérêt négatifs, suivant la politique monétaire de la BCE et la déflation.

Cette situation reflète un contexte économique très déprimé.

Et qu'on ne me dise plus que l'euro, dont les lendemains allaient chanter, fut une grande réussite monétaire. Mais cela est une autre histoire...

L'Écho, blog, novembre 2014

L'euthanasie des rentiers a commencé

Keynes avait imaginé l'euthanasie des rentiers (dont il était pourtant) au travers de l'inflation destinée à éroder les capitaux improductifs, c'est-à-dire l'excès d'épargne. Aujourd'hui, l'excès d'épargne rend les politiques monétaires inopérantes : les banques centrales ont beau imprimer de la monnaie, la croissance reste modique. L'euthanasie des rentiers a donc commencé sous forme de taux d'intérêt négatifs qui ponctionnent le pouvoir d'achat des dépôts, comme le ferait l'inflation.

Depuis le début de cette crise, j'ai une intuition qui s'est transformée en conviction : c'est la monnaie qui va « décaler ». Le pouvoir d'achat de l'épargne qui finance les dettes publiques (au travers de dépôts bancaires, par exemple) est diminué afin de permettre de financer ces dettes publiques à meilleur compte. Les rentiers passifs seront donc euthanasiés.

La seule manière d'éviter l'euthanasie de l'épargne, c'est de redéployer une partie de cette dernière dans des projets à risque destinés à stimuler l'économie et à lui donner un regain de croissance qui rend alors inutile l'euthanasie des rentiers.

L'Écho, blog, février 2015

Du cash sous les matelas européens ?

On le sait : la monnaie électronique est volatile, virevoltant d'un compte à l'autre, ou d'un pays du Sud vers une banque du Nord européen lorsque des frissons de faillite bancaire ou de rééchelonnement de dettes se répandent parmi les épargnants, ainsi que ce fut constaté au Portugal, en Espagne et récemment en Grèce.

Mais si la monnaie est d'un transport fugace, comment imaginer sa conservation dans un monde de taux d'intérêt négatifs ?

Partout, les taux d'intérêt se sont effondrés.

Les banques centrales de la zone euro, du Danemark et de Suisse imposent des taux d'intérêt négatifs sur leurs dépôts, tandis que les taux d'emprunt à court terme de nombreux États deviennent, eux aussi, négatifs. Le rendement à quinze ans des obligations souveraines suisses est même, lui aussi, tombé en dessous de zéro.

Dans certaines banques du Nord de la zone euro, les gros dépôts sont également affectés d'un taux d'intérêt négatif.

Le problème, c'est qu'un dépôt bancaire perd sa valeur dans un tel contexte déflationniste tandis que de l'argent liquide conserve sa valeur nominale.

Oui, sauf que les manipulations d'argent liquide deviennent de plus en plus limitées.

Au reste, si les taux devenaient structurellement négatifs à long terme, on pourrait imaginer qu'un contrôle public des mouvements en espèces soit opéré, comme ce fut le cas à Chypre. Ce serait une sorte de confiscation de l'épargne qui devrait être maintenue sur des comptes.

Est-ce un scénario de science-fiction ?

Je l'espère.

Mais l'histoire rappelle que l'État est toujours l'autorité monétaire ultime.

En 1933, Roosevelt interdit aux résidents américains de détenir de l'or physique et imposa sa restitution à un prix inférieur à celui du marché, sous peine d'amendes et peines de prisons.

En matière de monnaie, l'impensable peut toujours arriver.

Et l'État a toujours le dernier mot.

Toujours.

L'Écho, blog, février 2015

La leçon du franc suisse

Il y a quelques jours, la Banque Nationale Suisse (BNS) a décidé de dissocier son ancrage par rapport à l'euro. Depuis trois ans, la banque centrale helvétique avait, en effet, décidé de stabiliser le franc suisse dans un rapport de 1,20 francs suisses par euro (ce qui, pour les nostalgiques du franc belge, correspond à un franc suisse pour 33 francs belges).

Cet ancrage avait été formulé afin d'éviter une réévaluation excessive du franc suisse. Cette devise est considérée comme une monnaie-refuge. Elle attire donc des capitaux étrangers. Cet afflux de capitaux conduit à acquérir des francs suisses, accroissant sa rarefaction et donc son cours de change. Or un cours de change trop élevé pénalise les exportations suisses, ce qui est néfaste pour un petit pays dont les grandes entreprises doivent être tournées vers des marchés extérieurs, donc l'exportation.

Cet ancrage du franc suisse conduisit la BNS à émettre des francs suisses (qui devenaient donc moins rares et, de ce fait, moins chers) en contrepartie d'autres devises, dont l'euro. La BNS a aussi imposé, comme dans les années 1970, ces taux d'intérêt négatifs afin de décourager les placements en francs suisses.

Mais, devant l'imminence d'un assouplissement quantitatif de l'euro orchestré par la BCE, la Banque Nationale Suisse a réalisé que le maintien de l'ancrage à l'euro deviendrait intolérable, puisque le franc suisse deviendrait, plus qu'auparavant, une devise refuge par rapport à un euro déprécié.

La décision de la BNS d'abandonner l'ancrage à l'euro est donc parfaitement cohérente, même si sa communication fut dolosive. La réévaluation du franc suisse fut violente et pénalisera les exportateurs suisses qui avaient bénéficié d'une devise artificiellement faible.

Mais il y a un autre message, plus fondamental, à tirer de cette décision : le maintien de cours de change artificiels est un contre-sens économique. Une monnaie découle de la force ou de la faiblesse d'une économie, sans qu'elle puisse la discipliner. C'est ainsi qu'un système de cours de change flottant (ou partiellement flottant comme dans le système monétaire européen qui prévalut de 1979 à 1999) restitue mieux la réalité et la discipline d'une économie qu'un cours de change fixe, lorsque les économies liées par ce cours de change fixe sont dans des cycles différents. Il était donc inéluctable que la BNS abandonne son ancrage à l'euro, qui est devenu une monnaie volatile et gérée de manière indécise. Pourquoi les autorités monétaires suisses auraient-elles ancré l'économie helvétique à une monnaie européenne caractérisée par une récession, une déflation et une défiance par rapport à sa propre réalité ?

C'est d'ailleurs exactement ce à quoi on assiste dans la zone euro : on a ancré les devises des dix-neuf États-membres à un cours de change commun (l'euro) en négation des différences intrinsèques entre les économies. L'incongruité de l'euro est d'ailleurs telle que si on revenait théoriquement aux monnaies domestiques, la réévaluation de Deutsche Mark par rapport à l'euro serait de 20 % tandis que le franc français et la peseta se déprécieraient d'environ 25 %. Il n'est d'ailleurs pas certain que l'ancrage du franc belge au Deutsche Mark, mis en place dans les années 1990 en prévision de l'euro par le Premier Ministre de l'époque

Luc Dehaene, ait pu résister à la différence de force économique entre les devises allemande et belge.

Dans un exact parallèle avec ce qui a affecté le franc suisse, on a, dans un premier temps, voulu aligner les pays de la zone euro sur une politique monétaire restrictive... avant de réaliser que cette approche alimentait la déflation que la BCE essaie de combattre par un assouplissement quantitatif.

Pour l'euro, il est évidemment trop tard, puisque les devises nationales sont fondues dans notre monnaie unique. Mais le franc suisse rappelle que, sans solidarité fiscale et budgétaire, une monnaie artificielle reste toujours fragile.

À l'aune de la décision de la Banque Nationale Suisse, Il est difficile de tirer un bilan parallèle de l'euro en quelques mots. Les frictions inhérentes à des devises différentes ont été gommées, ainsi que le caractère imprévisible des cours de change. Mais, en même temps, il est patent que la zone euro fut erronément étendue à des économies qui n'y étaient pas prédisposées. C'est ainsi que si l'euro avait été formulé correctement, il aurait réuni un nombre limité de pays du Nord, avec lesquels le franc suisse aurait peut-être pu rester ancré.

L'Écho, blog, janvier 2015

L'euro au plus bas : le Nord doublement gagnant ?

À long terme, les cours de change reflètent toujours la force ou la faiblesse d'une économie. La zone euro pénétrant dans une zone froide de déflation et de faible croissance, il est intuitif que l'euro se déprécie par rapport à une devise comme le dollar.

Pendant longtemps, la politique monétaire restrictive de la BCE a d'ailleurs artificiellement renforcé l'euro alors que toutes les banques centrales des pays développés avaient assoupli leur politique monétaire. Cette même BCE est désormais obligée de procéder, elle aussi, à un assouplissement monétaire, mais dont l'effet sera atténué par son carac-

tère tardif. C'est ce qui explique la chute de l'euro. Mais cette chute n'est jamais qu'un retour à la normale.

En effet, si la BCE avait suivi le rythme de la politique monétaire américaine, le cours de l'euro par rapport au dollar aurait peut-être été de 0,80 USD/EUR, à comparer à 1,40 USD/EUR il y a quelques mois.

Mais si la chute de l'euro est salutaire pour stimuler les exportations, encore faut-il s'interroger sur les pays qu'elle va effectivement favoriser.

En effet, certains pays sont des exportateurs nets (Allemagne, Pays-Bas) tandis que d'autres sont des importateurs nets (France) avec le reste du monde (c'est-à-dire hors de la zone euro).

En bonne logique, un euro faible devrait favoriser les pays qui ont un déficit de la balance commerciale (qui mesure l'excédent des exportations sur les importations) avec le reste du monde.

Dans un système de cours de change flottants, un pays qui dégage un surplus commercial voit sa devise s'apprécier, corrigeant *de facto* ce même surplus.

Mais, dans le cadre de la zone euro, les pays exportateurs nets, tels que l'Allemagne et les Pays-Bas, bénéficient non seulement d'un marché intérieur qui n'exige pas de réévaluation de leur devise (puisque cette dernière, l'euro, est commune) mais aussi d'un euro faible qui va renforcer leur surplus commercial dans leurs échanges avec le reste du monde. Ces pays sont doublement gagnants.

Jour après jour, l'euro démontre son inadaptation à des économies différentes et asynchrones dans le cycle économique. L'euro a permis aux pays du Nord de l'Europe de bénéficier d'un marché intérieur qu'une monnaie commune leur ouvrait sans appréciation de leur devise tandis que l'euro faible permet aujourd'hui de renforcer cet avantage compétitif vers le reste du monde. Théoriquement (mais cela est impensable et entraînerait des effets collatéraux eschatologique), les pays du Sud de la zone euro devraient dévaluer leur monnaie. C'est d'ailleurs ce que la Commission Européenne a essayé de leur imposer sous la forme d'une « dévaluation interne », c'est-à-dire d'une baisse forcée du coût du travail censée les rendre plus concurrentiels. Avec l'insuccès que l'on sait.

L'Écho, blog, mars 2015

Quand la monnaie meurt

La BCE s'est engagée à imprimer un montant de 1.100 milliards d'euros pour dégripper le système financier et relancer l'économie réelle. À ce jour, elle a dû imprimer plus ou moins 10 milliards d'euros, soit 1 % du montant total, et le taux d'intérêt à 10 ans allemand est tombé à 0,25 %. Comment comprendre cette baisse des taux, si ce n'est par une défiance dans la monnaie que seul un pouvoir souverain permet de surmonter ? Tout se passe comme si la monnaie s'effondrait et que son expression sous forme de dettes publiques, prédominait sur sa formulation numérique. Ce qui se passe dans l'économie relève de l'énigme symbolique qu'il faut décrypter. Peut-être que l'euro montre son artificialité : les investisseurs ont davantage confiance dans les pays garants de l'euro que dans son expression intrinsèque. Cela expliquerait l'effondrement de son cours et l'augmentation du cours des obligations d'État libellées en euros.

L'Écho, blog, mars 2015

Et si tout le système financier frôlait la nationalisation ?

Depuis trois ans, les banques centrales jouent un rôle pivot dans le financement de l'économie, ayant – à juste titre – inondé le marché de liquidités. La BCE s'est certes engagée tardivement dans ce mouvement mais a finalement décidé de faire tourner la planche à billets dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas.

La configuration du circuit monétaire est donc fondamentalement différente de ce qu'elle était au début de la crise : la monnaie publique (créée par les banques centrales) compense le manque de vélocité du flux de monnaie privée (créé par le multiplicateur du crédit, c'est-à-dire la circulation de la monnaie entre les banques privées).

Mais quel est l'aboutissement de cette situation qui ressemble furieusement à un recentrage public du circuit bancaire, d'autant que les

banques centrales sont désormais responsables (et particulièrement en Europe) du contrôle des banques privées ?

Faute de croissance qui réduirait mécaniquement le rôle des banques centrales, ces dernières se sont peut-être engagées dans une voie sans retour, étant obligées de continuer à alimenter l'offre de monnaie afin de garder des taux d'intérêt bas et une croissance qu'elles espèrent inflationniste. Cette issue replacerait les banques privées sous un voile de nationalisation éthérée.

Dans tous les cas de figure, il faudra au moins une décennie pour retrouver le monde bancaire du début du millénaire, si tant est que ce soit souhaitable.

Il ne faut jamais l'oublier : même si elle est essentiellement « fabriquée » par des institutions privées, la monnaie est un bien public dont le dévoiement révélé lors de la crise de 2008 a mis en exergue la nécessité du contrôle régalién. L'accroissement du rôle des banques centrales reflète sans doute une réappropriation de la gestion monétaire par les autorités publiques.

L'Écho, blog, mars 2015

Il y a 30 ans, les accords monétaires du Plaza

L'histoire monétaire est riche d'enseignements, rapidement oubliés.

En 1971, les Américains mirent fin aux accords de Bretton Woods qui étaient fondés sur une parité fixe entre les principales devises des pays développés. Cette parité était elle-même transitive, chaque monnaie étant exprimée en un référentiel aurifère. Malheureusement, un tel système suppose une « synchronicité » entre les taux de croissance des pays et surtout des balances commerciales qui tendent vers l'équilibre. Or les États-Unis dégagèrent un déficit structurel lié à la guerre du Vietnam, ce qui les conduisit à imprimer plus de dollars que ce que leurs réserves d'or leur auraient autorisé. Sous des motifs spécieux, le Président Nixon abandonna, de manière unilatérale, la convertibilité du dollar en or avant de saborder l'entièreté des accords de Bretton Woods

en 1976, lors des accords de la Jamaïque. Le dollar s'effondra et atteignit, à la fin des années 1970, son point le plus bas.

Mais, au début des années 1980, l'économie américaine rebondit, sous l'impulsion du Président Reagan. Le dollar s'apprécia fortement, créant une bulle spéculative sur la monnaie américaine. Le dollar s'apprécia tellement qu'en septembre 1985, différents pays (à savoir les pays du G5, soit les États-Unis, l'Allemagne, le Japon, Le Royaume-Uni et la France) signèrent les accords du Plaza pour atténuer la force du dollar au travers d'interventions sur le marché des changes.

Ces accords fonctionnèrent et conduisirent à un affaiblissement structurel du dollar. En 1987, lors des accords du Louvre, les pays décidèrent de mettre fin aux interventions sur le dollar qui avait retrouvé un niveau acceptable. Mais le dollar continua sa glissade, entraînant incidemment le krach de 1987 et contribuant à l'effondrement de l'économie japonaise, dont le yen devint une devise trop forte.

Les accords du Plaza et du Louvre illustrèrent une complète confusion.

Quelle leçon en tirer ? Ainsi que la décision de la Banque Nationale Suisse l'a illustré, la gestion des cours de change n'est pas uniquement un paramètre de marché, mais relève des attributs régaliens. Il est donc très naïf de s'avancer à des pronostics dans ce domaine. Comme pour l'euro, les accords monétaires artificiels sont... des artifices. Devant la guerre des monnaies qui est engagée, il faut un accord mondial.

L'Écho, blog, mars 2015

La Grèce, l'euro et la drachme

Et si le projet européen s'effritait ?

Lors d'une intervention récente, Philippe Maystadt qualifiait les instances européennes, au sein desquelles il a pourtant officié, d'« Olympe technocratique ».

La question est, en effet, de savoir quel projet l'Europe porte encore, quelques mois après qu'un quart des citoyens européens a exprimé une défiance par rapport à cette instance supranationale. Bien sûr, plus que jamais, les motifs qui ont présidé à la formation de l'Europe, c'est-à-dire le renforcement de la démocratie et la solidarité entre les peuples, restent des repères moraux imprescriptibles et inaliénables.

Pourtant, on sent le refoulement grandissant de la légitimité des instances européennes qui semblent relever de l'artifice technique plutôt que du prolongement d'aspirations communes. Le fonctionnement de l'Europe est resté national, sous une perspective confédérale, tandis que cette même Europe voit des velléités d'autonomie régionales (Catalogne, Flandre, etc.) ou potentiellement nationales (FN en France) s'exprimer ouvertement.

Est-ce dû à l'impossibilité sociologique d'aligner des peuples qui furent plutôt en guerre qu'en pays, à l'éloignement du sursaut de conscience dérivé de deux guerres mondiales, à l'absence de valeurs morales supérieures, aux relents d'individualisme qui prolongent chaque crise économique ou, plus simplement, au fait que le projet européen ait atteint une dernière limite ? La crise de 2008-2011 avait fourni l'occasion unique de renforcer l'Europe, en termes budgétaires, fiscaux et financiers, mais il n'en fut rien. Au contraire : la crise a polarisé l'antagonisme entre des ordres économiques dominés par l'Allemagne et des expressions démocratiques divergentes, telle celle de la Grèce. La monnaie commune, elle-même limitée à quelques pays de l'Europe, est aujourd'hui engagée dans des tourbillons qui reflètent le manque de vision et d'intuition des dirigeants de la BCE.

Il faudrait plus d'Europe, mais plus de meilleure Europe, c'est-à-dire une Europe qui exprime des valeurs, parle d'une voix apaisante et visionnaire, dans le respect des peuples, plutôt qu'une Europe dissociée des réalités de la crise comme la concevait la Commission Barroso.

Jean-Claude Juncker a sans doute raison de dire qu'il préside la Commission de la dernière chance.

L'Écho, blog, mars 2015

Grèce : les règles de l'engagement démocratique

Au-delà des rides de l'actualité, la véritable question posée par le nouveau gouvernement grec est celle de l'opposition entre une expression démocratique domestique et la souveraineté monétaire supranationale. Si la démocratie s'arrête aux frontières, la monnaie unique fut conçue comme l'outil d'une zone de libre-échange d'envergure continentale. Le problème, c'est que l'Europe ne s'est dotée d'aucune structure financière et fiscale destinée à assurer la cohésion de la gestion monétaire. Nous assistons donc à une confrontation entre les États-nations, hérités du XIX^e siècle avec une monnaie dont la création a coïncidé avec la pénétration dans le XXI^e siècle.

La question est de savoir comment concilier des expressions populaires de tendances contraires (à la majorité des pays de la zone euro) avec l'ordre monétaire de la BCE ?

Dans le cas grec, on argumentera bien sûr que ce pays est sous assistance financière depuis quatre ans et que ses créanciers sont indirectement l'ensemble des contribuables européens. Mais la question est plus large : un vote populaire national peut-il s'opposer aux contraintes du Pacte de stabilité et budgétaire, destiné à réduire l'endettement public et les déficits budgétaires, sachant que ce Pacte est consubstantiel à la pérennité de l'euro ?

Si la réponse à cette question est négative, alors l'ordre monétaire aura temporairement dominé l'ordre social. J'écris bien « temporaire-

ment » car les réalités socio-politiques finissent toujours par écarter les symboles qui leur sont contraires, dont la monnaie.

Voilà ce que Philippe Séguin, farouche opposant à l'euro, expliquait, de manière prémonitoire, à l'Assemblée nationale française, il y a 22 ans : « Quand, du fait de l'application des accords de Maastricht, notamment en ce qui concerne la monnaie unique, le piège sera refermé et, demain, aucune majorité parlementaire, quelles que soient les circonstances, ne pourra raisonnablement revenir sur ce qui aura été fait. (...) Il est temps de dire que bâtir l'Europe des Douze sur la peur obsessionnelle de la puissance de l'Allemagne est tout de même une bien étrange démarche, proche de la paranoïa. D'autant qu'à force de vouloir faire cette intégration à tout prix, on va finir par faire l'Europe allemande plutôt que de ne pas faire l'Europe du tout, ce qui serait un comble. »

Philippe Séguin martelait que la souveraineté nationale est « imprescriptible et inaliénable », ce qui s'illustre parfaitement dans la crise grecque contemporaine. Nonobstant cette réalité, l'avenir de l'euro passera donc par la formulation d'une véritable union budgétaire et fiscale et la mutualisation d'une partie de l'endettement public. Il faudra un changement de gouvernance sans lequel la monnaie sera l'objet permanent de tractations nationales qui en dénaturent le caractère fédéral.

L'Écho, blog, février 2015

La BCE et la rue grecque

Lorsque Peter Praet, l'économiste en chef de la BCE (et probablement futur Président, car Mario Draghi devra jeter le gant lorsqu'il sera confronté aux ambiguïtés de sa gestion, dont il sortira à son détriment), s'inquiète de la montée des populismes en Europe, il a incontestablement raison. Au-delà du frisson des élections grecques et du mouvement de contestation espagnol, les élections européennes ont indiqué que l'Europe et/ou l'euro suscitaient une méfiance pour une partie significative de la population.

La question est bien sûr de savoir si le parti Syriza est, ou non, une expression populiste, et à quel titre nous aurions à juger ses prétentions électorales dans un régime démocratique.

Mais quand Peter Praet fait un lien explicite entre les populismes et les réformes structurelles économiques, il va un pas trop loin, sauf à considérer que la BCE devient une nouvelle forme d'autorité politique.

La BCE court le risque de confondre un problème avec ses symptômes, illustrant le sophisme *post hoc ergo propter hoc* qui consiste à amalgamer un antécédent avec une cause.

La réalité incontestable est que l'euro est une monnaie trop forte pour des économies plus faibles et que la BCE impose indirectement à ces pays une dévaluation interne, destinée à appauvrir (et, de manière collatérale, à raréfier) la rémunération du travail. Peter Praet admet implicitement que la zone euro a sans doute été étendue trop rapidement lorsqu'il avance que « tous les pays ont eu leur raison pour entrer dans la zone euro : le vieux système de dévaluation permanente ne fonctionnait pas. Ce qui est désormais requis, c'est de mener les ajustements structurels nécessaires. Une politique de dévaluation ne résout aucun problème structurel ». Les pays faibles de la zone euro ont donc bénéficié d'un effet d'aubaine, à savoir une monnaie forte et un faible taux d'intérêt, mais sans aligner leur compétitivité sur les pays du Nord.

Mais la véritable question, à laquelle personne n'a de réponse, est de savoir si ces pays avaient vraiment leur place dans l'euro et si un symbole monétaire est une réalité assez contraignante pour discipliner une économie. Une autre question concerne la politique monétaire de la BCE : est-elle tellement vierge de toute critique ou de débat qu'elle en devienne une règle ? Et la BCE elle-même est-elle une expression de la démocratie socio-économique ? Comment concilier une monnaie fédérale avec des finances publiques confédérales ?

Si des populations s'insurgent contre une symbolique monétaire, ou plutôt contre la difficulté à rembourser des dettes publiques excessives dans un contexte d'austérité imposée, c'est, entre autres, que l'euro n'a pas apporté la prospérité promise.

Bien sûr, la rue n'a pas toujours raison, mais on n'a pas raison contre la rue. Et on ne troquera pas facilement un euro austéritaire contre un euro social.

L'Écho, blog, janvier 2014

La rigueur berlinoise et la démocratie athénienne

Lors de l'ouverture de l'Union européenne, le Président français Giscard d'Estaing aurait dit qu'il était exclu de ne pas y associer la Grèce, au motif que Platon ne joue pas en seconde division. Le même raisonnement fut apparemment tenu pour l'entrée de la Grèce dans la zone euro, deux ans après la plupart des autres pays européens. Les finances de ce pays étaient dans un état pitoyable, mais la Grèce organisait les jeux olympiques de 2004. Il aurait été indécent d'écarter le berceau de la démocratie de la plus grande aventure monétaire du XX^e siècle, dont le caractère resplendissant n'aura échappé à personne.

Dix ans après son entrée dans la zone euro, la Grèce dut avouer, de manière socratique, l'état de ses finances publiques, conduisant les autres pays de la zone euro à un sauvetage étatique sans que le mot « défaut » puisse être prononcé.

Aujourd'hui, jour de la victoire électorale probable du parti Syriza, la Grèce rappelle que le fondateur de la démocratie fut Périclès et que la voix du peuple domine les symboles monétaires.

Ironie du sort : c'est en 2001, année de l'entrée de la Grèce dans la zone euro, que les États-membres lancèrent un programme de lutte contre le faux-monnayage de l'euro.

Le nom de ce programme est... Périclès.

Cela ne s'invente pas.

L'Écho, blog, janvier 2015

Le dernier chapitre de l'euro ?

Si la BCE a tiré sa dernière cartouche avec son assouplissement quantitatif, c'est peut-être l'indice que l'euro est désormais vulnérable à sa propre destruction. Car, sans plus de cartouche, comment se défendre ?

L'assouplissement est une mesure monétaire, mais ce qui importe désormais c'est d'aller au bout de la logique d'une monnaie commune. Il faut une union fiscale et budgétaire, une mutualisation raisonnable des (impayables) dettes publiques, une harmonisation intelligente des régimes sociaux et surtout une politique industrielle.

Or, dans ces domaines, rien de constructif n'a été accompli.

Sans changement organique de la gouvernance de l'euro, il se confirmera peut-être que l'euro est vraiment vulnérable et suscite la défiance.

La chute de l'euro ne reflète pas uniquement une récession, une déflation et un assouplissement quantitatif.

Cette chute de la monnaie incorpore sans doute une décote de scepticisme et de défiance par rapport à la monnaie unique. Si cette intuition se vérifiait, alors, ce serait très grave car les investissements étrangers se détourneraient de la zone euro, dont la pérennité monétaire ne serait pas assurée.

Nous ouvririons alors le dernier chapitre de la monnaie unique.

L'Écho, blog, janvier 2015

Élections grecques : entre mensonges et demi-vérités

Les élections grecques vont opposer la formulation monétaire et budgétaire de l'euro à l'expression démocratique. Quelle qu'en soit l'issue politique, il en résultera un probable et inéluctable rééchelonnement de la dette grecque.

Mais opposer Frankfort et Athènes est un sophisme.

Il importe, en effet, de remettre le naufrage grec en perspective.

La Grèce est entrée dans la zone euro avec deux ans de retard (en 2001), eu égard à l'état catastrophique de ses finances publiques, occulté tant par ses dirigeants que par les autorités européennes qui ont fait preuve d'un manque de discernement complet. On apprend aujourd'hui que les autorités européennes connaissaient l'état mensonger du déficit et de l'endettement grec sans avoir osé révéler la réalité du problème. Ce maquillage des finances publiques fut incidemment commis avec la coupable complicité de banques d'affaires anglo-saxonnes.

Dès son entrée dans la zone euro, la Grèce bénéficia d'un effet d'aubaine stupéfiant : débarrassée d'un risque de change et bénéficiaire d'un taux d'intérêt allemand, elle externalisa sa dette auprès de créanciers étrangers.

L'annonce du défaut grec appauvrit lourdement tout le secteur financier européen : tant les actionnaires que les déposants (chypriotes) subirent des pertes. Les États européens durent financer ces dettes en perte, à telle enseigne que 80 % de la dette publique grecque est financée conjointement par le FMI, la BCE et surtout les autres pays européens, dont la France et l'Allemagne sont les principaux acteurs.

Ce sont donc les contribuables européens qui financent la Grèce.

Il ne faut donc pas simplifier le débat du rééchelonnement de la dette grecque : si tant est qu'il soit inéluctable, ce sont bien tous les citoyens des autres pays de la zone euro qui devront subir un abandon de créance.

En conclusion, les responsables et victimes du drame grec sont nombreux. La Grèce fut gérée de manière irresponsable et mensongère tandis que les édiles européens firent une erreur de jugement, qui s'ajoute aux vices de fabrication de l'euro. Le programme d'austérité imposé par la Troïka fut une erreur de gestion socio-politique tandis que la Grèce s'avère incapable de modifier ses régimes fiscaux injustes et auxquels échappent les patriciens et les autorités religieuses. La solidarité est désormais une affaire de dissolution des dettes grecques dans les finances publiques des autres 300 millions de citoyens de la zone euro.

L'Écho, blog, janvier 2015

Grèce : et si le véritable problème était l'euro ?

La renégociation des plans d'aide et de refinancement grecs cristallise le débat socio-politique autour de l'opposition entre l'expression démocratique d'un peuple et la souveraineté monétaire dont il a choisi de se déposséder en 2001, lorsque la Grèce est entrée dans la zone euro.

Mais le problème est-il bien posé ?

En effet, si la Grèce n'était pas entrée dans la zone euro, ses capacités d'emprunt auraient été contraintes par des taux d'intérêt élevés, destinés à couvrir le risque de dépréciation de la drachme.

En adhérant à la zone euro, la Grèce a bénéficié d'un effet d'aubaine stupéfiant, à savoir d'une capacité d'emprunt à des conditions allemandes dont elle a « emprunté » le rating, comme l'ont fait la plupart des pays du Sud européen.

La dette publique grecque est aujourd'hui impayable avec une monnaie plus forte que celle de l'économie domestique. Au lieu de déprécier sa devise, la Grèce va devoir – en bonne logique économique – déprécier son endettement public par un inévitable défaut ou rééchelonnement.

Mais le problème grec peut être transposé à d'autres économies périphériques et méditerranéennes. Il s'agit d'un manque de compatibilité entre une devise artificiellement forte (en termes relatifs) et des économies tangentes qui sont hétérogènes et plus faibles en termes de croissance économique que le Nord de l'Europe.

C'est d'ailleurs la raison pour laquelle on impose à ces économies affaiblies des dévaluations internes, c'est-à-dire des appauvrissements supplémentaires, pour assurer leur ancrage à une devise qui est trop forte. En d'autres termes, on dévalue, par des programmes d'austérité domestiques, des pays au motif qu'on leur impose une monnaie qui leur est incompatible.

Mon intuition se transforme en conviction : la formulation de l'euro est viciée. Cette union monétaire ne repose sur aucun fédéralisme budgétaire et fiscal. Les réponses aux crises sont politiques et dogmatiques, et non économiques.

Elle n'a suscité aucune politique industrielle cohérente, ni d'allocation des ressources dont la meilleure illustration est l'accumulation de

surplus commerciaux inouïs de l'Allemagne qui trouvent leur contrepartie dans des déficits commerciaux chez ses partenaires.

La seule réponse qui fut trouvée au manque de congruence des économies fut la mise en œuvre de politiques récessionnaires qui furent elles-mêmes amplifiées par une politique déflationniste de la BCE.

Que d'erreurs sur erreurs.

L'Écho, blog, janvier 2015

Rééchelonnement des dettes publiques : d'abord Athènes, puis Lisbonne, Madrid...

La question du rééchelonnement de la dette publique grecque est un faux débat : cette dette a déjà fait l'objet d'un défaut implicite et sa soutenabilité est incompatible avec la paupérisation de l'économie grecque. La dette publique grecque, majoritairement détenue par les autres pays de la zone euro, la BCE et le FMI, atteint 170 % du PIB alors que le PIB grec a baissé de 22 % en 6 ans et que le taux de chômage atteint 27 %. La Chancelière et le Ministre des Finances allemands, Angela Merkel et Wolfgang Schäuble, affirment d'un ton martial que la dette grecque ne fera l'objet ni d'un effacement, ni d'une restructuration, mais ils font fausse route : cette dette sera restructurée. Au mieux, son échéance sera prolongée de plusieurs dizaines d'années.

En d'autres temps, la Grèce aurait fui par une dévaluation de sa monnaie, au détriment de ses prêteurs qui exigeaient d'ailleurs une prime de risque pour toute drachme qui était prêtée. Mais, à cette époque, la Grèce devait dialoguer avec elle-même et absorber, de manière politiquement endogène (on parle en finance de risque idiosyncratique), les conséquences de la faiblesse de son économie.

Aujourd'hui, c'est différent : la dévaluation monétaire n'est plus possible et c'est donc une dévaluation interne qui lui est imposée. La Grèce doit se rendre plus compétitive, au travers d'un appauvrissement, afin de compenser la force de l'euro qui est une monnaie évidemment surévaluée par rapport à la réalité de l'économie grecque.

C'est pour cette raison que la Grèce s'insurge contre l'Europe, et non plus contre ses propres dirigeants : une dévaluation de la drachme était débattue à Athènes tandis qu'une dévaluation interne se postule à Berlin ou à Francfort.

Le résultat de ce processus est un gâchis complet, dont tous les contribuables européens et le peuple grec seront les victimes.

Mais la réalité grecque s'imposera progressivement à d'autres économies fragiles. À n'en pas douter, un jour, d'autres pays du Sud imposeront un moratoire ou un rééchelonnement de leurs dettes publiques, selon des modalités encore imprécises. C'est inéluctable, même si, contrairement à la Grèce, les effets systémiques seront moindres, puisque les dettes publiques des autres pays de la périphérie méditerranéenne ont re-migré vers leurs pays d'origine au travers d'un processus de re-domestication des dettes souveraines.

L'Écho, blog, février 2015

Europe : les masques tombent

Jean-Claude Juncker, Président de la Commission, vient de commettre une affirmation qui sonne comme un avertissement en écho au résultat des élections grecques : « Il ne peut y avoir de choix démocratique contre les traités européens. »

Le propos a le mérite d'être clair, à tout le moins au niveau de ce que le Président de la Commission croit représenter : les pays de la zone euro avaient déjà perdu leur souveraineté monétaire, leur souveraineté fiscale (au travers de la signature du Pacte de stabilité et de croissance), mais voici que c'est l'orientation démocratique qui devrait désormais faire l'objet d'un abandon d'expression.

Même si le propos de Jean-Claude Juncker est certainement juridiquement incontestable, il faut être très prudent dans le déni du choix grec. Jean-Claude Juncker n'a pas de légitimité suffisante pour exprimer ces propos. Le Président de la Commission n'est d'ailleurs pas élu au suf-

frage universel et l'adhésion démocratique européenne vacille, ainsi qu'il fut démontré aux dernières élections européennes.

Mais ce n'est pas tout : la gestion européenne de la crise dans les domaines budgétaire et monétaire relève d'une erreur d'appréciation, dont la déflation et la flambée du chômage ne sont que deux symptômes.

Nier la pertinence de la représentation démocratique opposée à l'ordre berlinois relève d'une méconnaissance inquiétante de l'histoire des peuples et des monnaies. L'Europe devrait désormais sérieusement faire un examen de conscience quant au bien-fondé de politiques monolithiques, homogènes et non différenciées de rigueur budgétaire alors que le fossé entre les pays du Nord et du Sud de la zone euro s'est aggravé. Car, derrière ces questionnements, c'est probablement la survie de l'euro qui est en jeu.

Croire que des symboles régaliens, comme les dettes publiques et la monnaie, disciplinent une économie réelle est une réfutation des réalités socio-économiques.

Charles de Gaulle avait coutume de dire que les peuples, comme les oliviers, durent mille ans. Je ne connais pas de monnaie ou de dette publique qui démontre cette pérennité.

L'Écho, blog, février 2015

Au Sud, referait-on l'euro ?

Au-delà de l'expression des élections grecques, une question se pose : les économies du Sud de l'Europe ont-elles véritablement tiré un bénéfice structurel et collectif de leur appartenance à la zone euro ?

Pendant les premières années, ces économies et surtout leurs États, débarrassés du risque de change, ont pu se refinancer à des conditions allemandes et tirer profit d'un espace commercial étendu.

Mais, depuis 2011, les pays du Sud doivent subir un drastique régime d'amaigrissement budgétaire dans un contexte de déflation et d'une monnaie trop forte.

Je ne sais pas si des études ont été réalisées, mais je me demande si ce ne sont pas les économies du Nord de l'Europe qui auraient, plus que proportionnellement à leur importance dans le PIB de la zone euro, bénéficié d'un effet d'aubaine, à savoir de ne pas devoir réévaluer leur monnaie tout en éliminant des concurrents du Sud européen.

Quoi qu'il en soit, si on devait refaire l'euro dans les circonstances contemporaines, on ne le referait pas, ce qui est la preuve qu'on n'aurait pas dû construire l'euro ou que sa gouvernance est inappropriée.

D'ailleurs, les études de banques d'affaires attestent que les cours de changes des États-membres qui furent, un instant, en équilibre au moment de la création de la monnaie commune seraient très différentes si on revenait théoriquement aux monnaies nationales.

L'orientation grecque démontre à suffisance ce que je crains depuis deux ans : l'euro ne subsistera dans les pays du Sud qu'au prix d'une absorption interne et massive de pertes sur les dettes publiques. Il y aura de gigantesques abattements de créances, correspondant à des non-valeurs, qu'il faudra reconnaître. Ces jours arriveront. Ils seront sans doute déclenchés par des expressions démocratiques.

L'Écho, blog, janvier 2015

Le maintien de la Grèce dans la zone euro coûtera 100 milliards d'euros

La dette publique grecque devra être rééchelonnée. C'est une évidence que seuls les économistes d'eau douce ne comprennent pas. En effet, l'euro est une monnaie trop forte pour une économie qui est génétiquement faible, telle celle de la Grèce. En des temps normaux, la Grèce aurait dû s'acquitter d'un taux d'intérêt plus élevé (ou prime de risque) sur ses emprunts afin d'indemniser ses créanciers contre la dévaluation régulière de la drachme. L'entrée dans la zone euro de la Grèce constitua donc pour ce pays un effet d'aubaine unique, puisque cette prime de risque fut gommée. La Grèce put emprunter à des conditions allemandes dont elle « emprunta » le rating. Mais aujourd'hui, la dévaluation de

la drachme ne peut être effectuée que par un abattement de sa dette publique, exprimée en euros.

La question est de savoir de quel pourcentage la dette grecque devrait être abattue. Ce pourcentage devrait correspondre à celui de la dévaluation de la drachme par rapport à la monnaie unique si ce pays quittait la zone euro.

Sur la base de différentes études, on peut estimer ce pourcentage d'abattement à 50 %. Ce sera le taux de perte qui devra être absorbé par les créanciers de la Grèce, dont les pays européens sont les principaux, sur un capital de près de 200 milliards prêtés à la Grèce (sous une forme de prêts directs ou au travers d'un organisme de stabilisation). Le maintien de la zone euro coûtera donc 200 milliards d'euros \times 50 %, soit 100 milliards d'euros aux autres États-membres de la zone euro. Le calcul est bien sûr simplifié et simpliste, mais son ordre de grandeur est intuitivement correct. Il s'agit bien sûr d'une perte sèche pour les créanciers de la Grèce puisque les intérêts qu'ils auraient reçus en drachmes auraient été largement supérieurs à ceux qu'ils reçoivent actuellement.

L'Écho, blog, février 2015

Dettes publiques : *Ich bin ein Berliner*

Depuis la victoire de Syriza en Grèce, les cartes de la gouvernance européenne sont rebattues.

Mais, au-delà du romantisme marxisant du gouvernement grec, les autres pays européens sont d'une prudence étonnante. On aurait pu s'étonner que le Portugal et l'Espagne, eux-aussi frappés par une déflation récessionnaire, ne se saisissent du précédent grec pour se prévaloir d'une austérité assouplie. On aurait pu même imaginer que la France, dont le Président Hollande avait cru maladroitement se faire l'allié idéologique de l'Italie et de l'Espagne, soutiendrait le relâchement des contraintes budgétaires imposées à la capitale hellénique.

Et rien...

Pourquoi ?

La raison est simple : l'Allemagne permet à tous les pays qui acceptent la ligne de la rigueur budgétaire de bénéficier de son rating exceptionnel, qui autorise des taux d'intérêt assez bas pour rendre le financement des dettes publiques soutenable.

Et finalement, on arrive à cette inouïe conclusion que nos modèles sociaux ne sont soutenable que sous respect des conditions allemandes.

Juste retour des choses pour l'Allemagne qui avait inventé, sous Bismarck, la sécurité sociale ?

L'Écho, blog, mars 2015

La monnaie ? Avec un zeste de divin !

Qu'est-ce que la monnaie, sinon une expression symbolique qui représente le rapport d'échange de biens et de services. La monnaie ne vaut rien en tant que telle. Elle représente la valeur sans l'intégrer.

Ceci étant, il faut donner à la monnaie une valeur supérieure pour que la confiance qui lui est associée soit un référant suffisant. Et c'est ainsi qu'on y ajoute un peu de divinité.

Dans cet immense dédale conceptuel, l'origine étymologique du terme *monnaie* est un indice intéressant. La monnaie ramène au Palais de la Moneta, où les pièces romaines étaient frappées. La légende veut que ce bâtiment fut construit à l'endroit où les oies du Capitole étaient parquées.

Mais le Palais de la Moneta abritait aussi le culte de la déesse Junon, l'archétype de la déesse cosmique, qui promet prospérité et fécondité. Cela ramène à ce que Marx (1812-1883) énonçait dans sa théorie du capital, à savoir que le seul but de la circulation monétaire est d'assurer sa propre reproduction. Junon était d'ailleurs appelée Junon Moneta (c'est-à-dire Junon qui prévient) car la déesse aurait averti les romains d'un tremblement de terre imminent.

De nos jours, on retrouve toujours Dieu dans l'expression monétaire. Il y a bien sûr le *In God we trust* qui est une mention obligatoire sur les billets en dollars depuis 1957. Il s'agit d'ailleurs d'une expression collective, puisqu'il est inscrit *In God WE trust* et non *I trust*, ce qui est logique puisque la monnaie, comme la divinité, n'existe que si elle fédère un nombre suffisant d'adeptes.

Mais, tout près de chez nous, Dieu est encore très présent dans les matières monétaires. Sur la tranche des pièces hollandaises d'euro, il est inscrit *God zij met ons*.

D'aucuns argumenteront que ces expressions religieuses sont propres aux pays protestants, au sein desquels la monnaie, comme le taux d'intérêt, fut mieux acceptée que dans les pays catholiques, qui subordonnent toujours la monnaie à Dieu. Dans les pays protestants, la Réforme déspiritualisa le temps, nécessaire pour calculer l'intérêt de la monnaie.

Il n'empêche, quelle singulière et schizophrénique expression : c'est pour confondre Jésus que les Pharisiens lui envoient des disciples chargés de lui poser la question suivante : « Est-il permis de payer le tribut à César ? ». Jésus, s'étant fait montrer la monnaie du tribut, sur laquelle figure l'effigie de César, leur dit : « Rendez donc à César ce qui appartient à César et à Dieu ce qui appartient à Dieu » (Mat. XXII 21).

L'Écho, blog, mars 2015

Déflation

Six ans, trois récessions

C'est devenu une évidence : la zone euro retombe, pour la troisième fois depuis 2008, en récession. Mais, au-delà des expressions sémantiques, c'est beaucoup plus grave : nous entrons à reculons dans les années 1930, c'est-à-dire un mélange toxique de monnaie forte, de rigueur budgétaire et de récession déflationniste. Depuis vingt-deux mois, le taux d'inflation est inférieur à 16 % et la croissance est en baisse depuis seize mois.

Mais le constat ne suffit pas. Il faut s'interroger sur les causes de cette situation apocalyptique.

Elles sont polymorphes, mais il est certain que les politiques de la Commission et de la BCE, concomitamment orientées vers la rigueur budgétaire et monétaire ont aggravé la situation.

Par exemple, le bilan de la BCE est le seul des importantes banques centrales qui se soit contracté depuis trois ans.

Mais, finalement, la contraction du bilan de la BCE ressortit aux anecdotes de l'histoire que tout le monde aura oubliées dans deux ans. Ce qui se passe, c'est que le monde bascule dans d'autres géométries et que nous avons été dirigés par des hommes des années 1970 qui n'ont pas pris la mesure correcte du redéploiement du progrès dans l'ère digitale et technologique. Tout s'est passé comme si la crise avait entraîné une attitude attentiste destinée à espérer qu'une croissance, venue d'on ne sait où, remette l'économie sur les rails.

Nous avons perdu six ans. Six ans pendant lesquels peu de progrès ont été faits pour resserrer l'Union européenne, pour relancer l'économie, pour reformuler une politique monétaire différenciée selon les pays et surtout pour préciser une politique industrielle et des services adaptée.

L'Écho, blog, novembre 2014

2015 : comment s'extraire de la déflation ?

Le véritable défi de l'année 2015 sera d'éviter un naufrage de l'économie de la zone euro dans une déflation qu'on assimile souvent à un scénario à la japonaise. Malheureusement, ce scénario semble de plus en plus plausible : les prix baissent depuis deux ans et le taux d'inflation va devenir négatif au début de l'année 2015. Bien sûr, on pourrait techniquement parler de désinflation plutôt que de déflation, ou d'inflation tendancielle basse pour éviter de stigmatiser une baisse généralisée des prix. On pourrait aussi, à juste titre, distinguer la bonne de la mauvaise déflation : la baisse du prix du pétrole entraîne une bonne déflation, tandis qu'une baisse de la demande et des salaires entraîne une mauvaise déflation. On peut aussi s'agripper à des définitions techniques : pour parler de déflation, il faut qu'au moins 60 % des prix de l'indice d'inflation (hors produits pétroliers) baissent, ce qui n'est pas le cas.

Mais ces subtiles distinctions académiques sont sans le moindre intérêt. Nous traversons une crise de la demande. Cette dernière est trop faible et conduit à un taux de croissance insuffisant. Les agents économiques repoussent leur consommation et leurs investissements, alimentant une baisse des prix qui conduit à la déflation. De nombreux facteurs, qui sont autant de tendances lourdes de l'économie, ont un pouvoir d'influence : vieillissement de la population, déplacement des centres de croissance vers d'autres continents, manque de politique industrielle visionnaire, incapacité à moderniser nos économies au travers d'un dialogue social non confrontationnel, maintien d'un État providence partiellement inefficace, état d'esprit insuffisamment entrepreneurial, etc.

Comment s'extraire de ce scénario déflationniste ? Il n'y a aucune recette magique, mais plutôt une superposition de solutions qui font intervenir les politiques budgétaires et monétaires qu'il faut simultanément relâcher.

Politique budgétaire

En économie, on distingue souvent la politique de l'offre de celle de la demande. Stimuler la politique de l'offre vise à flexibiliser les coûts de production et à assouplir les contraintes qui portent sur l'offre de biens et de services. La politique de la demande concerne, quant à elle, une orientation keynésienne. Il s'agit de stimuler la demande de biens et de ser-

vices par une augmentation des investissements et de la consommation publics, destinée à entraîner une augmentation de la demande privée (également au travers de transferts sociaux et de moindres prélèvements fiscaux).

La gestion d'une économie exige d'équilibrer les politiques de demande et d'offre, mais une chose est certaine : en période de très faible croissance et de déflation, il faut absolument stimuler la demande. Si les agents économiques sont tétanisés par de sombres perspectives économiques, ils réfrènent leur consommation et leurs investissements. Il importe dès lors qu'un être supérieur, représentant la collectivité, dépasse les inquiétudes individuelles par des investissements collectifs d'envergure destinés à fournir de la traction à la consommation et à l'investissement privé. Le plan Juncker s'inscrit dans cette logique, mais son envergure est anecdotique.

Certes, au début de la crise, les stabilisateurs automatiques se sont activés, conduisant au constat de moindres recettes fiscales et de dépenses sociales plus importantes. Mais, probablement effrayés par l'augmentation des dettes publiques et la nécessité d'une homogénéité des seuils d'endettement public, les États sont trop vite revenus à des contraintes de réduction de déficit.

Et c'est à ce niveau qu'on réalise l'erreur d'avoir imposé un Pacte de stabilité et (cyniquement) de croissance. Ce Pacte exige de diminuer l'excédent d'endettement public de 5 % par an afin d'atteindre un rapport de la dette publique sur le PIB de 60 %. Cette règle se conjugue désormais à ce qu'on appelle la « règle d'or » qui exige de ne pas dépasser un déficit « structurel », c'est-à-dire compte non tenu des aléas conjoncturels, égal à 0,5 % du produit intérieur brut (PIB). Ce Pacte empêche une politique de la demande et contribue donc à alimenter la récession et la déflation.

Politique monétaire

Depuis le début de cette crise, j'ai partagé une conviction de la nécessité d'une inflation. Il fallait « monétiser » la crise par une dilution des dettes. Certains pays (États-Unis, Royaume-Uni et Japon) l'ont fait. Cette propulsion intellectuelle découlait de l'intuition que l'inflation permet de diluer silencieusement les dettes passées dans un contexte récessionnaire qui voit les taux d'intérêt baisser. Il s'agissait donc de refinancer les dettes publiques au travers d'une création monétaire mise en œuvre

par la BCE. Mon pressentiment fut démenti : la BCE décida de mettre en œuvre une politique monétaire restrictive, à telle enseigne que la taille de son bilan est presque revenue au niveau de 2008. L'action de la BCE a contribué à la plongée en déflation. Et malheureusement, il est peut-être trop tard pour mettre en œuvre une politique monétaire plus souple puisque les taux d'intérêt sont au plus bas depuis plusieurs siècles et les banques commerciales noyées sous l'épargne. Ainsi que les années 1930 l'ont instruit, deux années d'erreurs peuvent coûter dix ans de déflation. Or nous avons déjà épuisé ces deux années d'erreurs.

Plan d'action

Pour extraire la zone euro de la déflation, il faudrait donc aligner deux objectifs. Il conviendrait de repousser la mise en place du Pacte de stabilité et de croissance afin que chaque pays puisse individuellement mettre en œuvre des programmes d'investissement d'envergure, sans que l'accroissement de dettes qui en résulte conduise à une quelconque pénalité. Ces emprunts ne coûteraient quasiment rien eu égard au faible niveau de taux d'intérêt. Concomitamment, il faudrait impérativement assouplir la politique monétaire au travers d'une injection de monnaie qui, même si elle n'est pas décisive, oxygénera l'économie.

En conclusion, l'austérité monétaire et budgétaire a, *a minima*, contribué à la situation déflationniste et récessionnaire. Tout ceci reflète l'incomplétude de la zone euro et la singularité des autorités monétaires qui ont dû s'aligner sur la logique monétaire allemande, c'est-à-dire celle d'une monnaie génétiquement déflationniste. Mais, singulièrement, peu de voix publiques s'élèvent pour s'inquiéter de cette situation. En effet, une déflation s'accompagne de taux d'intérêt très bas. Or les États, engorgés de dettes publiques et bientôt submergés par le financement des pensions, savent qu'une hausse des taux d'intérêt révélerait leur vulnérabilité financière. Les autorités monétaires de la zone euro sont donc peut-être implicitement en train d'arbitrer la déflation au détriment de la croissance et de l'emploi. Mais ma profonde conviction est qu'une déflation prolongée serait la dernière défaite de l'euro.

La Libre, décembre 2014

Crise économique : et si tout basculait comme dans les années 1970 ?

La décennie des années 1970 avait mal commencé, elle finit en pire état. Trois semaines après son début, le 23 janvier 1970, 23.000 mineurs de Flandre étaient en grève pour réclamer une augmentation salariale de 15 %. Ces manifestants ne savaient pas encore qu'ils soulevaient la question cruciale de l'énergie. Le carburant deviendrait non seulement cher, mais incertain. D'ailleurs, la décennie se clôturerait, en décembre 1979, sur un sommet de l'OPEP qui allait constater que le prix du brut avait été multiplié par cinq en dix ans. C'était la première phase de la mondialisation, bien plus profonde qu'une perturbation énergétique. L'acier suivrait : en 1982, 10.000 métallos wallons allaient dévaster le quartier nord de Bruxelles pour protester contre les limitations de production.

Le mal était donc plus profond qu'une crise du pétrole. Car, économiquement, les années 1970, ce fut la fin des trente glorieuses, ces années d'après-guerre caractérisées par une croissance plane et une redistribution sociale prévisible. Soudainement, ces trente glorieuses n'étaient plus l'étalon, mais l'exception du modèle. Et tout allait basculer. La croissance chaotique allait tout bouleverser. Les trente années suivantes seraient odieuses.

Le choc de modèle fut incompréhensible pour les théoriciens habitués à des agrégats stables. Ces observateurs furent confrontés à un phénomène mal défini : la stagflation, c'est-à-dire les feux de l'inflation conjugués à un gel de l'emploi.

Au niveau politique, aussi, ces années furent indécises car les économies occidentales révélèrent un schisme économique entre les pays qui libéralisèrent l'économie selon l'économie de l'École de Chicago (les États-Unis de Reagan et le Royaume-Uni de Thatcher) et les pays européens plus collectivistes et keynésiens. Nos gouvernants n'avaient pas anticipé la mutation économique. À l'époque, on parlait encore des secteurs nationaux qu'il fallait gérer de manière planiste et à coups de subsides. Les ministres des Finances de l'époque en eurent-ils conscience ? Ce n'est pas sûr, encore qu'il soit présomptueux de le leur reprocher avec le recul de l'histoire.

La septième décennie du dernier siècle restera suspendue entre deux époques. Elle ramène à une Belgique d'avant, plus tout à fait celle d'après-guerre, mais encore aux couleurs trop ternes pour qu'elles soient modernes. Et finalement, c'est bien le rapport au temps et à l'avenir qui s'est irréversiblement modifié dans les années 1970. Accessoirement, ces années, ce fut aussi la fin des réponses sociales collectives à des forces de marché qui les dépasseraient. Ce fut l'aboutissement de l'économie planifiée, ou à tout le moins planiste. Celle-ci allait suffoquer sous la mondialisation, en ouvrant progressivement la voie à l'entrepreneuriat.

Aujourd'hui, nous traversons des grèves comparables à celles des années 1980. Nous nous rendons compte avec un terrifiant effroi que les années de prospérité de l'euro sont derrière nous et que l'austérité et la rigueur sont probablement les mauvaises réponses à une crise de la demande. Nous voulons désindexer les salaires... inflation négative... et restreindre la consommation intérieure qui est déjà en régression.

Alors, quels enseignements tirer de 1978 pour 2015? Sans doute de ne pas appliquer les mêmes solutions. En une trentaine d'années, l'économie s'est ouverte et est devenue multipolaire. Les modèles économiques sont aujourd'hui fondés sur la mobilité du capital, et dans une moindre mesure, sur la circulation du travail. Les défis contemporains concernent la mondialisation de l'économie avec, en filigrane, des situations de chômage, de mutation professionnelle, de précarité et d'inégalité.

Mais si je devais singulariser 2015 par rapport aux années 1970, je dirais que nous entrons en stag-déflation, un mélange de stagnation et de déflation, qui est l'enfant adultérin d'une politique monétaire et budgétaire contre laquelle plus personne aujourd'hui ne s'insurge. Nous avons commis des erreurs dans les années 1970, qui conduisirent à la stagflation. Nous faisons aujourd'hui les erreurs inverses qui conduisent à la stag-déflation.

L'Écho, blog, janvier 2015

La prochaine récession

Il y a 4 ans, Benoît D'Udekem et moi avons signé un ouvrage d'intuitions économiques : *2011-2013 : les prochaines conflagrations économiques*. Voilà ce que nous écrivions : « L'histoire des crises sévères suggère trois impacts successifs, plus ou moins équidistants du choc originel du printemps 2008. Ceux-ci seraient alors constatés à l'automne 2011, en 2014 et en 2018. Sera-ce le cas ? Et comment ? Par vagues, répliques sismiques ou de manière plus linéaire, monotone et graduelle ? En une fois ou au terme d'une longue agonie économique ? Quel est l'évènement, peut-être infime, qui déclenchera des effets en chaîne ? »

Depuis l'avertissement du FMI, la révision à la baisse de la croissance allemande, le constat récessionnaire et déflationniste européen, il est possible que cette séquence triennale soit vérifiée. La crise, état naturel de l'économie, est en formulation permanente et ne fait donc que commencer. Elle sera une séquence de ruptures et de déséquilibres, tellement durs qu'on pourra parler de guerre économique.

Dans cette perspective, il nous semble que la mondialisation n'a exprimé que ses effets préalables. En d'autres termes, elle n'a pas encore intégré l'histoire réelle.

Le plus étonnant est que peu de guides de l'opinion s'alertent de cette situation, comme si une peur du réel, voire une simple peur de nommer les choses, entraînait une tétanie. Saisissent-ils les vrais enjeux ? Cette situation est d'autant plus frappante en Belgique, dont la réalité, triste mais évidente, est qu'elle est vieillie et usée.

Quels seraient les attributs de cette empreinte de récession ? Outre les aspects de solvabilité étatique, ils sont les mêmes que le constat des années 1970 : un taux de croissance faible de l'économie, combiné à une décroissance marginale des gains de productivité, un chômage structurel et élevé (caractéristique des dislocations structurelles de l'économie), une sous-utilisation des capacités de production, des anticipations de bénéfices des entreprises faibles (à tout le moins dans une perspective de moyen terme), des dépenses d'investissement faibles à modérées, des déficits publics importants entraînant à terme des taux d'intérêt élevés ainsi qu'une raréfaction du crédit bancaire pour des investissements

privés, des déficits de la balance commerciale et un phénomène généralisé de désindustrialisation.

Mais il y a autre chose. En 2015, la dette publique de la zone euro devrait frôler 100 % du PIB, auxquels il faut ajouter l'endettement caché, c'est-à-dire la partie non financée du coût du vieillissement de la population. Comment sortirons-nous de ce piège infernal ? Nombreux sont ceux qui invoquent la sortie « par le haut et par l'extérieur » de l'endettement public, c'est-à-dire par la croissance (qui diminue le poids relatif de la dette publique) ou par l'inflation (qui dilue la valeur de la dette). Malheureusement, il n'y a pas de croissance et l'obstination politique allemande écarte l'inflation, alors que cette orientation est poursuivie par les États-Unis, l'Angleterre et le Japon.

Sans inflation, nous sortions de cette crise d'endettement public « par le bas et par l'intérieur », c'est-à-dire par une diminution du pouvoir d'achat de la monnaie elle-même. C'est d'ailleurs intuitif : derrière la dette publique, c'est la monnaie qui est mise en jeu, raison pour laquelle un endettement public excessif conduit toujours à une devise faible. Et puis, il est tellement évident que la combinaison d'une monnaie unique fédérale ne peut pas s'accommoder de politiques budgétaires restées fédérales et d'endettements publics d'une telle hauteur. Seuls les pays qui ont eu des monnaies de réserve mondiale (Angleterre au début du XX^e siècle, États-Unis actuellement) peuvent se permettre d'imposer leur dette publique au reste du monde. Avec une monnaie adolescente, l'Europe est loin d'être dans cette posture.

Concrètement, il faudra se préparer à un effacement des dettes. Ce ne sera pas un défaut généralisé de la dette européenne, mais des dissolutions et compensations nationales de dettes. Il s'agira de défauts « internes », comme la Russie l'a effectué en 1998 sous forme d'un probable rééchelonnement (c'est-à-dire d'une élongation forcée des maturités) des dettes publiques avec un allongement simultané des engagements vis-à-vis des assurés et pensionnés (les capitaux se transformant en rentes, etc.). Il s'agira dans ces cas extrêmes de ce que les économistes appellent la répression financière, c'est-à-dire une combinaison de capture d'épargne et de taux d'intérêt bas. La stupéfiante opération chypriote en est l'exemple parfait. Mais il y aura d'autres modalités : défauts (Grèce), annulation des dettes bancaires (Irlande) et confiscations (affec-

tation obligatoire des pensions publiques au Portugal et réserves d'assurances en Hongrie).

Ce scénario d'effacement des dettes n'est plus de la science-fiction cataclysmique et de nombreux indices sont discernables. Parmi ces derniers, les dettes publiques ont re-migré vers leur pays d'origine (la dette publique portugaise a été rachetée par des banques portugaises, etc.). Les transferts financiers du Nord vers le Sud ont été parcimonieux tandis que l'idée d'euro-bonds a été écartée. Cela rejoint la logique allemande qui veut que les dettes d'un pays soient strictement financées par l'épargne domestique.

En conclusion, nous longeons les abîmes de grands chocs socio-économiques.

Non publié

Sommes-nous en 1933 ?

L'histoire a de nombreuses généalogies, mais les comparaisons historiques sont utiles.

Serions-nous en 1934, année qui fut balayée par des dévaluations en cascade ? Ou peut-être en 1935, année au cours de laquelle le Président du Conseil français organisa une déflation avant d'être écarté du pouvoir par le Front Populaire qui tomba lui-même sous la dévaluation du franc ?

Et politiquement, en quelle année sommes-nous ? En 1933 à Berlin ou à Washington ? À Berlin, où une Allemagne vaincue en 1914, ruinée par l'hyperinflation de Weimar de 1923 et au chômage à cause de la déflation salariale insensée du Chancelier Brüning amena, avec l'aide du patronat allemand, un homme qui assassina le XX^e siècle ? Ou à Washington, dans le pays du capitalisme prédateur, où le Président démocrate Roosevelt tenta péniblement de convaincre que la politique de rigueur de son prédécesseur, Hoover, pétri de certitudes monétaires désuètes et des vertus salvatrices de l'austérité, était vaine ? Sommes-nous dans une

logique populiste ou dans un New Deal? Dans le repli autoritaire ou le consensus social?

Que devrions-nous faire? Aucune solution n'est idéale. Pourtant, il faudrait créer un choc d'inflation, c'est-à-dire déprécier fortement l'euro par un immense assouplissement quantitatif, c'est-à-dire un refinancement massif (correspondant à une création monétaire) des dettes publiques des pays fragilisés. En d'autres termes, il faudrait s'inspirer de la politique monétaire japonaise contemporaine, puisque nous tombons dans un scénario nippon. Une inflation risque, bien sûr, d'entraîner une hausse des taux d'intérêt, mais on peut imaginer que les États contrôlent suffisamment le circuit du crédit pour la neutraliser. Mais cela ne suffira pas : il faudra réaliser que le retour à l'équilibre budgétaire n'est pas la solution alors que l'économie se contracte. Mieux vaut, en effet, de grands projets d'infrastructure destinés à moderniser l'Europe au-delà des États-nations. L'Europe n'y est pas préparée. Elle se prépare à une décennie aride. La monnaie et l'ordre social ne sortiraient pas indemnes d'une déflation.

L'Écho, blog, octobre 2014

Déflation : au commencement était le verbe (Jean, 1:1)

Depuis le début de la crise bancaire, j'ai été enclin à défendre l'idée que l'inflation serait la meilleure voie de sortie de crise.

Cette propension intellectuelle découlait de l'intuition que l'inflation permet de diluer silencieusement les dettes passées dans un contexte récessionnaire qui voit les taux d'intérêt baisser.

Il s'agissait donc de « monétiser » les dettes, c'est-à-dire de les refinancer au travers d'une création monétaire mise en œuvre par la BCE.

Mon intuition fut démentie : la BCE décida de mettre en œuvre une politique monétaire restrictive tandis que les autres banques centrales ont augmenté l'offre de monnaie.

La conséquence de l'action de la BCE est la plongée en déflation.

Mais le plus troublant, c'est que le mot « déflation » semble interdit d'expression au sein de la BCE : les prix baissent depuis deux ans, le taux d'inflation va devenir négatif au début de l'année 2015, mais... nous ne sommes toujours pas en déflation, comme vient de le confirmer le Vice-Président de la BCE.

Mais peut-être que l'aveu de déflation serait la preuve de l'échec de la politique de la BCE. Et que c'est pour cette raison que le mot est tabou. Car, quoi qu'on pense des compétences des hommes qui dirigent la BCE et des tensions politiques et idéologiques qui les contraignent, force est de constater qu'arriver à flanquer une zone monétaire de 335 millions d'habitants en déflation n'est pas un succès irradiant.

Mais, pour revenir au mot interdit de « déflation », n'existent finalement que les choses qu'on peut nommer.

En s'évitant de prononcer le mot déflation, on croit naïvement y échapper, comme on a cru, un moment, Mario Draghi lorsqu'il dit qu'il allait faire « tout ce qu'il fallait pour sauver l'euro » sans jamais que quelque chose comprenne ce que cela voulait dire.

Ceci rappelle un texte biblique, puisque la monnaie et la divinité relèvent du même phénomène d'adhésion :

« Au commencement était le verbe. » (Jean, 1:1)

Mais... « Dieu, personne ne le vit jamais » (Jean, 1:18)

L'Écho, blog, décembre 2014

La catastrophe d'un monde sans inflation

L'inflation s'est érodée depuis quelques années, jusqu'à en devenir nulle ou négative. Cette situation reflète le contexte récessionnaire et la force de la monnaie européenne, mais aussi d'autres facteurs démographiques, tel le vieillissement de la population.

Certains s'en réjouissent et avancent même l'idée que la déflation est le reflet du progrès humain, à savoir la capacité de produire à moindre coût.

Mais cette absence d'inflation est-elle souhaitable ?

Aucunement.

En effet, l'un des gigantesques problèmes de nos économies est le poids des dettes publiques, auquel il faut ajouter le coût du vieillissement de la population.

Ces engagements correspondent, en euros d'aujourd'hui, à des multiples du PIB.

L'inflation est un moyen commode d'éroder ces dettes.

Mais sans inflation, leur absorption sera très complexe, d'autant que le taux de croissance est faible. L'inflation augmente le coût réel de ces dettes.

Il est donc intuitif que des abattements de dettes publiques attendent les pays dont l'épargne domestique n'arrivera plus à financer ces mêmes dettes publiques en croissance.

C'est à ce niveau que le Japon, caractérisé par une déflation endémique depuis 25 ans, est un sujet d'étude intéressant. La dette publique nipponne a atteint près de 250 % du PIB, mais c'est l'épargne japonaise qui la finance quasiment exclusivement.

Cette situation n'est pas transposable aux pays faibles du Sud de la zone euro.

Dans ces pays, faute de pouvoir dévaluer la monnaie et de trouver un financement domestique aux dettes publiques, l'ajustement portera inéluctablement sur leur restructuration.

L'Écho, blog, octobre 2014

Et si le monde entier tombait en déflation ?

Prenant un peu de recul par rapport aux flux quotidien d'informations et écartant les économistes qui réfutaient l'évidence du constat monétaire (tant de la nécessité d'inflation que de la réalité de déflation), une sourde inquiétude m'envahit : et si le monde entier tombait en déflation ?

Mettant à part la BCE, qui a volontairement organisé une situation déflationniste avec l'aide de la politique récessionnaire la Commission et du Conseil européen, le taux de croissance de l'économie mondiale semble très faible au regard de l'explosion de la taille du bilan des banques centrales des États-Unis, du Royaume-Uni et du Japon. Car – il faut l'admettre – une augmentation de 500 % des bilans de la Federal Reserve (USA) et de la Bank of England (Royaume-Uni) pour obtenir une croissance de 2-3 % laisse interrogateur. Cela ne disqualifie pas l'impérieuse nécessité de devoir stimuler l'inflation, mais met en évidence la coagulation monétaire qui est propre à toute déflation.

On peut donc s'attendre à une irrigation monétaire persistante. Mais, si l'inflation ne reprend pas, le monde développé se soldera de lui-même par des défauts de dettes.

L'Écho, blog, novembre 2014

Déflation et taux d'intérêt bas : un danger pour les banques

Le véritable danger qui guette les banques commerciales est le faible niveau des taux d'intérêt qui, combiné à des obligations de limitations de risques, des exigences de liquidité, de capitalisation et de réglementation accrue, obère leur rentabilité prospective. De surcroît, les banques doivent faire face à des défis opérationnels majeurs, devant superposer les coûts opérationnels de deux canaux de distribution (physique et digital) dans une période de récession. La marge d'intermédiation, c'est-à-dire la différence entre les intérêts encaissés et payés, risque de devenir insuffisante pour assurer une rentabilité actionnariale satisfaisante. C'est un véritable problème parce qu'une économie a besoin de banques rentables pour absorber les risques qu'elles prennent. Une banque insuffisamment rentable ne prend plus de risque et dénature son propre objet social.

C'est pour cette raison que les dépôts bancaires, déjà faiblement rémunérés eu égard au contexte d'extrême liquidité de l'économie, pourraient être affectés d'un taux d'intérêt nul, voire faiblement négatif comme c'est

déjà le cas dans certaines banques du Nord de l'Europe. Faudra-t-il s'en offusquer? Non, car le taux d'intérêt est le prix de la liquidité (qui est excessive) et les dépôts sont garantis par les autorités publiques jusqu'à concurrence de 100.000 euros. Certes, cette situation conduirait à ce qu'un billet garde sa valeur nominale alors que celle d'un dépôt bancaire pourrait s'éroder. Certains pourraient imaginer une thésaurisation en billets, mais ce mouvement serait marginal : les banques fournissent de nombreux services en plus de la conservation des dépôts et la monnaie électronique a, depuis longtemps, supplanté la monnaie fiduciaire (dont l'usage est d'ailleurs de plus en plus réglementé).

Par ailleurs, un contexte de taux d'intérêt bas reflète une économie en grande souffrance. Ce qui apparaît favorable aux États pouvant se financer à coût réduit est malheureusement peut-être un indice de difficulté à rembourser les dettes publiques. Ces dernières augmentent en proportion du PIB jusqu'à dépasser les niveaux d'après-guerre, malgré les taux d'intérêt bas, puisque le taux de croissance de l'économie est insuffisant. Comme ces dettes publiques sont redomestiquées (c'est-à-dire ont migré vers l'actif des banques des pays qui les émettent), les pays du Sud européen restent porteurs de risques de défauts souverains. Cette prospective est un véritable risque pour la rentabilité des banques.

Cette réalité est aggravée par un tassement de la demande de crédit, qui est elle-même une des conséquences de la chute de la demande économique. Pour recycler l'épargne, les banques achètent beaucoup d'obligations d'État, c'est-à-dire font crédit à l'État. Mais, contrairement à des crédits ordinaires, les banques ne doivent (presque) pas disposer de capitaux propres en proportion de ces obligations d'État. Les États ont donc octroyé des avantages aux banques afin de favoriser leur propre financement. C'est donc une situation circulaire puisque les banques ont dilué leurs déséquilibres dans ceux des États.

De surcroît, le rôle de la BCE s'est aussi métamorphosé. La BCE supervise les banques au travers d'un contrôle prudentiel accru et de vérifications de leur santé financière (*stress tests*, *Asset Quality Review*, etc.). Indirectement, la BCE contrôle aussi l'endettement public, puisque les dettes d'État sont essentiellement financées au travers des banques commerciales (et entreprises d'assurances) qui canalisent les dépôts des ménages et des entreprises au travers de leur bilan vers le financement

des États qui les contrôlent. La BCE, assistée de ses relais nationaux, est donc devenue le véritable régulateur des banques, avec une préoccupation qui concerne plutôt la pérennité de l'euro que la rentabilité actionnariale des banques.

La situation récessionnaire et déflationniste conduit aussi la BCE à jouer un rôle différent. En effet, en temps normal, la BCE a un rôle passif dans le circuit monétaire, se limitant à calibrer le taux d'intérêt à court terme pour baliser le taux d'inflation. Le flux monétaire est donc créé par les banques commerciales au travers du multiplicateur de crédit (les dépôts entraînant des crédits, etc.). La BCE agit aussi au titre de prêteur en dernier ressort, afin de refinancer des banques commerciales sur une base exceptionnelle. La déflation modifie cette configuration puisque la BCE n'est plus qu'un simple prêteur en dernier ressort : elle anime tout le circuit monétaire à la place des banques commerciales dont les circuits de crédit sont devenus plus visqueux. Cela explique d'ailleurs pourquoi la politique monétaire de la BCE devient inopérante : la monnaie créée reste coagulée dans les circuits bancaires par un manque de demande de crédit, lui-même entraîné par la récession.

Même si l'idée peut paraître saugrenue, une longue période de stagnation et de taux d'intérêt bas pourrait rapprocher les banques commerciales d'un état de nationalisation larvée, comme ce fut constaté au début de la récession japonaise. Cette nationalisation n'entraînerait pas d'expropriation des actionnaires, mais plutôt leur marginalisation dans un contexte où les banques sont placées sous une tutelle publique et de la BCE de plus en plus oppressante. Or, si une banque nationalisée peut parfaitement fonctionner selon des normes et des contraintes privées (Belfius en est le meilleur exemple), il ne faudrait pas que cela affecte tout le secteur bancaire car l'octroi de crédits privés serait progressivement contrôlé par des instances publiques.

Les banques font donc face à des défis majeurs : les revenus sont en baisse tandis que les coûts sont importants. La BCE est obligée de jouer un rôle qui dépasse les compétences normales d'une banque centrale. Le contrôle étatique se renforce dans un contexte monétaire incertain et déflationniste. Le modèle économique des banques évolue vers une logique informatique et de moindre emploi. Il faut donc s'interroger sur la nécessité de maintenir les banques sous des contraintes réglementaires

de crise alors que l'économie adopte une géométrie totalement différente de celle de la crise de 2008. Il importe de s'intéresser à ces problèmes au-delà d'appréciations à l'emporte-pièce ou de considérations politiques lapidaires. En effet, les banques contribuent à créer les flux monétaires qui sont à la base de toute pulsation économique.

La Libre, décembre 2014

L'austérité en déflation est un risque socio-économique

Le déclenchement de la crise est trop proche pour autoriser des analyses économiques incontestables. Pourtant, quelques études académiques s'essaient à examiner quelles furent les erreurs de politique économique commises depuis 2008.

Une conclusion devient discernable : les États n'ont pas suffisamment utilisé la politique fiscale, qui autorise des déficits budgétaires.

Certes, au début de la crise, les stabilisateurs automatiques se sont activés, conduisant au constat de moindres recettes fiscales et de dépenses sociales plus importantes. Mais, probablement effrayés par l'augmentation des dettes publiques et, en Europe, par la nécessité d'une homogénéité des seuils d'endettement public, les États sont trop vite revenus à des contraintes de réduction de déficit.

Une des illustrations de ce phénomène est le Pacte de stabilité et de croissance européen qui contraint au désendettement structurel des économies de la zone euro alors que nous pénétrons dans les ténèbres de la déflation.

Nous faisons exactement les mêmes erreurs que les États-Unis en 1937. Cette année, le New Deal de Roosevelt s'essouffla. Son abandon progressif ne permit pas de surmonter la troisième vague de récession américaine.

Même le FMI s'inquiète de la situation déflationniste européenne. Depuis des années, l'économiste en chef du FMI soutient d'ailleurs la nécessité d'une inflation suffisante dans la zone euro et l'abandon d'une

rigueur budgétaire trop coercitive. Le FMI vient de réitérer cette position, en insistant implicitement sur l'inanité des retours à l'équilibre budgétaire imposés en Europe. Il faut s'en convaincre : l'austérité monétaire et budgétaire ont, *a minima*, contribué à la situation déflationniste et récessionnaire.

Il faut arrêter ces politiques mortifères et accepter que l'État doive, en ces périodes de morosité financière, jouer un rôle de support positif et incitatif à l'économie privée. À mon intuition, il vaut mieux assouplir l'austérité budgétaire et le rigorisme monétaire pour éroder les dettes publiques plutôt que de s'obstiner à évoquer une rigueur qui sera, à terme, socialement intenable.

Et, au-delà des mots « rigueur » et « austérité », la véritable question est de savoir comment assurer la prospérité future : on peut repousser l'âge de la pension, mais comment susciter du travail et apporter de l'aide sociale aux personnes de plus de 55 ans qui perdent leur emploi ? On peut réduire les allocations de chômage et autres indemnités assimilées, mais comment assurer une formation continue utile à ces personnes ?

La véritable question de la rigueur n'est donc pas la mesure d'économie en tant que telle, mais son affectation ciblée pour assurer le progrès sociétal. Croire que l'austérité sera compensée par une économie privée spontanée en période de déflation est une erreur de jugement.

L'Écho, blog, décembre 2014

La véritable déflation dans l'angle mort de la déflation

Il y a la bonne déflation. Cette dernière est liée à la baisse des prix importés et aux gains de productivité, qui permettent de diminuer le coût de production des biens et services.

Il y a aussi la mauvaise déflation, associée à une chute de la demande agrégée et surtout à des anticipations négatives qui conduisent à reporter les achats et investissements, entraînant une spirale à la baisse.

Mais il y a plus inquiétant : nous sommes entrés successivement dans la mondialisation et l'ère digitale. L'ère digitale, dans laquelle nous pénétrons, est à l'économie des services ce que fut la désindustrialisation à l'économie manufacturière. Des flux physiques quittent l'économie réelle pour se mécaniser en flux digitaux, transportés par Internet. Il s'agit de toutes les applications existantes transportées par les smartphones, mais aussi les nouveaux modes de commerce (Amazon, eBay) et de paiement (Apple Pay) en passant par la mécanisation des actes administratifs, etc.

La singularité de cette économie digitale est qu'il n'existe pas de superposition géographique entre le travail d'un intermédiaire qui disparaît et un centre informatique qui se situe aux États-Unis. Cette évolution est *capital intensive* et non plus *labour intensive*, ce qui constitue un véritable danger pour nos économies, qui sont déjà frappées par un chômage structurel lié au glissement technologique.

C'est pour cette raison qu'il faut complètement repenser la formation des jeunes, en partant des compétences futures qui seront demandées dans les nouvelles technologies, plutôt que d'ancrer le système éducatif sur des traditions révolues. Et qu'il faut redéployer la formation intellectuelle vers les nouvelles technologies, tout en promouvant les apprentissages techniques et professionnels. Il faut aussi associer les entreprises et le monde éducatif et réfléchir, à un niveau régional, à accentuer le développement de pôles de croissance. Je crains que nous ne soyons aucunement préparés à l'évolution technologique qui se prépare.

Le véritable risque, c'est cela : la déflation des services derrière la déflation monétaire.

L'Écho, blog, décembre 2014

Combattre la déflation technologique

La pénétration dans un monde déflationniste et de faible croissance s'impose inéluctablement. Cette déflation a de multiples causes, dont le vieillissement de la population. Elle fut aggravée par les politiques d'aus-

térité et de rigueur monétaire imposées à contretemps et dont on commence à distinguer les ruines fumantes.

Mais cette déflation sera peut-être aggravée par le basculement technologique. Ce dernier, qu'on qualifie de digital, risque de faire glisser les gains de productivité vers les pays technologiquement plus avancés. Les conséquences de ce glissement sont déflationnistes et récessionnaires puisque des pans entiers de l'économie de service en seront affectés. En effet, il ne faut jamais l'oublier : le taux de croissance d'une économie est lié à la progression démographique de sa population active et aux gains de productivité. Si des gains de productivité sont escamotés à une population active, dont la proportion relative se réduit, cela risquerait de mettre en péril les équilibres sociaux et d'aggraver les engagements de l'État en matière de solidarité.

L'Écho, blog, mars 2015

Déflation : des riches plus riches, des pauvres plus pauvres ?

Il est coutumier d'énoncer que l'inflation pénalise les travailleurs de faibles revenus au motif qu'ils doivent absorber l'inflation associée à leur consommation, alors que les personnes plus fortunées, ou plutôt celles qui possèdent un capital, peuvent échapper à l'inflation par des investissements indexés sur cette dernière (immobilier de rapport, actions, etc.).

Si ce raisonnement était correct, la déflation serait bénéficiaire aux faibles salaires tandis qu'elle pénaliserait les titulaires de capitaux.

Ce n'est pas le cas.

La déflation s'accompagne de taux d'intérêt extrêmement bas qui font mécaniquement monter le prix des actifs (immobilier, actions, etc.) puisque le « prix du temps », mesuré par le taux d'intérêt, disparaît. Tout se passe comme si l'investisseur n'était pas pénalisé par le passage du temps avant de recevoir le revenu de son capital.

Le travailleur bénéficie quant à lui d'un pouvoir d'achat accru, puisque les prix à la consommation baissent. Ceci est correct à un niveau micro-

économique, mais certainement pas à un niveau agrégé, puisqu'un exclu du circuit du travail n'en retrouve pas dans un contexte récessionnaire et déflationniste.

On remarque d'ailleurs que depuis plusieurs années (et ceci indépendamment du contexte déflationniste), la part du travail dans le PIB a baissé tandis que la part du capital a augmenté.

Lors de l'entrée en déflation, il valait mieux être un capitaliste qu'un travailleur.

La déflation, qui est une situation épouvantable en termes de contexte économique, se conjugue donc à une perpétuation des inégalités sociales.

Les hommes politiques et économistes qui ont nié l'évidence de la déflation doivent être confrontés à cette réalité.

L'Écho, blog, janvier 2015

Pourquoi un tel déni de déflation chez certains économistes ?

Depuis un an, la tendance déflationniste était évidente pour tout économiste sérieux qui s'applique à un élémentaire exercice de perspective.

Pourtant, les économistes bancaires joignirent leurs voix à celles des décideurs politiques et des dirigeants de la BCE pour former un invraisemblable orchestre de déni.

Je m'interroge sur la raison d'un tel phénomène, qui s'apparente à un biais cognitif inavoué, voire à un syndrome de Stockholm intellectuel.

Certes, on doit toujours apprécier la neutralité intellectuelle des économistes bancaires avec un scepticisme bienveillant ou une bienveillance sceptique : ils ne sont pas présents dans les médias à titre personnel mais *ex officio*, c'est-à-dire pour accompagner l'action commerciale de l'employeur qui les rémunère.

La seule explication que je trouve est donc que ces économistes ne peuvent, en aucune manière, mettre en question les pouvoirs publics qui sont les garants finaux de leurs emplois.

Ils doivent donc s'accommoder de toutes les réalités et s'immerger dans l'ordre établi du moment, sans pouvoir s'autoriser la moindre critique ambitieuse.

Ils restent donc à la marge de la pédagogie.

Cette attitude conduit à ne jamais remettre en question l'expression des pouvoirs publics et monétaires : on n'est pas en déflation tant que les autorités ne l'ont pas signifié, la rigueur budgétaire est une obligation irradiante tant que l'humeur politique l'exprime. Aucune critique, aucune prospective, aucun doute ne peut donc être exprimé par des économistes bancaires, ce qui explique le déni de déflation tant que les pouvoirs supérieurs ne leur auront pas autorisé d'en émettre l'argument.

Ce qui est aussi flagrant, c'est que les économistes qui réfutent le constat de déflation, pourtant désormais constaté par la BCE elle-même (sinon, pourquoi mettrait-elle en œuvre le plus gigantesque programme d'injection monétaire de l'histoire européenne?) sont les mêmes que ceux qui plaidaient pour la rigueur et l'austérité absolues. Ce n'est pas étonnant si l'on construit un lien raisonnable entre l'austérité et la déflation, ainsi que de nombreuses études empiriques l'établissent.

Pourtant, parmi ces économistes, certains ont des formations académiques robustes et ont démontré, par le passé, un courage intellectuel qui les a honorés.

L'Écho, blog, février 2015

La déflation s'installe

Pour des raisons obscures, le mot « déflation » est sorti du vocabulaire économique.

Le taux belge (exprimé sur une base annuelle) est tombé à -0,6 %, soit un niveau inconnu de mémoire d'homme.

Mais, désormais, on parle de désinflation ou d'inflation négative plutôt que de déflation, dont l'aveu serait l'échec de la politique monétaire et budgétaire européenne.

Pourtant, c'est évident : nous tombons dans un scénario à la japonaise que la BCE a nié pendant des mois avant de se décider à mettre en œuvre, trop tard, un programme d'assouplissement quantitatif qui se soldera par un échec, puisque l'économie regorge de liquidités mal affectées. Il en sera de même avec le plan Juncker, trop peu ambitieux.

Certains redécouvrent aussi les vertus de la déflation.

La déflation (non importée) est effectivement opportune à un niveau micro-économique. Mais, sur le plan collectif, elle est désastreuse, ainsi que Keynes l'avait perçu.

Et puis, il ne faut pas l'oublier : une déflation s'accompagne de moindres recettes fiscales, ce qui va aggraver, ne fût-ce que temporairement, le poids des dettes publiques.

Ma conviction reste intacte depuis 2010 : il fallait monétiser la dette publique et mettre en œuvre une politique de déficit budgétaire, dont les États-Unis ont démontré l'efficacité.

L'obscurantisme budgétaire et l'ascétisme monétaire européens ont fait des dégâts qu'il faudra des années pour réparer.

L'Écho, blog, février 2015

De Fisher à Fischer

L'un des meilleurs économistes monétaires est probablement Irving Fisher (1867-1947). On lui doit notamment l'explication de la déflation par le désendettement qui suit les bulles d'actifs. Après l'éclatement de ces dernières, les agents économiques doivent se désendetter et vendent, à des prix réduits, les actifs acquis au moment des bulles. Il s'ensuit une pression à la baisse sur les valeurs d'actifs qui alimentent une déflation.

Mais Fisher était aussi un des précurseurs de l'École Quantitative, dont le prix Nobel Milton Friedman (1912-2006) fut le théoricien le plus abouti. On doit d'ailleurs à Fisher une équation qui conduit à lier le niveau d'inflation à la quantité de monnaie insufflée dans une économie par les banques centrales et le circuit bancaire.

Dans l'un de ses ouvrages majeurs (*L'Illusion Monétaire*), Fisher estime qu'il s'écoule quatre ans entre le moment où une banque centrale fait « tourner la planche » à billets et une remontée de l'inflation... destinée à contrer la déflation.

Je me suis souvent demandé si cette période de quatre ans, intuitivement avancée par Fisher, était toujours valable de nos jours dans un contexte de monnaie électronique.

Il semble que ce soit le cas.

En effet, un presque homonyme de Irving Fisher, Stanley Fischer, Vice-Président du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine, vient d'annoncer que l'immense assouplissement monétaire de sa banque centrale déployait désormais ses pleins effets. Cette observation porte-t-elle incidemment le signal que les autorités monétaires américaines remonteront bientôt les taux d'intérêt à court terme ?

Mais où est l'Europe dans ce cycle de quatre ans ?

Nulle part.

La BCE va enfin mettre en œuvre un assouplissement monétaire tardif, donc hasardeux, alors que la taille de son bilan est quasiment revenue au niveau de l'année 2008, contrairement à celui de la *Federal Reserve* qui a multiplié le sien par cinq.

Si les intuitions de Fisher et les constatations de Fischer se vérifient, il faudra quatre ans pour s'extraire de la déflation.

Nous serons donc en 2019.

Il faudra, un jour, tirer les leçons de l'action de la BCE.

L'Écho, blog, mars 2015

Politiques budgétaires

Pacte de stabilité : le garrot économique

En économie, on distingue souvent la politique de l'offre de celle de la demande. Stimuler la politique de l'offre vise à flexibiliser les coûts de production et à assouplir les contraintes qui portent sur l'offre de biens et de services. La politique de la demande concerne, quant à elle, une orientation keynésienne. Il s'agit de stimuler la demande de biens et de services par une augmentation des investissements et de la consommation publics, destinée à entraîner une augmentation de la demande privée (également au travers de transferts sociaux et de moindres prélèvements fiscaux).

En simplifiant les choses, on peut assimiler une politique de l'offre à une orientation de droite (le terme anglais de politique de l'offre, *supply side*, est d'ailleurs hérité des années Reagan) tandis que la politique de la demande relève plutôt d'une propension politique de gauche.

La gestion d'une économie exige d'équilibrer les politiques de demande et d'offre, mais une chose est certaine : en période de très faible croissance et de déflation, il faut absolument stimuler la demande. C'est d'ailleurs intuitif : si les agents économiques sont tétanisés par de sombres perspectives économiques et des pressions à la baisse sur les prix et les salaires, ils réduisent leur consommation et leurs investissements. Il importe dès lors qu'un être supérieur, représentant la collectivité, dépasse les inquiétudes individuelles par des investissements collectifs d'envergure destinés à fournir de la traction à la consommation et à l'investissement privés.

Il faut donc stimuler la demande.

Le plan Juncker s'inscrit dans cette logique, mais son envergure est anecdotique.

Et c'est à ce niveau qu'on réalise l'erreur d'avoir imposé un Pacte de stabilité et (cyniquement) de croissance. Ce Pacte exige de diminuer l'excédent d'endettement public de 5 % par an afin d'atteindre un rapport

de la dette publique sur le PIB de 60 %. Le pourcentage de 60 % n'est pas anodin puisqu'il fondait l'un des critères d'accès à la zone euro en 1999. Cette règle se conjugue désormais à ce qu'on appelle la « règle d'or » qui exige de ne pas dépasser un déficit « structurel », c'est-à-dire compte non tenu des aléas conjoncturels, égal à 0,5 % du produit intérieur brut (PIB).

Ce Pacte empêche une politique de la demande et contribue donc à alimenter la récession et la déflation, d'autant que la politique monétaire de la BCE est structurellement – je devrais dire génétiquement – déflationniste.

Je suis d'ailleurs certain que la plupart des pays seront incapables de respecter ce Pacte : les dettes publiques augmentent partout.

Si l'obstination politique associée à ce Pacte persévère, il ne faudra pas s'étonner de rejets de la politique européenne, de velléités de certains pays à quitter la zone euro et de troubles sociaux.

Ce jour-là, il sera trop tard.

L'Écho, blog, décembre 2014

Derrière le pacte de stabilité, une crise de la démocratie ?

On l'a compris : il s'agit d'un Pacte de stabilité plutôt que de croissance.

Mais au-delà de ce hiatus sémantique, la véritable question est de savoir quelle est son utilité et sa réalité. Une contraction budgétaire est inefficace en période de récession. De surcroît, il est impossible d'imaginer réduire l'endettement public sous un horizon de croissance presque nul. Ce constat est d'autant plus évident que les États ne diminuent jamais leur endettement : ils le diluent dans une croissance économique espérée. Sans croissance, une réduction relative de l'endettement public est irréaliste.

On l'a donc encore mieux compris : le Pacte de stabilité sera un Pacte de récession déflationniste.

L'Europe entre dans une période de déflation dont les affres et les désespoirs vont être amplifiés par le basculement de l'économie dans l'ère digitale, qui exigera son écot de chômage et donc d'aides publiques.

Comment des États européens appauvris seront-ils capables d'absorber leur déficit public alors que l'économie réelle exigera le contraire ? Comment ces mêmes États vont-ils assurer l'ordre social et public dans l'écartèlement entre leurs responsabilités domestiques et les contraintes européennes ? Et puis, comment les États vont-ils susciter la croissance dans une économie marchande où les richesses créées par les entreprises leur échappent ? Les États en seront-ils amenés à taxer la consommation plutôt que le revenu qui s'enfuit ?

Cela pose une question sur la nature du régime politique qui émergera de ces contraintes. À l'intuition, il sera plus éloigné d'un système démocratique, à tout le moins dans son expression nationale. À moins, bien sûr, que des forces politiques réfutent les contraintes européennes au motif de leur manque de légitimité populaire et de leur émanation d'une technocratie administrative ?

Mon intuition est que nos communautés glissent lentement et inéluctablement vers d'autres configurations politiques. Celles-ci seront plus autoritaires car la démocratie est consubstantielle à une croissance économique suffisante. Sans croissance, l'autorité publique est appelée à jouer un rôle plus directif.

Quoi qu'il en soit, ce Pacte de stabilité et de croissance engage une question de représentativité démocratique.

L'Écho, blog, novembre 2014

Même le FMI...

Le FMI a souvent été critiqué pour sa vision manichéenne de l'économie et les remèdes de cheval que cette institution préconisait pour extraire des économies d'une situation de banqueroute budgétaire ou de sabotage monétaire. Pourtant, force est de constater qu'à part quelques exceptions (dont les mesures imposées à la Grèce), le FMI a souvent souligné la nécessité d'une gestion souple de la crise. Depuis des années, l'économiste en chef du FMI soutient d'ailleurs la nécessité d'une inflation suffisante dans la zone euro et l'abandon d'une rigueur budgétaire trop coercitive.

Le FMI vient de réitérer cette position, en insistant implicitement sur l'inanité des retours à l'équilibre budgétaire imposés en Europe.

Il faut s'en convaincre : l'austérité monétaire et budgétaire ont, *a minima*, contribué à la situation déflationniste et récessionnaire.

Il faut arrêter ces politiques mortifères et accepter que l'État doive, en ces périodes de morosité financière, jouer un rôle de support positif et incitatif à l'économie privée.

L'Écho, blog, octobre 2014

Un Weimar planétaire ou un défaut généralisé ?

Engluées dans un contexte déflationniste, plusieurs zones monétaires doivent aussi composer avec des dettes publiques qui, ramenées au PIB, atteignent des sommets inconnus depuis les premières statistiques de 1826 (c'est-à-dire plus au moins au terme des guerres napoléoniennes). Or, on le sait, il y a deux manières de solutionner un excès de dettes publiques : le non-remboursement ou le remboursement avec de la monnaie dépréciée par l'inflation.

L'inflation est la méthode la plus commode, agissant comme un impôt silencieux. C'est le monoxyde de carbone des rentiers. C'est d'ailleurs ce que la plupart des autorités monétaires essaient de raviver : en moins de dix jours, trois banques centrales (Japon, Chine et zone Euro)

annoncent qu'elles vont tenter de ré-inflater l'économie. À cet égard, il faut souligner que des taux d'intérêt négatifs (dont il est probable qu'ils se généralisent aux dépôts bancaires) sont un équivalent à une inflation existante.

Mais si la déflation est d'une viscosité supérieure aux injections monétaires, alors il faudra considérer des défauts sur les dettes publiques et, pourquoi pas, privées. Ce serait la grande remise de dettes, comme le meilleur économiste français, Paul Jorion, l'a subodoré.

Bien sûr, entre un Weimar planétaire (correspondant à l'hyperinflation de la République allemande de Weimar en 1923) et une remise de dettes généralisée, il y a un large spectre de solutions. Mais une chose est certaine : une variable économique va devoir se décaler, que ce soit la monnaie ou sa contrevaletur exprimée en dettes publiques.

L'Écho, blog, novembre 2014

Faut-il encore plus d'austérité ?

Jour après jour, le carcan européen se resserre sur la Belgique. Repoussé de 2016 à 2018, il semblerait que le retour à l'équilibre ne soit pas possible avec les mesures adoptées par le gouvernement.

Est-ce la faute au gouvernement Di Rupo ? Ou plutôt à tous les gouvernements depuis Tindemans ?

La question est ouverte, encore qu'une dette publique de plus de 100 % du PIB ne s'explique pas avec un gouvernement, mais plutôt des dizaines d'années d'égarement.

Mais le véritable débat n'est pas là : en termes macro-économiques, la rigueur budgétaire est-elle le bon choix en pleine récession et déflation ?

Bien sûr que non, et tout économiste sérieux le sait, à part, bien sûr, ceux qui, désormais disqualifiés, refusaient le constat de la réalité en écartant le scénario déflationniste et invoquaient la rigueur comme moyen de sortie de crise.

Ma conviction est que l'équilibre n'est pas qu'économique, mais aussi social, et que le risque est de fissurer le mur mitoyen entre ces deux aspects de notre économie. Plus de rigueur n'aura que peu d'effet, mais porte en elle un risque d'hétérogénéité sociale dont le pays n'a pas besoin.

L'Écho, blog, novembre 2014

Et si l'austérité budgétaire était une erreur ?

L'austérité budgétaire est une invention du XX^e siècle, consubstantielle à l'ampleur croissante du rôle de l'État. Qui dit austérité dit excès d'endettement. L'austérité est donc une réponse à une erreur économique, qui consiste à ne pas tirer profit des périodes de croissance pour réduire le déficit et l'endettement publics.

Bien sûr, on argumentera que la contraction des dépenses publiques est politiquement incompréhensible lorsque la conjoncture est favorable, et économiquement inappropriée lorsque la conjoncture est défavorable.

La question est là : est-ce que l'austérité est une bonne réponse en période de contraction conjoncturelle ? Ma conviction est qu'elle ne l'est pas et que c'est une grave erreur de politique économique de l'appliquer à une économie en désarroi.

Au reste, les exemples d'échec de politique d'austérité budgétaire en période de crise ne manquent pas.

Après le krach de 1929 et sa contamination à l'économie productive, tous les programmes d'austérité échouèrent, à commencer par celui de l'Allemagne, mis en œuvre sous le chancelier Brüning, prédécesseur d'Hitler. Mais la France de Laval et la Belgique de Van Zeeland connurent les mêmes échecs cuisants. Le Japon commit incidemment les mêmes égarements en 1927 au travers d'une austérité budgétaire liée au retour à l'étalon-or qui contribua à alimenter la frustration belliqueuse nipponne. Deux ans plus tôt, Churchill avait commis la même erreur fatale en reliant la livre sterling à l'or dans un rapport qui réévalua la devise anglaise jusqu'à voir les exportations anglaises s'effondrer. Dans

les années 1980, Margareth Thatcher commit la même erreur d'austérité qui conduisit à un chômage massif.

D'autres exemples viennent à l'esprit : l'Amérique centrale et la Roumanie des années 1980, la crise asiatique des années 1990, etc.

Mais les hommes oublient tout.

Ils inscrivent les choix de politique économique dans des rapports de force qui furent exacerbés dans le cadre de la zone euro, monnaie qui a enlevé toute flexibilité budgétaire et monétaire domestique.

La Commission aligna sa politique sur l'austérité avec les conséquences épouvantables que nous constatons dans les pays du Sud. La Commission Juncker est désormais forcée d'infléchir cette politique sordide, mais dans le cadre d'un Pacte de stabilité et de croissance qui a entraîné la zone euro dans un siphon déflationniste et récessionnaire.

L'Écho, blog, février 2015

Dettes publiques

L'illusion de la dette publique

La monnaie et la dette publique relèvent du même phénomène. En effet, la monnaie est, pour partie, un passif des banques centrales tandis que la dette est celui des États. Mais à tout passif correspond un actif : c'est ainsi que les dettes publiques correspondent à des créances sur les États tandis que la monnaie est une créance sur les banques centrales. Cela va même plus loin : la dette publique vaut monnaie. Elle est nominale ment exprimée en unités monétaires qui devraient caractériser la même sécurité étatique.

C'est ainsi qu'il est presque impossible qu'un État fasse défaut sur sa dette sans que sa monnaie soit dépréciée.

Une singularité de la dette est néanmoins que la créance correspondante est gagée par la capacité future des États à lever des impôts ou à refinancer la dette afin de l'honorer. Il y a donc une hypothèse sous-jacente à la pérennité de l'ordre social : la crédibilité et stabilité de l'ordre socio-étatique. C'est incidemment cette même stabilité qui garantit la monnaie, elle-même l'expression de l'adhésion aux structures socio-étatiques.

Mais alors, la monnaie et la dette publique ne sont-elles pas de gigantesques paris, relevant de l'adhésion collective ? Probablement.

Marx qualifiait d'ailleurs la dette publique de « capital fictif ».

Étrange analyse.

L'Écho, blog, décembre 2014

Dettes publiques : des opérations Gutt en cascade ?

En 2015, la dette publique de la zone euro devrait atteindre 100 % du PIB, auxquels il faut ajouter l'endettement caché, c'est-à-dire la partie non financée du coût du vieillissement de la population. En Belgique, la dette publique frôle 110 % du PIB, tandis que la dette cachée, exprimée en euros de 2014, correspond à environ quatre fois la richesse nationale produite (PIB). Globalement, la dette belge est donc égale à cinq fois le PIB. Cette dette est finançable en permanence grâce à l'épargne abondante des Belges, et son coût est atténué par le faible niveau des taux d'intérêt. Le taux d'intérêt moyen de la dette belge est toujours de l'ordre de 3 % même si les nouvelles émissions à long terme s'effectuent à moins de 1 %.

D'aucuns argumenteront que la dette publique relève du symbolique, et qu'elle constitue même, au sens de la vulgate marxiste, un capital fictif, puisque gagé sur la stabilité politique future. Elle n'est jamais remboursée et se dilue au gré des années dans un refinancement permanent. Sous cet angle, on peut imaginer que la dette soit naturelle, en ce qu'elle reflète un transfert continu des créanciers de l'État vers les secteurs publics, à l'instar d'une gigantesque sécurité sociale. La dette importerait alors peu. Elle serait à l'épargne privée ce que l'impôt est aux revenus professionnels. Elle serait même « la » représentation par excellence de l'État, puisque son refinancement conditionne les mécanismes fiscaux et de redistribution.

Il n'empêche : la plupart des États-membres de la zone euro sont en défaut : la plupart le sont socialement dans la mesure où le poids des dettes publiques n'est plus transposable dans le futur. Car ce n'est pas la dette, en tant que telle, qui importe, mais sa cohérence avec la prospérité et les revenus futurs. Or la dette publique ne bénéficie plus en rien aux générations futures, alors que le remboursement est mis à leur charge. Cette dette ne finance d'ailleurs plus des investissements mais des transferts.

Par ailleurs, une dette publique ne diminue jamais. Au mieux, elle se dilue, de manière relative, en pourcentage du PIB. C'est donc la croissance de l'économie plutôt qu'un désendettement net (qui s'assimilerait à un suicide politique) qui conduit à alléger le poids d'une dette publique.

Évidemment, les choses prennent une tournure inverse en période de récession et de déflation, puisque le PIB se contracte, conduisant à une augmentation mécanique de la dette.

Par ailleurs, si la dette est refinancée par l'impôt, c'est immanquablement le travail qui est frappé. La dette publique représente donc une ponction continue sur la croissance productive. Et malheureusement, lorsque la dette publique est trop importante, ce ne sont plus les créanciers qui obligent les débiteurs : ce sont les débiteurs qui imposent des effacements de dettes à leurs créanciers. L'ordre monétaire est, en effet, toujours subordonné à l'ordre social. Concrètement, cela signifie que la pompe des transferts financiers refoule : ce sont les créanciers de l'État qui supportent un appauvrissement plutôt que les débiteurs de l'impôt sur le travail.

Comment sortirons-nous de ce piège infernal ?

À court terme, les pays du Nord ne subiront pas d'impacts, tant que l'épargne bancaire et les réserves des titulaires d'assurances-vie seront adéquatement canalisées par les banques et entreprises d'assurances vers le financement des dettes publiques de leurs propres États. La Belgique n'est donc aucunement concernée par un défaut.

Mais, dans le Sud, il y aura des effacements de dettes dont les préambules sont devant nos yeux : défauts (Grèce), compensations (Chypre) et confiscations (affectation obligatoire des pensions publiques au Portugal et réserves d'assurances en Hongrie).

Dans le Sud de l'Europe, ce serait donc l'opération Gutt du XXI^e siècle. Il ne s'agirait pas de remplacer, comme en octobre 1944, le papier-monnaie par de nouveaux billets, puisque la monnaie est commune et essentiellement dématérialisée. Dans les pays du Sud de l'Europe, il s'agirait de rééchelonnements (c'est-à-dire d'une élongation forcée des maturités) des dettes publiques avec un allongement simultané des engagements vis-à-vis des assurés et pensionnés (les capitaux se transformant en rentes, etc.). Ce ne serait donc pas non plus un défaut généralisé de la dette européenne, mais des dissolutions et compensations nationales de dettes. Ces décisions toucheraient les actionnaires des banques et compagnies d'assurances, avant d'appauvrir les déposants, comme à Chypre. Cette consolidation des dettes aurait comme préalable un contrôle des capitaux et une nationalisation du secteur financier ou, à tout le moins,

l'éviction des actionnaires privés. Les institutions financières du Nord de l'Europe seraient bien sûr impactées de manière collatérale.

On peut s'interroger sur la plausibilité de ce scénario d'effacement des dettes dans les pays du Sud. N'est-ce pas de la science-fiction cataclysmique ? Je ne le crois pas. D'ailleurs, une lecture attentive des textes émanant du FMI donne tous les indices suffisants : en octobre 2013, le FMI a émis l'idée théorique d'une *debt tax* visant à la confiscation de 10 % des dépôts bancaires pour stabiliser les dettes publiques, tandis qu'en juin 2014, la même institution envisage des extensions de maturité pour des États en défaut. Il s'agirait de consolidation de dettes, les emprunts de différentes échéances étant fondus en un emprunt de très longue maturité, voire un emprunt perpétuel. Ce type d'opération pudiquement appelé « reprofilage », conduit à maintenir la valeur nominale des dettes publiques, mais à en diminuer la valeur de négociation de 30 à 40 %. La Bundesbank a aussi émis l'idée d'une *wealth tax* pour les pays incapables d'honorer leurs dettes publiques.

En conclusion, nous longeons les abîmes de grands chocs socio-économiques. La plus grande menace pour la stabilité de l'euro, c'est la dette publique. Au Sud de l'Europe, il est parfaitement naïf d'imaginer que la monnaie, les dépôts bancaires et les réserves d'assurance maintiendront un pouvoir d'achat stabilisé alors que leur contrepartie se trouve dans des dettes publiques impayables.

L'Écho, blog, décembre 2014

Dettes publiques : Grand Soir et petits matins

Les dettes publiques sont insupportables.

Leur niveau est incompatible avec la croissance et la démographie espérées.

Ces dettes sont la représentation incontestable d'un échec sociétal. En effet, si l'État s'est endetté, c'est que nous avons choisi de lui donner un rôle qui dépasse sa fonction redistributrice normale en créant un circuit financier parallèle fondé sur le recyclage de l'épargne individuelle.

Leur rééchelonnement futur ne fait, à mes yeux, aucun doute.

Mais certains vont plus loin : pourquoi ne pas annuler la dette publique ?

Après tout, si des épargnants ont choisi de prêter de l'argent à la collectivité au travers de comptes bancaires et polices d'assurances, c'est peut-être que cette épargne est superflue. Que cette dette ne finance plus des dépenses d'infrastructure mais de simples redistributions n'importerait plus : on annule tout et on remet les comptes à zéro. Bien sûr, on connaît les conséquences d'un tel trait de crayon : des institutions financières en faillite et une épargne domestique réduite à néant. Mais, après tout, il faut bien que le Grand Soir se couche un jour...

Et puis, que faire pour les dettes de pensions, certes encore non formulées puisque l'État ne tient pas une comptabilité d'engagements, mais dont la valeur actualisée s'exprime en multiples du PIB ? Faut-il aussi procéder à leur annulation, ce qui conduirait à confisquer l'épargne censée compenser l'impossibilité mathématique d'assurer l'avenir de ces mêmes pensions ?

Faut-il confisquer l'épargne individuelle pour assurer le paiement des pensions futures que cette même épargne est censée financer ?

En un mot comme en cent : faut-il confisquer l'épargne pour lui assurer son existence ?

On le voit : les raisonnements qui prônent l'annulation de la dette oublient que la contrepartie de la dette, c'est-à-dire ce qui la finance, c'est l'épargne individuelle. Cette dernière disparaîtrait si la dette était annulée. Donc l'annulation de la dette n'est concevable qu'au travers d'une négation de l'épargne privée.

C'est évidemment une option, mais dont l'histoire a montré que les fondements étaient fragiles.

L'Écho, blog, février 2015

Pensions : paroles, paroles...

Discuter de la problématique des pensions relève d'un exercice périlleux.

Les autorités publiques ont beau confirmer que le système est intenable, la Commission du vieillissement n'a cessé de publier des chiffres qui montrent une dérive abyssale du déficit de financement des pensions.

Malgré tous ces éléments incontestables, il s'en trouvera toujours pour nier l'évidence et se draper dans une sentencieuse indignation idéologique. Ceux-là affirmeront que la remise en question du financement des pensions s'assimile à une manœuvre sournoise pour tenter de promouvoir un financement privé de la sécurité sociale, voire une privatisation des pensions légales.

Pour peu, celui qui s'oserait, à force de démonstrations académiques, à suggérer que le système est instable, se verrait ridiculisé en Séraphin Lampion qui tente d'escroquer le bon peuple avec des assurances inutiles.

Mais de qui se moque-t-on ? Comment oser reporter ce problème d'année en année, et surtout sur une génération de jeunes travailleurs pour lesquels la charge sociale des pensions des aînés sera insupportable ?

Où est la justice et l'équité, tellement facilement brandies par les anciens responsables des pensions belges, alors que la démographie s'est renversée et que nous pénétrons sans doute dans une longue période de récession et de déflation dont la croissance se sera enfuie ?

Chaque fois que j'ose suggérer que le financement est un problème, certains responsables politiques me réservent leurs Philippiques. On a les Démosthène que l'on peut.

Mais une chose est certaine : C'est Bernanos qui avait raison quand il suggérait que tous les vingt ans, la jeunesse pose aux vieillards une question à laquelle ils n'ont pas de réponse. Et surtout, ne confondons pas les bons sentiments et les erreurs de jugement.

L'Écho, blog, octobre 2014

Travailler jusqu'à 67 ans... vraiment ?

Le financement des pensions est un problème mathématiquement insoluble puisque l'espérance de vie moyenne a augmenté de dix ans depuis les années 1960 et que la pyramide des âges s'est inversée. Il est virtuellement impossible de financer une population âgée croissante avec une population active déclinante. L'erreur est de s'être collectivement engagés à perpétuer un système de pension dont les bases arithmétiques devenaient instables et incorrectes.

Certes, il faut augmenter le taux d'activité des personnes âgées. Dans cette perspective, on augmente l'âge de la pension. Mais ne nous leurons pas : cette augmentation est plus destinée à augmenter le nombre d'années nécessaires à une carrière complète qu'à stimuler le travail des aînés puisque la récession et la déflation entraînent une stagnation du marché du travail.

Au reste, comment imaginer demander à des personnes âgées de travailler plus longtemps alors que la jeunesse, intuitivement plus apte à s'adapter à une nouvelle économie, ne trouve pas assez de travail.

Le problème est que l'économie traverse, comme dans les années 1980 avec l'introduction de l'informatique, une période de fracture technologique : c'est une économie digitalisée qui disqualifie de nombreux métiers d'intermédiaires.

Ce constat est, en vérité, le véritable obstacle à une augmentation du taux d'emploi des travailleurs âgés. L'augmentation de l'âge de la pension est donc un postulat qui camoufle une réalité économique incontestable.

Au reste, penchons-nous sur le cas d'un travailleur qui aurait 67 ans aujourd'hui, c'est-à-dire né en 1947, deux ans après la victoire alliée. Pour autant que ce travailleur ait effectué des études à 18 ans, celles-ci furent achevées en 1969, l'année d'Apollo 11. À l'époque, l'informatique était un mot presque inconnu. Cette personne a atteint son meilleur potentiel d'activité en 1992, c'est-à-dire il y a 22 ans, dans un monde où Internet relevait presque de la futurologie.

Un travailleur de 67 ans a donc dû traverser des phases d'adaptation et de recyclage impressionnantes, dans un contexte où le développement technologique est presque exponentiel.

La véritable question n'est pas de mettre en cause son adaptabilité, car nombreux sont ceux qui veulent et peuvent travailler plus tard. La question porte sur ce que les pouvoirs publics font pour aider ces travailleurs à se recycler et à se former pour qu'ils puissent maintenir un potentiel économique suffisant.

Et à cette question, je n'ai pas vu de réponse.

L'Écho, blog, octobre 2014

Comme un shrapnel, la bombe des pensions explose

Le Ministre des Pensions, Daniel Bacquelaire, a mentionné à plusieurs reprises que le coût des pensions atteindra 41 milliards d'euros en 2015.

Il faut mettre ce montant en perspective avec d'autres ordres de grandeur pour comprendre le caractère insoutenable de ce décaissement annuel, qui va continuer à croître au rythme de l'arrivée à l'âge de la retraite des baby-boomers.

41 milliards d'euros représentent un peu moins que les recettes annuelles de l'impôt des personnes physiques et des sociétés. En d'autres termes, toutes les ponctions fiscales directes des contribuables belges sont égales au coût des pensions.

41 milliards, c'est aussi égal à près de quatre fois les intérêts payés annuellement sur la dette belge.

Mais 41 milliards c'est aussi la moitié du budget de la sécurité sociale ou 10 % de la richesse créée chaque année, c'est-à-dire le PNB. C'est aussi plus ou moins égal à 20 % du budget de l'État.

Les effets d'optique masquant les réalités économiques, le coût des pensions est largement plus lourd que le coût du chômage. Il est près de quatre fois plus élevé. Cette comparaison n'a bien sûr qu'une pertinence limitée (il faut que la population active travaille tandis que les pensionnés ne travaillent plus), sauf que l'ordre de grandeur relativise certains discours populistes.

Évidemment, ces 41 milliards d'euros n'ont fait l'objet d'aucune réserve, puisque les pensions sont financées par la répartition.

Nous avons fait preuve d'une coupable imprévoyance : comme un shrapnel, la bombe des pensions a explosé. Nous le savions. Cela pose de véritables questions sur la capacité de nos dirigeants à exercer une fonction de vigie et de pilotage à long terme de notre économie.

Comme disait Flaubert, l'évidence est « aveugle, quand elle ne crève pas les yeux ».

L'Écho, blog, janvier 2015

L'impossibilité mathématique de financer les pensions

Le véritable problème de la Belgique est le vieillissement de la population et les charges de pensions qui y sont associées. Les pensions sont financées par la répartition, c'est-à-dire que les travailleurs actifs transfèrent une partie des revenus qu'ils génèrent vers les pensionnés. Le système des pensions s'exprime, de manière froide et cynique, comme un subside accordé par ceux qui vivent moins longtemps envers ceux qui vivent plus longtemps. Ces transferts ne sont pas de l'argent qui disparaît en fumée, puisqu'ils contribuent à alimenter le cycle de la consommation. Le problème n'est donc pas là, mais dans l'importance accrue de la charge des pensions, qui va progressivement passer de 10 % à un pic de 17 % du PIB vers les années 2030, c'est-à-dire dans une quinzaine d'années. Un tel prélèvement sur l'économie est insoutenable. Déjà, aujourd'hui, le montant des pensions correspond plus ou moins à la totalité de l'impôt des personnes physiques et des sociétés belge. Une augmentation des charges de pensions deviendra donc structurellement insupportable en termes macro-économiques.

La question est de savoir comment financer cette immense charge dans un esprit de solidarité et de justice inter- et intra-générationnelle. En effet, le système des pensions a vu ses fondations s'effriter sous différentes modifications démographiques, tels l'hétérogénéité des vies

professionnelles et familiales, la chute de la natalité, l'entrée massive des femmes dans la vie professionnelle et le vieillissement de la population (qui entraînera un déficit structurel de croissance économique de 0,5 à 0,7 % selon l'OCDE).

D'autres facteurs structurels se greffent à ces mutations sociologiques : nos communautés ont abandonné un contexte industriel pour s'engouffrer dans l'économie des services et de la connaissance digitalisée. De surcroît, la mondialisation et la plongée dans l'économie de marché ont mis à vif le manque de compétitivité de notre économie et la finitude d'un modèle d'État-providence. On peut aussi discerner un phénomène de capture générationnelle qui caractérise le système belge des pensions, puisque le nombre relatif d'années de travail a baissé pour les personnes pensionnées (ou qui le seront prochainement) au détriment des travailleurs actifs qui devront financer ce surcoût alors que leur nombre diminue.

Mais il ne faut pas s'y tromper : le problème des pensions n'est aucunement limité à leur financement.

Ce qui est véritablement en jeu, c'est la paupérisation de certaines classes de personnes âgées et des disparités de revenus entre les pensionnés. C'est ainsi que les niveaux d'études, l'adaptabilité professionnelle, la nature des familles, le nombre d'enfants et l'espérance de vie entraînent aussi des inégalités.

En d'autres termes, la justice doit être assurée non seulement entre les générations mais aussi au sein des mêmes générations. Un travailleur qualifié, quel que soit son âge, a plus de chances d'être employable et donc capable de constituer une épargne. Ce même travailleur pourra alors décider de s'extraire plus tôt de la vie professionnelle, alors qu'un travailleur moins qualifié se verra plus facilement refuser l'accès au circuit professionnel. De plus, l'espérance de vie est corrélée avec le niveau de revenu et de pénibilité du travail, ce qui engendre aussi des inégalités entre catégories de pensionnés.

Contrairement à l'attentisme coupable dont nous avons fait collectivement preuve, il faut aborder le problème du financement avec lucidité et rigueur.

Aucune solution ne peut s'exonérer d'une vision dynamique : on doit résoudre ce problème dans le cycle d'une vie entière, caractérisée par des périodes d'activité et de non-activité. On ne peut augmenter exclusivement les cotisations des travailleurs actifs pour financer le vieillissement attendu de la population, comme on ne peut se limiter strictement à reporter ce même coût du vieillissement sur les pensionnés au travers d'une chute de leurs pensions.

Il faut donc trouver un équilibre intergénérationnel, tel celui proposé par l'économiste américain Musgrave (et adopté par de très nombreux pays) selon lequel le revenu des travailleurs actifs et des pensionnés doit rester stable, comme si la situation actuelle était socialement « juste ».

Cette règle de Musgrave, appelée aussi règle des positions relatives fixes, conduit à maintenir constant le rapport entre les revenus par tête de la population active (nets de cotisations de pensions) et les prestations par tête des retraités (nettes d'impôts). Une fois ce rapport établi, le taux de cotisation et le montant des pensions sont périodiquement actualisés en fonction des modifications démographiques et de productivité.

Pour respecter cet équilibre de Musgrave, il faudra simultanément augmenter les cotisations des travailleurs actifs et baisser les pensions des travailleurs inactifs. Il s'agit donc d'équilibrer en permanence un immense balancier au fur et à mesure du temps qui passe, en adaptant concomitamment les cotisations et les pensions.

Concrètement, cet objectif doit conduire à une employabilité supérieure des jeunes, un allongement de la vie professionnelle et une augmentation du taux d'activité des travailleurs âgés, et ce particulièrement en Belgique.

Au reste, il semble que si chacun travaillait jusqu'à l'âge de 65 ans, le financement des pensions serait équilibré. Mais une augmentation autoritaire du taux d'activité des travailleurs âgés relève de l'imposture politique, car les bouleversements conjoncturels et technologiques, conjugués à la disparition de compétences, rendent cette orientation caduque.

C'est ainsi qu'on en arrive à retarder l'âge de la pension, non pas pour mettre des travailleurs âgés au travail, mais pour diminuer leurs pensions. On applique donc aux pensions la même logique que celle qui prévaudra pour résorber les retards des trains de la SNCB : plutôt que

d'assurer leur ponctualité, on va modifier les horaires afin que ces derniers s'adaptent au manque d'exactitude...

En conclusion, le problème des pensions ne se règle pas par la loi du marché, mais par un cadre d'économie politique. C'est par l'employabilité des travailleurs, et donc leur formation continue et leur recyclage, qu'on solutionnera l'équation des pensions. Il faudra aussi basculer de manière souple vers un système qui combine la capitalisation individuelle et la répartition collective, à l'instar des deuxième (assurance groupe et fonds de pension) et troisième piliers (épargne pension individuelle). Mais, au-delà de ces orientations à long terme, je suis intimement convaincu que les travailleurs actifs devront cotiser pour un montant supérieur à ce qu'ils pourront espérer au titre de pensions et que le financement des pensions par répartition basculera inévitablement vers un système d'allocation uniforme et universelle.

L'Écho, blog, mars 2015

Thèse, contre-thèse et foutaises

On l'avait oublié, mais le revoilà. Il s'agit de Beppe Grillo, le leader nihiliste italien. L'homme eut son éphémère succès. Le revoilà avec une exigence digne de Proudhon : arrêtons de rembourser les intérêts sur la dette publique italienne, qui s'élève à 100 milliards d'euro par an (soit un quart du PIB belge). Ce que Grillo demande, c'est une répudiation des engagements passés, d'autant plus lourds que l'Europe s'enfoncé – malgré les dénégations de la BCE – dans une inexorable déflation.

Thèse, contre-thèse et foutaises : l'idée n'a aucun sens, puisqu'elle ruinerait les rentiers, les déposants et actionnaires bancaires, ainsi que les compagnies d'assurances. Grillo aime bien les faillites, à commencer par celle de son pays.

Mais qui peut jurer quel sera l'aboutissement de cette crise, aux mutations virales, dans un environnement monétaire dont les meilleurs auteurs académiques relèvent les erreurs de conception ?

Beppe Grillo est un amuseur public et un personnage d'arrière-plan que l'histoire reléguera au registre des farces et attrapes, rubrique poil à gratter et coussin péteur. Mais il n'empêche que la dette publique est impossible à rembourser sans inflation ni croissance. Et lorsque cette réalité sera intégrée, on parlera sérieusement de partage de charge de la dette et de soustraction patrimoniale.

Et ce sera moins drôle.

L'Écho, blog, octobre 2014

Pour solde de tout compte de Noël

Souvent, je traite de la dette publique et de la monnaie. Et tous, nous nous émouvons de l'importance de la dette tout en nous inquiétant de la raréfaction de notre monnaie. Mais, après tout, l'accumulation de monnaie, comme celle de créances qui sont la contrepartie des dettes publiques, ne sont que des représentations mentales. Et tout psychiatre sait que l'accumulation de monnaie et de créances s'assimile à une renonciation à la consommation courante, et donc à un refus d'une pulsion de vie pour espérer se protéger contre la pénurie et les autres. D'ailleurs, on croit gagner du temps en accumulant de l'argent alors que le temps s'érode... tout comme la monnaie. C'est même pire : avec des taux d'intérêt négatifs, on perd de l'argent en croyant gagner du temps.

Tout cela pour dire que les conventions symboliques doivent être prises pour ce qu'elles sont, à savoir d'éphémères artefacts. Et que la monnaie, comme les civilisations, peut s'éroder. D'ailleurs, si les Rois mages apportèrent de l'or à la naissance du Christ, il fut trahi, 33 ans plus tard, par de vulgaires pièces d'argent.

L'Écho, blog, décembre 2014

Nous sommes moins riches que nous le pensons...

Une récente étude de McKinsey quantifie le niveau des dettes globales (des États, des ménages et des entreprises). Ces dettes atteignent près de 300 % du PIB, soit 200.000 milliards de dollars, avec certains pays pour lesquels ce pourcentage dépasse l'entendement (Japon : 520 %, Espagne : 400 %, États-Unis : 270 %, etc.). Les dettes publiques ont, quant à elles, augmenté de 25.000 milliards de dollars depuis 2007, sans compter la valeur actualisée des engagements impayables en matière de pension et de soins de santé.

Bien sûr, pour chaque unité de dette, il existe une créance. Mais, lorsque les dettes sont trop importantes, ce sont les débiteurs qui obligent les créanciers.

C'est ainsi qu'en matière de dettes publiques, de nombreux pays devront activer la planche à billet (pour créer de la monnaie *ex-nihilo*) et procéder à des rééchelonnements de dettes.

Nous croyons naïvement que monnaie vaut capital. Rien n'est plus faux.

Nous sommes collectivement moins riches que nous ne le pensons et, un jour, les grandes soustractions s'opéreront.

L'Écho, blog, février 2015

Intuitions fiscales

L'impôt belge a (presque) 100 ans !

Il y a presque un siècle, la Belgique introduisit un système d'impôt progressif. Elle fut singulièrement le dernier État développé à mettre en œuvre cette disposition que nul ne contesterait plus aujourd'hui. Ce fut une réelle modification du rapport à l'État, puisqu'il s'agissait du fait qu'un contribuable participe au financement de l'État de manière d'autant plus importante que ses revenus l'y autorisaient. C'est d'ailleurs en 1919 que fut introduit le vote au suffrage universel, à tout le moins pour les hommes.

L'impôt progressif fut une véritable révolution, d'ailleurs très proche des idées révolutionnaires de Karl Marx. Auparavant, l'impôt était modique et surtout proportionnel. Cet impôt proportionnel, proche de l'idée de la *flat tax*, avait été imaginé par Vauban en 1707, et appliqué par Louis XV sous le nom d'« impôt du vingtième ».

Pourquoi la Belgique introduisit-elle un impôt progressif? Les raisons sont nombreuses. Avant la guerre de 1914-18, le pays était entré de plain-pied dans la révolution industrielle, jusqu'à en devenir une des principales économies mondiales.

Une longue période de prospérité s'était installée mais les légitimes revendications ouvrières se manifestèrent. Elles furent d'ailleurs relayées par l'omniprésente Église catholique qui fonda, sous le pontificat de Léon XIII, sa doctrine sociale. Après la guerre, les libéraux progressistes et le mouvement ouvrier finirent par se rejoindre afin de façonner un nouveau régime fiscal. Cet alignement d'intérêts ne résultait bien sûr pas d'une convergence d'intérêts, mais d'objectifs différents juxtaposés : les libéraux progressistes avaient peur d'une implosion du capitalisme, attisée par les vents bolchéviques, tandis que le mouvement ouvrier revendiquait une plus grande justice sociale. Singulièrement, les partis catholiques combattirent l'impôt progressif au motif qu'une logique de subsidiarité devait s'imposer. L'État ne devait avoir qu'un rôle accessoire

afin que les tâches sociales puissent être confiées à des organisations catholiques intervenant comme intermédiaire entre l'État et les citoyens qui en avaient besoin. Aux yeux de ces orientations catholiques, la progressivité de l'impôt renforçait le rôle de l'État en disqualifiant l'Église.

Cette configuration historique explique peut-être pourquoi la France introduisit l'impôt progressif dès 1914, c'est-à-dire à l'époque de la séparation de l'Église et de l'État, elle-même entretenue par le démantèlement et l'expulsion des congrégations religieuses (notamment vers le Sud de la Belgique). Cet impôt était modique, puisque son taux plafonnait à 2 % et ne concernait que 1,7 % des contribuables français. Pourtant, à l'époque, des luttes politiques stupéfiantes se déchaînèrent au motif que cet impôt disqualifierait l'entrepreneuriat et susciterait l'exil des forces capitalistes.

Dès 1894, Jaurès avait fait de l'impôt progressif une « correction de la puissance croissante des grands capitaux ». Mais ce n'est qu'en 1913 qu'un républicain modéré, Joseph Caillaux, fit aboutir le projet de l'impôt progressif au terme d'in vraisemblables débats et difficultés de procédure. Le texte fut finalement adopté en juillet 1914, quelques jours avant l'assassinat de Jaurès et le déclenchement de la grande guerre.

Cette notice historique rappelle que les réformes fiscales sont souvent consacrées après les grands bouleversements de la société, comme les guerres. Il s'agit alors de refonder le contrat social dans une logique d'harmonie et de justice sociales. Au reste, la réforme fiscale belge de 1962 trouva son origine dans la seconde guerre mondiale, qui avait bouleversé toute l'économie dans un contexte de reconstruction.

En 1962, le législateur a donc profondément réformé les impôts sur les revenus. La justification de cette réforme est toujours d'actualité et mérite d'être citée *in extenso* : « Les instruments fiscaux désuets, compliqués, peu équitables et inefficaces que nous connaissons aujourd'hui doivent être remplacés par un système fiscal moderne. Il faut que, demain, la fiscalité encourage l'investissement et l'effort, qu'elle décourage la fraude et rétablisse la justice. Il faut que, rendue moins compliquée, elle devienne, en Belgique comme dans tous les États modernes, le moyen d'une politique financière efficace, au service d'une politique conjoncturelle et structurelle de développement économique ».

Et en 2014 ? Nous traversons une guerre économique dans un contexte d'inégalités croissantes. Ce serait le moment de mettre en œuvre une

grande réforme fiscale. Mais je crains qu'elle soit écartée, au motif que les forces régionalistes écartent un projet fiscal qui n'aurait de légitimité que fédérale.

L'Écho, blog, novembre 2014

Une grande réforme fiscale devient urgente

La campagne électorale fut illustrée de propos à l'emporte-pièce qui ne furent que des promesses n'engageant que ceux qui y croyaient. Il serait donc naïf de juger l'action gouvernementale à l'aune des « *show me the money* » et autres prétentions de réformes fiscales à 5 milliards d'euros entendus au Nord et au Sud du pays.

Qu'on adhère à la formulation de l'exécutif ne change rien à la réalité de notre économie : nous tombons en déflation. Il est donc insensé de s'exercer à un *statu quo* fiscal, qui serait autant irresponsable qu'économiquement et socialement dangereux.

Et même si cette nécessaire réforme fiscale est repoussée au motif qu'elle correspond à une démarche fédérale à laquelle tous les partis gouvernementaux n'adhèrent pas, il faut mettre en œuvre une profonde réflexion.

À l'impôt des personnes physiques, il faut considérer une reglobalisation des revenus, c'est-à-dire capturer la capacité contributive des citoyens en percevant l'impôt sur l'ensemble des revenus. Cette reglobalisation devrait s'accompagner d'une récompense à la prise de risque : les revenus du travail et du capital à risque (dividendes dans des sociétés productives) devraient être moins taxés qu'actuellement.

À l'impôt des sociétés, aucune mesure n'a été décidée. En réalité, l'impôt des sociétés a même augmenté, puisque le taux nominal est resté identique et que les intérêts notionnels ont été rabotés. Il serait nécessaire de faire basculer l'incitant fiscal vers l'investissement et l'emploi au travers d'une restauration de la déduction pour investissement.

Ces réflexions ne peuvent pas attendre.

L'Écho, blog, novembre 2014

Il faut un nouveau pacte fiscal

La confrontation avec la déflation et la récession, deux symptômes d'une économie en détresse, exige de revoir le contrat fiscal du pays. Il est trop facile de se réfugier dans un *statu quo* que les coalitions gouvernementales permettent, puisque chaque parti dispose d'un droit de veto au changement et d'une prime à la récompense de son propre électorat.

Il est temps de fermer la porte fiscale d'un XX^e siècle révolu, même si les charnières financières grincent.

Depuis trente ans exactement, notre fiscalité a lentement dérivé vers une taxation alourdie du travail et une détaxation des revenus du capital sans risque. Ce glissement n'est pas anodin : il reflète le vieillissement de la population qui est progressivement devenue rentière plutôt que travailleuse. Malheureusement, cette évolution est rendue caduque par la diminution relative du nombre de travailleurs actifs.

Aujourd'hui, la situation est devenue malsaine : plus un revenu est risqué, plus il est taxé. C'est ainsi que les revenus du travail (et qui sont les plus à risque) et du capital à risque sont taxés à 50 % tandis que les revenus des rentes d'État et carnets d'épargne sont à peine taxés, s'ils le sont.

Ce système est injuste et inefficace en ce qu'il dévitalise la prise de risque.

C'est cette équation qui doit être réécrite.

L'Écho, blog, décembre 2014

Il faut revoir la taxation des stock-options

Il y a une quinzaine d'années, la Belgique s'est dotée d'une fiscalité innovante en matière de stock-options, à savoir, l'association des travailleurs au capital de leur entreprise. Le principe d'un plan de stock-options consiste à attribuer, sur une base discrétionnaire, des options d'achat à des collaborateurs de l'entreprise. Ces options sont, sauf rares exceptions, octroyées à titre gratuit. Elles permettent à leurs titulaires d'acquérir des actions, généralement de l'entreprise (ou d'une entreprise liée), à un prix fixé à l'avance

(appelé prix d'exercice), le plus souvent égal au cours de l'action au moment de l'offre de l'option.

Cette modalité rémunératoire n'est pas parfaite : elle s'applique essentiellement aux entreprises qui ressortissent à des groupes cotés en bourse. De surcroît, le caractère incitatif des stock-options, en termes d'alignement des intérêts des actionnaires et des travailleurs, peut laisser dubitatif. En effet, les chocs boursiers et la politique monétaire accommodante de la BCE ont créé des effets d'aubaine qui sont bien éloignés de la dynamique interne des entreprises et donc de leurs valorisations boursières. Mais, au-delà de ces légitimes critiques, il est important de stimuler la capitalisation des entreprises tout en facilitant l'actionnariat salarié.

Le régime fiscal des stock-options s'inscrit en parfaite cohérence avec la philosophie de taxation des revenus du capital. Le régime fiscal belge situe donc l'imposition de l'avantage rémunératoire des options au moment de leur attribution. Concrètement, c'est la valeur théorique de la prime de l'option qui mesure la base imposable. Cet avantage est imposé à titre d'avantage en nature professionnel et correspond à un pourcentage de la valeur des actions sous-jacentes aux options. Ce pourcentage est d'autant plus élevé que la période, la cessibilité et la souplesse d'exercice des options sont importantes.

Cette taxation à l'attribution est-elle logique ? La réponse n'est pas immédiate. Économiquement, ce n'est pas l'entreprise, mais les actionnaires qui attribuent les stock-options. En effet, le bénéfice éventuel réalisé par les titulaires d'options trouve son exacte contrepartie dans un appauvrissement relatif des actionnaires. Ces derniers acceptent une dilution financière sans contrepartie.

Or cette dilution n'est aucunement déductible fiscalement, que les actionnaires soient des personnes morales ou physiques. Il n'y a donc pas de déduction fiscale ou de prise en charge correspondant à la taxation des options attribuées à leurs titulaires. Si la loi avait envisagé une articulation purement financière, l'attribution des options n'aurait pas été imposée. Cette approche n'a pas été retenue au motif que la législation fiscale belge considère l'entreprise émettrice des options comme une entité autonome de ses actionnaires et de ses travailleurs, sans opérer de transparence fiscale dans les flux financiers reliant ces trois acteurs.

L'autre question concerne l'absence de taxation à l'exercice. Le principe qui aboutit à immuniser le gain réalisé à l'occasion de l'exercice des options est-il logique? La réponse à cette question est positive. En effet, le gain réalisé lors de l'exercice découle d'une hausse de la valeur de l'action. Une fois les options attribuées, les espoirs de bénéfice et les risques d'un titulaire d'options sont identiques à ceux d'un actionnaire. Or, les plus-values sur actions réalisées par des contribuables soumis à l'impôt des sociétés ou des personnes physiques sont, de manière générale, immunisées de toute taxation. Il est donc logique et cohérent que les titulaires d'options bénéficient de cette immunisation.

Au reste, si les options étaient taxées au moment de leur exercice, cela romprait la cohérence fiscale en matière d'immunisation fiscale des plus-values, puisque seules les plus-values sur actions tirées de l'exercice d'options seraient imposées, alors que les plus-values privées réalisées sur des actions échapperaient, en l'état de la législation et de manière générale, à la taxation.

Mais tout ceci peut changer si la Belgique envisage une modification de la taxation des plus-values sur actions. Certes, l'orientation politique inclinera vers la taxation des plus-values à court terme, ce qui est à l'opposé des stock-options. Mais, à partir du moment où les lignes fiscales changent, pourquoi ne pas imaginer une taxation différente sur les stock-options? Celle-ci conduirait à alléger, voire à supprimer, la taxation à l'attribution, tout en prélevant une taxation en cas d'exercice. Cette taxation pourrait être de 25 %, ce qui correspond au taux de taxation des revenus mobiliers ou de la taxation des plus-values sur actions de moins d'un an réalisées par des sociétés. Ceci permettrait de stimuler l'actionnariat salarié, donc la capitalisation des entreprises. On pourrait aussi imaginer, pour les sociétés non cotées, c'est-à-dire pour lesquelles les plans de stock-options sont plus complexes à mettre en œuvre, un système d'attribution gratuite taxée au terme d'une période d'attente, pour autant que l'action dépasse une certaine valeur. La France vient d'ailleurs de modifier les incitants fiscaux dans ce domaine en diminuant les charges patronales sur l'attribution d'actions dans des start-up. La France va aussi alléger les conditions en matière d'acquisition et de conservation d'actions gratuites à des travailleurs.

L'Écho, blog, décembre 2014

C'est maintenant qu'il faut réformer l'impôt des sociétés

La fiscalité est d'abord une question d'économie. Le nouveau Ministre des Finances, Johan Van Overtveldt, docteur en économie et professeur d'université, est devant un chantier majeur, à savoir la réforme de l'impôt des sociétés (ISOC). Pendant trop longtemps, cette matière a fait l'objet d'ajustements marginaux, à part l'invention des intérêts notionnels qui a servi de relais à la disparition des centres de coordination. Mais ne nous y trompons pas : cette révolution fiscale s'est inscrite dans l'harmonisation monétaire induite par l'euro. Les taux d'intérêt étant élevés, il fallait réduire le coût du capital par une innovation taxatrice. De plus, l'économie était en expansion et il fallait accompagner fiscalement cette réalité.

Cette réforme de l'ISOC doit désormais s'inscrire dans le contexte de la récession et surtout de la déflation. Dans cet environnement, il est inutile de stimuler le financement des entreprises. Une déflation s'accompagne de taux d'intérêt bas et d'une offre de financement accessible. Cela disqualifie donc les intérêts notionnels comme outil de stimulation fiscale. Au contraire, c'est la demande et l'investissement qu'il faut favoriser au travers d'avantages fiscaux portant sur l'investissement et l'emploi productif.

Tout va donc se jouer dans les prochains trimestres. Notre gouvernement doit donc adopter une logique de stimulation de l'économie plutôt qu'une exigence d'austérité et de rigueur, qui alimente la récession.

Voici quelques pistes de réforme de l'ISOC.

Il faudrait tout d'abord déphaser les intérêts notionnels. Ces derniers ne jouent désormais plus qu'un rôle d'appoint, voire constituent un effet d'aubaine. Il conviendrait de les déphaser et de les remplacer par une baisse de l'ISOC dont le taux devrait correspondre à celui de nos concurrents économiques.

Une autre mesure devrait stimuler spécifiquement la capitalisation des P.M.E. Il faudrait donc inciter les recapitalisations par des déductions fiscales liées à des conditions en matière d'investissements. Cette approche s'apparente aux mesures Cooreman déployées en 1982-1983.

Des avantages pourraient être octroyés aux entreprises qui augmentent leur capital afin de réaliser des investissements productifs. Pour les P.M.E., ces mesures se cumuleraient avec les intérêts notionnels (en déphasage progressif) et la baisse de l'ISOC. On pourrait aussi imaginer que les P.M.E. continuent à bénéficier de taux d'ISOC plus bas, afin de les aider à amortir le choc de la crise économique.

En même temps, il faut stimuler les investissements car nous souffrons d'une désindustrialisation. Les mesures sont nombreuses et elles ont toutes été testées dans les années 1970. La plus simple consiste à permettre des amortissements (fiscalement déductibles) accélérés sur les immobilisations. On pourrait aussi imaginer que la déductibilité des amortissements porte sur plus de 100 % de la valeur de ces immobilisations, afin de protéger la reconstitution du capital, écorné par l'inflation. Une autre idée serait de redonner de l'ampleur aux déductions pour investissement, qui avaient été escamotées au profit des intérêts notionnels.

Une autre piste, différente de ce qui précède, consisterait à réduire le taux des intérêts notionnels à un plancher et à combiner ces derniers avec une déduction pour investissement. Les entreprises seraient incitées à investir dans des biens productifs tout en s'assurant une déduction minimale, correspondant elle-même à des intérêts notionnels réduits. Une entreprise qui n'investirait pas bénéficierait d'intérêts notionnels *minima* mais elle obtiendrait un avantage complémentaire en cas d'investissement. L'actif et le passif du bilan seraient donc favorisés selon des proportions qui dépendent de la politique d'investissement (et non plus de financement) des entreprises.

Il faudrait promouvoir la consolidation fiscale et la diffusion d'une assiette fiscale européenne harmonisée en ce qui concerne l'ISOC. La consolidation fiscale ne présente pas que des avantages pour une petite économie ouverte, mais elle s'inscrit dans le sens de l'histoire de l'harmonisation européenne. Une consolidation fiscale exigerait évidemment de garder un système extrêmement favorable pour la taxation des dividendes et plus-values sur actions, d'autant que la Belgique est un pays de holdings. La taxation à 25 % des plus-values sur actions à court terme devrait être annulée. Elle est inutile et improductive car elle s'oppose à la mobilité du capital.

Une idée innovante concernerait la cession, au sein d'un groupe d'entreprises belges, de pertes fiscales reportables. La cession des pertes fiscales, qualifiée de *Group Relief*, est applicable depuis plusieurs années au Royaume-Uni. Cette méthode reviendrait à considérer les pertes fiscales comme un actif « monétisable ». Un tel système n'est pas très différent du système de récupération des pertes fiscales sur les résultats bénéficiaires antérieurs des entreprises, tel que cette méthode est appliquée en France.

À l'inverse d'une consolidation fiscale, on peut imaginer une régionalisation de l'ISOC. Pourquoi ne pas conserver un taux nominal au niveau belge de l'ordre de 25 %, mais envisager une baisse d'impôt, exprimée en pourcentage de la base taxable, dont les modalités seraient déterminées par les Régions ? Il se poserait, bien sûr, un problème pour les entreprises qui exercent des activités économiques sur plusieurs Régions. Il serait nécessaire de savoir comment répartir l'impôt entre les Régions, le simple rattachement de celui-ci au siège social n'ayant que peu de sens. Il conviendrait alors d'identifier des clés de répartition. Un autre problème serait le traitement fiscal des revenus provenant de l'étranger : théoriquement, il ne peut pas y avoir de différence dans le traitement des revenus étrangers selon qu'une entreprise belge est établie dans telle ou telle Région.

En conclusion, le temps est donc venu de faire preuve d'audace et surtout de s'extraire des schémas classiques, qui conduisent à disqualifier l'entrepreneuriat au travers d'une culpabilisation fiscale des sociétés. S'il s'avère que les intérêts notionnels ne correspondent plus totalement aux conditions actuelles de l'économie, adoptons, avec sagesse et sans points de discontinuité, une grille de lecture différente de l'impôt. Bien sûr, l'équation est complexe et ne suscitera pas d'alignement politique immédiat. Mais trop d'erreurs d'appréciation ont été commises dans ce pays par pusillanimité et par manque de vision. La question n'est d'ailleurs pas de favoriser le capital au détriment du travail, mais d'aligner les intérêts des entreprises et des travailleurs au travers d'un ferment à l'investissement productif. La crise économique exige de nouvelles réflexions.

L'Écho, blog, novembre 2014

Le combat du droit et de l'économie

La taxation des plus-values sur actions est une matière extrêmement complexe. Elle exige de conjuguer une perspective juridique et financière.

Une entreprise belge n'existe pas pour elle-même : elle constitue un être économiquement abstrait, malgré sa personnalité juridique distincte. Elle fait des bénéfices pour ses actionnaires, qui sont, *in fine*, toujours des personnes physiques. Ses bénéfices sont normalement doublement taxés. Ils sont atteints par l'impôt des sociétés avant de subir l'impôt des personnes physiques, c'est-à-dire le précompte mobilier, lors du paiement des dividendes.

Le législateur de 1962 avait affirmé, dans le sillage de la réforme fiscale de 1919, l'exonération (sauf exceptions) des plus-values sur actions gérées en « bon père de famille ». La raison de cette exonération découle du fait que la vente d'une action n'altère pas le patrimoine collectif d'une entreprise mais transfère la quote-part de sa propriété vers un autre actionnaire. En d'autres termes, la réalisation d'une plus-value ne crée pas de nouvelle matière imposable, mais la déplace latéralement, de manière intacte, d'un actionnaire vers un autre.

Bien sûr, il est incontestable que le vendeur d'une action réalise une plus-value par rapport à son prix d'achat, mais cette plus-value trouve sa contrepartie dans le fait que l'acheteur paie « plus cher » l'action acquise. Ce n'est donc pas le transfert de propriété qui crée un accroissement de richesse, mais l'origine de l'accroissement de valeur de l'action. Cet accroissement de valeur de l'action correspond à des bénéfices passés ou futurs de l'entreprise. Ces bénéfices ont été ou seront eux-mêmes frappés de l'impôt des sociétés et ensuite du précompte mobilier. Taxer les plus-values créerait donc une double imposition. On pourrait par conséquent argumenter que si le juriste observe une plus-value, l'économiste ne la voit pas, puisqu'elle s'assimile à une somme de dividendes.

On peut appréhender les choses sous un autre angle. La valeur d'une action est toujours égale à la valeur actualisée (c'est-à-dire ramenée en euros d'aujourd'hui au travers d'un taux d'actualisation) des dividendes futurs espérés. Malheureusement, il est impossible de prévoir précisément des dividendes futurs. L'incertitude qui leur est associée est com-

pensée par l'actualisation de ces derniers à un taux qui reflète, *ex ante*, deux éléments, à savoir, un taux sans risque et une prime de risque, reflétant elle-même le risque idiosyncratique (c'est-à-dire dépouillé des possibilités de diversification éventuelles). Une plus-value n'est donc que la différence entre deux actualisations de revenus futurs espérés (c'est-à-dire entre le moment de l'achat et de la vente de l'actif). Si ces revenus subissent une taxation adéquate, la taxation de la plus-value conduit inmanquablement à une double taxation. On pourrait argumenter qu'une plus-value pourrait naître uniquement d'une baisse du taux d'actualisation, mais alors cette variation mesurerait le degré de précision accrue des dividendes et donc de leur taxation. Exprimé sous une autre forme, une plus-value liée exclusivement à une variation du taux d'intérêt reflète la plausibilité et le rapprochement dans le temps des bénéfiques futurs de l'entreprise.

Pour illustrer ce phénomène, nous prenons un cas extrêmement simple, en supposant que le taux de rendement exigé d'une action reste stable à 5 %. Nous supposons également que le taux de précompte mobilier et d'une éventuelle taxation des plus-values s'établissent à 25 %.

Une action génère un dividende stable et perpétuel de 10. Sur la base des mathématiques financières, la valeur de l'action s'établit à 200 (qui se déterminent comme le dividende de 10 divisé par le taux de rendement de 5 %). Chaque année, le détenteur de l'action va s'acquitter d'un précompte mobilier de 25 % appliqué au dividende de 10, soit 2,5.

Supposons que soudainement, le dividende s'établisse à 12. La valeur de l'action s'ajuste immédiatement à 240 (soit 12 divisé par 5 %). Le détenteur de l'action décide alors de céder son titre pour encaisser une plus-value, qui s'établit à 40 (soit 240 moins 200). Dans l'hypothèse d'une taxation de cette dernière à 25 %, cela correspond à un impôt de 25 % de 40, soit 10.

L'acheteur de l'action va désormais encaisser en théorie un dividende de 12. Sur ce dividende de 12, il s'acquittera d'un précompte mobilier de 25 %, soit 3. Par rapport au détenteur précédent, le prélèvement fiscal sur le dividende est passé de 2,5 à 3, soit une augmentation annuelle de 0,5.

Et quelle est la valeur actualisée (c'est-à-dire ramenée cumulative-ment au temps présent) de ces 0,5? C'est exactement 10, soit 0,5 divisé par 5 %, soit le montant de la taxation de la plus-value supportée par le

vendeur. En d'autres termes, l'acheteur paiera une nouvelle fois l'impôt sur la plus-value. Cet impôt ne sera pas acquitté en une fois, comme pour le vendeur, mais de manière étalée dans le temps.

Taxer les plus-values induirait une irréfutable double imposition chronologique. Ensuite, d'autres interrogations élémentaires se présentent : un impôt sur les plus-values conduirait-il à imposer celles qui sont réalisées ou simplement exprimées ? Quel serait donc le fait générateur de l'impôt : l'aliénation du titre ou la constatation nominale de la plus-value ? Les moins-values seraient-elles déductibles ? Et si oui, selon quelle métrique ? Qui tiendrait la comptabilité de ces plus et moins-values ? Qu'en est-il des titres non cotés et du cas des titres de sociétés étrangères ? Quand placer la date de démarrage du système, puisqu'il faudra déterminer un montant à partir duquel les moins et plus-values seraient calculées ?

En conclusion de cette chronique, la taxation des plus-values opposera toujours le juriste et l'économiste. Pour le juriste, une plus-value est distincte d'un revenu, qui est le fruit d'un actif sans altération de sa substance. Pour l'économiste, la plus-value n'est que la somme de revenus passés ou futurs qui sont accumulés et distribués à un certain moment. Ces deux visions sont difficilement conciliables. C'est ainsi qu'il est impossible de trancher si une taxation des plus-values est source de justice fiscale ou d'inefficience économique.

L'Écho, blog, mars 2015

Taxer le capital, les plus-values ou les revenus du capital ?

Depuis plusieurs jours, une question légitime anime les membres du gouvernement : faut-il taxer le capital ? Ou bien faut-il taxer les plus-values, sachant qu'une plus-value n'est pas un revenu et que sa taxation est un prélèvement sur le capital ? Ou bien faut-il modifier la taxation des revenus du capital, c'est-à-dire les dividendes et intérêts sans impacter les plus-values ou le capital lui-même ? Cette matière est très délicate et

elle exige une réflexion globale, plutôt que des négociations par communiqués de presse interposés.

L'impôt sur le capital se justifie, d'un point de vue macro-économique, dans des circonstances particulières. À partir du moment où l'État s'est endetté et qu'une quote-part de cet endettement se situe dans des accumulations de biens par des particuliers, on peut aussi concevoir que l'État veuille rembourser sa dette en capturant une partie du patrimoine de ces mêmes particuliers.

Ce qui aurait un certain sens, c'est de taxer certaines plus-values, c'est-à-dire les plus-values spéculatives, mais pas les plus-values sur des investissements à long terme. Mais c'est une problématique très complexe.

Pour la comprendre, il faut rappeler le fondement du régime d'exonération des plus-values sur actions. La taxation des résultats d'une entreprise est fondée sur deux faits générateurs.

Le premier, qui donne lieu à l'impôt des sociétés, est la constatation d'un accroissement, par les résultats de l'entreprise, de son patrimoine, par essence collectif.

Le second fait générateur, qui entraîne la soumission à l'impôt des personnes physiques, est fondé sur la sortie d'un patrimoine collectif (celui de l'entreprise) vers un patrimoine individuel (celui de l'actionnaire) sous forme de dividendes.

Par contre, une cession d'action, assortie de la constatation d'une plus-value, n'altère pas le patrimoine collectif mais transfère une fraction de sa propriété vers un autre actionnaire. Une taxation de la plus-value affecte un flux sans que ce dernier crée un accroissement global de richesse.

Illustrons ceci par un exemple extrêmement simplifié (à rendement du capital constant) : un investisseur A achète une action qui vaut 100 et génère un dividende brut de 10, soumis au précompte mobilier de 2,5 (c'est-à-dire au taux de 25 %). Après quelques années, le dividende de l'action passe à 20 et, concomitamment, la valeur du titre passe à 200, comme si le potentiel bénéficiaire de l'entreprise doublait instantanément. L'investisseur A vend alors l'action à l'investisseur B. Il réalise une plus-value de 100. Celle-ci n'est pas imposée, mais elle le sera indirecte-

ment dans le chef du contribuable B. En effet, les dividendes de l'action seront soumis à un précompte qui s'établira à 5, c'est-à-dire 25 % d'un dividende qui s'établit désormais à 20. Si la plus-value de 100 réalisée par l'investisseur A était taxée, cette taxation conduirait à taxer anticipativement des dividendes qui le seront ultérieurement dans le chef de l'investisseur B.

Par ailleurs, la charge fiscale qui affecte un dividende s'élève, à l'heure actuelle, à 34 % (impôt des sociétés) plus 25 % du montant disponible, soit 50 %. Ce taux de taxation est comparable, au taux marginal, à celui des revenus professionnels. Ce n'est pas une coïncidence. En effet, l'impôt des sociétés, cumulé à la retenue du précompte mobilier sur les dividendes, doit conduire à un taux d'imposition global proche du niveau de taxation des revenus d'un indépendant.

Ce raisonnement ne vaut évidemment que pour des plus-values qui correspondent à des investissements à long terme. En effet, des plus-values à court terme ressortissent à une autre nature. C'est sans doute sur celles-ci qu'il faut se concentrer. Cela permettrait de ne pas pénaliser le capital productif.

L'Écho, blog, novembre 2014

La fiscalité mobilière à l'épreuve de la théorie financière

Les guerres entraînent des réformes fiscales, et la Belgique n'a pas échappé à cette typologie. Notre fiscalité des personnes physiques est édifiée sur deux réformes successives, établies en 1919 et en 1962.

La réforme fiscale de 1919 conçut un système d'impôt cédulaire (ou non globalisé), c'est-à-dire que chaque revenu était soumis à un impôt distinct : la contribution foncière, la taxe mobilière et la taxe professionnelle.

La réforme fiscale de 1962 forgea l'idée de solidarité fiscale, et surtout sa fonction redistributrice. Elle fut bâtie sur deux axiomes, à savoir la globalisation (ou addition) des revenus et leur taxation à un taux pro-

gressif par paliers (ou tranches). Il s'agit donc d'un impôt dont le barème augmente avec les tranches du revenu imposable ou, plus précisément, avec le montant de l'épargne qu'un contribuable est capable de bâtir avec ses revenus.

Comment peut-on justifier la progressivité de l'impôt ? Le revenu d'une personne physique est soit consommé, soit épargné. Mais la fraction de la consommation n'est pas proportionnelle au revenu : on ne double pas sa consommation si le revenu est multiplié par deux. L'épargne augmente ainsi de manière marginalement croissante avec le revenu. Cette logique conduit à un impôt progressif.

En termes économiques, l'impôt des personnes physiques taxe donc la formation d'épargne (c'est-à-dire la constitution d'un stock d'épargne), puisqu'un haut revenu, destiné à être plus facilement épargné qu'un bas revenu, est marginalement plus imposé. C'est pour cette raison que le capital n'est pas imposé en tant que tel, puisque sa formation est déjà taxée de manière progressive. La progressivité assure incidemment l'équité verticale de la fiscalité, c'est-à-dire entre les revenus élevés et faibles.

Bien sûr, cette logique se comprend si le capital provient du travail et que le capital est du « travail accumulé ». C'était le cas dans les années industrielles d'après-guerre. Ça l'est moins aujourd'hui, comme l'illustrent les travaux de l'économiste français Piketty. C'est ainsi que la question de la taxation de la formation du capital pose désormais la question de la transmission du capital mobilier, c'est-à-dire des droits de donation dont les taux sont proportionnels et non progressifs. Aujourd'hui, la progressivité de l'impôt continue à pénaliser la formation du capital qui découle du travail, tandis que les exonérations successives de droits de succession et de donation allègent le capital transmis. Est-ce conciliable avec l'équité fiscale ? Chacun a sa perception de la question.

Ceci étant, la fiscalité taxe aussi les revenus du capital. De nombreuses perspectives coexistent dans ce domaine. À mes yeux, une fiscalité cohérente doit s'inscrire dans la notion de risque associée à un revenu. Il faut détaxer la prise de risque, que ce soit sous forme d'apport de travail ou de capital, et décourager fiscalement les revenus de placements non risqués. Je qualifie cette approche de fiscalité « incitative au risque ».

Malheureusement, la fiscalité belge a adopté une logique totalement opposée. En effet, les revenus du capital sans risque (dépôts d'épargne réglementés, obligations, etc.) sont moins taxés que le revenu du capital à risque, tel un dividende d'action qui est normalement soumis à l'impôt des sociétés (33 %) et au précompte mobilier (25 %), soit à un taux maximal de 50 %. Pourtant excessive, c'est une taxation cohérente avec le fait qu'un dividende est, pour partie, le produit du travail (taxé à 50 %) « placé » dans une société.

Mais même à ce niveau, une réflexion approfondie s'impose. En effet, cette équivalence entre la taxation du travail et d'un dividende n'est compréhensible que si le dividende est un réel substitut à un revenu professionnel.

L'équivalence ne tient plus si les dividendes découlent d'un portefeuille diversifié d'actions. Ceci exige un mot d'explication : les marchés financiers ne rémunèrent pas l'absence de diversification mobilière. C'est intuitif : si un investisseur peut diversifier les actifs composant son portefeuille, il serait illogique que le marché rémunère, sous forme d'un rendement supplémentaire récurrent, une concentration du risque qu'il est possible d'éviter. C'est un enseignement majeur de la finance moderne, consacré par plusieurs prix Nobel : la diversification des actifs d'investissement est implicitement reflétée dans leur rémunération. Seul le risque inhérent à un investissement, qualifié de risque non diversifiable ou idiosyncratique, est rémunéré au travers de l'expression d'une prime de risque, censée elle-même se traduire sous forme de rendement au rythme de la détention de l'actif en question.

Cet enseignement de la finance doit être mis en parallèle avec la notion de fiscalité « incitative au risque » caractérisée par le fait qu'un revenu devrait être d'autant moins taxé qu'il est risqué. Ce devrait être le cas du revenu du travail, qui est à risque de licenciements, obsolescence des connaissances, inaptitude physique ou intellectuelle, etc. De surcroît, le travail ne peut, par son essence même, être diversifié. Il est donc incohérent de taxer plus lourdement le travail, consubstantiellement non diversifié, ou les dividendes d'un même travail « placé » dans une société. La logique voudrait que les revenus d'un patrimoine diversifié soient, par contre, plus taxés qu'un revenu du travail.

En résumé, l'architecture d'une fiscalité « incitative au risque » exigerait qu'un revenu soit d'autant plus taxé qu'il est diversifiable. Le revenu professionnel placé « en société » devrait donc être légèrement détaxé alors que le revenu d'un capital diversifié devrait être relativement plus imposé, eu égard au fait qu'il permet d'éviter les variations de revenus liées à la détention d'une action (et donc d'un travail) unique et non diversifiable. Cette perspective peut paraître singulière. Il reste néanmoins indispensable que la fiscalité soit cohérente avec la théorie financière.

L'Écho, blog, avril 2015

Quel précompte mobilier sur des intérêts négatifs ?

Depuis la décision de la BCE d'imposer des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts que des banques commerciales lui confient, la notion d'intérêt négatif se propage dans tout le circuit bancaire. Le but de cette disposition était d'éviter que les banques privées stérilisent la monnaie créée par la BCE en la redéposant auprès de cette même institution. Mais progressivement, plusieurs banques commerciales du Nord de l'Europe ont appliqué des taux négatifs sur les gros dépôts bancaires (et surtout les dépôts des entreprises). Il est fort à parier que ces constats sporadiques se généralisent en Europe. Certains dépôts d'épargne (au-delà d'un certain montant, par exemple) seraient alors, eux aussi, assortis d'un intérêt négatif dans les prochains trimestres.

Des taux d'intérêt négatifs constitueraient, bien sûr, une situation ahurissante puisqu'il s'agit de déprécier la monnaie au fur et à mesure de l'écoulement du temps. Il est d'ailleurs troublant de penser qu'un dépôt bancaire puisse voir sa valeur s'éroder par des taux d'intérêt négatifs alors qu'un billet de banque garde sa valeur nominale. L'année 2015 pourrait donc nous faire pénétrer dans un monde monétaire inconnu.

Cette prospective correspond à deux faits, qui relèvent respectivement du constat et de la solution. Tout d'abord, des taux d'intérêt négatifs reflètent une déflation, c'est-à-dire une tendance structurelle de baisse des prix. Comme l'intérêt est le prix de la monnaie et comme la défla-

tion entraîne un report systématique des achats, la monnaie devient trop abondante et n'est plus aspirée dans le circuit de consommation. Cette abondance de la monnaie peut entraîner des taux d'intérêt négatifs.

Mais des taux d'intérêt négatifs peuvent aussi constituer un instrument de combat de la déflation. La monnaie ne doit plus être rémunérée puisqu'elle gagne en pouvoir d'achat : chaque euro augmente le pouvoir d'achat puisque les prix baissent. Des taux d'intérêt négatifs correspondent donc à une dépréciation des encaisses monétaires destinées à stimuler la consommation. Il est, en effet, plus raisonnable de consommer que de voir son épargne se déprécier par l'application de taux d'intérêt négatifs, sauf à spéculer que la chute des prix future soit d'une ampleur supérieure au taux d'intérêt négatif.

Cette situation pose des questions fiscales singulières.

En effet, en temps d'inflation positive, le taux d'intérêt doit indemniser l'épargnant pour la perte de liquidité liée à la dépossession temporaire des sommes. Cette indemnisation économique, appelée le taux d'intérêt réel, dépend de la période de blocage de l'épargne. Mais le taux d'intérêt doit aussi protéger le pouvoir d'achat de l'épargne, c'est-à-dire compenser le taux d'inflation. C'est à ce niveau que la fiscalité ne respecte pas l'économie des transactions. En effet, les intérêts sont ponctionnés du précompte mobilier au taux de 15 % (au-delà de l'exonération prévue pour les dépôts d'épargne réglementés). Or ce prélèvement fiscal frappe l'entièreté de l'intérêt, et pas seulement sa composante qui compense la perte de liquidité. En d'autres termes, la protection fournie par l'intérêt pour compenser l'inflation est imposée au taux de 15 %. Or, puisque la protection contre l'inflation est justement destinée à protéger l'intégrité du capital, le taux d'impôt qui frappe cette composante du taux d'intérêt devrait être nulle, et non pas de 15 %. Dès lors, en temps d'inflation positive, le précompte agit non pas comme un impôt sur le revenu, mais bien sur le capital, dont il corrode le pouvoir d'achat. Comment corriger ce phénomène ? Il existerait théoriquement une correction, consistant à défalquer *a posteriori* du rendement des placements l'inflation constatée pendant une période déterminée. Ce serait, malheureusement, irréaliste et irréalisable pour un ensemble de raisons techniques.

Lorsque les taux d'intérêt deviennent négatifs, la question du précompte mobilier se pose de manière radicalement différente : il n'est,

bien sûr, pas possible d'appliquer un prélèvement fiscal à un taux d'intérêt négatif puisque la logique voudrait plutôt que l'épargnant récupère un précompte auprès de l'État. Ce ne serait néanmoins qu'une prospective théorique, puisque l'État n'a pas à indemniser un épargnant pour un paramètre de marché, d'autant qu'il fournit une protection des dépôts jusqu'à 100.000 euros par épargnant.

Et pourtant! Si des intérêts négatifs s'assimilent à une inflation « imposée » à la monnaie, l'État aura donc prélevé le précompte mobilier sur l'inflation effectivement contenue dans des taux d'intérêt positifs, tandis qu'il ne donne pas d'à-valoir sur la situation inverse, c'est-à-dire lorsque les taux d'intérêt sont négatifs. Nous voilà donc entrés dans une situation monétaire et fiscale inédite, et surtout porteuse d'asymétrie de traitement fiscal.

L'Écho, blog, décembre 2014

Faut-il augmenter la TVA ?

Jour après jour, l'évidence de la fragilité des finances publiques se précise. Depuis le jour des élections, les promesses fiscales et autres cornes d'abondance ont été rangées, laissant la place à la réalité d'un contexte déflationniste. Cette déflation, conjuguée à une croissance insuffisante, altère négativement les finances de l'État.

On parle d'un *tax shift*, sans que personne n'ait très bien compris de quoi il s'agit. Si tout le monde est à peu près d'accord sur le fait que la fiscalité professionnelle est trop lourde, personne n'est d'accord sur son déplacement. C'est ainsi qu'on parle de taxation des revenus du capital, des plus-values mobilières, des loyers réels, du capital lui-même, etc. Malheureusement, ces orientations sont contraires à celles d'un gouvernement de droite.

Reste alors la TVA.

Il s'agit d'un impôt de large base et de perception immédiate.

Pourquoi ne pas l'augmenter d'un pourcent tout en abaissant de 6 % à 5,5 % le taux réduit applicable aux produits de première nécessité ?

Il y a des arguments contradictoires par rapport à cette éventuelle mesure.

Une augmentation du taux général de la TVA combinée à une diminution des taux réduits contribue à améliorer la progressivité de la TVA en fonction des revenus, puisque les biens de première nécessité seraient, en termes relatifs, moins imposés. Mais, en même temps, l'augmentation de la TVA de 21 à 22 % la rend plus injuste puisque de nombreux biens et services de consommation indispensables coûteraient plus cher, aggravant la ponction relative sur les bas salaires.

Une augmentation de la TVA peut aussi être appréciée différemment dans un contexte déflationniste : la hausse modérée des prix à la consommation permet d'absorber plus aisément une augmentation de la TVA, mais cette dernière peut concomitamment contribuer à la déflation en contrariant la consommation intérieure.

On peut aussi considérer la notion de TVA sociale. Il ne s'agit pas d'une modalité technique en matière de TVA, mais plutôt de son utilisation afin de déplacer latéralement les charges sociales qui ponctionnent la rémunération du travail.

L'idée consiste à financer un abaissement des charges sociales par une augmentation de la TVA sur tous les biens et services, qu'ils soient produits nationalement ou importés. Il s'agirait donc de diminuer le coût du travail national en faisant glisser ce coût budgétaire sur la TVA. Et c'est là qu'il y a un élément innovant : la TVA porte sur tous les biens et services, alors que le financement de la sécurité sociale est uniquement prélevé sur les biens produits nationalement.

Sous le système de la TVA sociale, les biens et services produits nationalement supporteraient un accroissement de TVA, mais bénéficieraient simultanément d'un allègement des charges sociales qui sont associées à leur coût. En net, la TVA sociale reporterait une partie des charges sociales sur la consommation de biens et services importés sans ponction sur le revenu professionnel net. Cette TVA améliore, comme une dévaluation monétaire, la compétitivité du pays qui l'applique. C'est, en termes lointains, une sorte de protectionnisme.

Les avantages de la TVA sociale sont innombrables. Il s'agit, par exemple, de rééquilibrer la fiscalité au profit des produits et services

domestiques mis en concurrence avec des produits dans des pays où le coût du travail est moins élevé, pour des raisons de moindre protection sociale. On retrouve un élément de commerce équitable.

Le système n'altère pas la compétitivité des entreprises à l'exportation puisque les exportateurs bénéficient uniquement d'une diminution des charges sociales, les exportations n'étant pas soumises à TVA. Les consommateurs de biens importés subissent, quant à eux, la hausse de la TVA car les coûts de production étrangers restent inchangés, sauf baisse des marges.

Les effets négatifs de la mesure ne sont cependant pas négligeables : baisse de pouvoir d'achat, surtout pour les faibles revenus alors qu'il faut stimuler la consommation interne, augmentation des prix et effet d'aubaine pour les entreprises qui produisent des biens et des services qui ne sont pas en concurrence avec des importations. Par ailleurs, la mesure serait plus favorable aux entreprises à forte intensité de main d'œuvre qu'aux entreprises plus capitalistiques. La TVA sociale pose aussi une question de justice fiscale intergénérationnelle : ce sont en effet les membres de la population active qui bénéficient de charges sociales allégées alors que les consommateurs frappés par une hausse de la TVA appartiennent à toutes les tranches d'âge.

Et puis, d'autres interrogations émergent : la TVA sociale permet-elle vraiment de stimuler la production nationale alors que les facteurs de concurrence étrangère (mouvement des devises, faiblesse des coûts salariaux des pays en développement) sont d'une envergure tectonique ? Est-il certain que les producteurs nationaux répercutent la baisse des charges sociales dans leur prix de vente plutôt que de gonfler leur marge bénéficiaire ?

Certains argumenteront que la TVA sociale a été étudiée dans des pays où la TVA était plus faible qu'en Belgique. Cet argument n'est pas neutre, puisqu'une augmentation de la TVA peut pousser des consommateurs belges à effectuer leurs achats à l'étranger. 40 % de la population belge habite à moins de 20 km d'une frontière. Et les spécialistes l'ont déjà constaté dans différents domaines : l'élasticité de la consommation à la variation de la TVA est importante dans notre pays, avec le risque d'une intensification du commerce transfrontalier. La TVA sociale risque donc

de ne pas favoriser la production intérieure tout en stimulant la consommation à l'étranger.

On le constate : la TVA sociale n'est pas non plus une solution parfaite, mais il n'en existe aucune. Ceci étant, elle épouse les tendances de la fiscalité. La mobilité du travail et du capital entraîne une difficulté à capturer correctement des revenus professionnels. Dans les prochaines années, l'impôt se déplacera latéralement pour taxer la consommation (c'est-à-dire un flux) plutôt que les revenus professionnels.

L'Écho, blog, février 2015

Et si le *tax shift* faisait pschitt...

Jamais une réforme fiscale n'aura fait couler autant d'encre. Mais, comme disait de Gaulle, « peut-être que quand tout aura été dit et fait, plus aura été dit que fait ». C'est d'ailleurs frappant de constater que les cercles universitaires, patronaux et syndicaux en parlent plus que les acteurs politiques.

En effet, cette réforme fiscale doit d'abord être dépouillée des promesses électorales qui s'avèrent intenables et du contexte déflationniste qui exerce une pression négative sur les recettes de l'État. Il faudra aussi réduire le déficit budgétaire conjoncturel, aggravé par quelques erreurs d'estimation, comme le coût des pensions.

La réforme fiscale va donc débiter par un contrôle budgétaire bien éloigné d'une augmentation du pouvoir d'achat.

Ensuite, il faudra s'interroger sur la nature de ce fameux *tax shift*. De quoi parle-t-on ? À vrai dire, personne n'en sait rien et l'imprécision des orientations gouvernementales laisse penser à un manque total de cohésion.

Le coût du travail doit être baissé. Oui, mais au profit de qui ? Les entreprises ou les travailleurs ? Qui va donc en tirer l'éventuel bénéfice ?

La fiscalité du capital pourrait être modifiée. Oui, mais comment ? On ne parle plus du capital, mais des plus-values, voire d'une augmentation du précompte.

La fiscalité environnementale, c'est bien, encore que comme l'a souvent avancé, à juste titre, Didier Reynders, c'est une fiscalité fisco-dégradable, puisqu'elle devrait disparaître avec l'adoption de comportements plus vertueux.

La TVA pourrait être modifiée en la rendant plus progressive (augmentation du taux général de 21 % à 22 %, mais réduction du taux de 6 % à 5,5 %), mais cela risquerait de contrarier la consommation intérieure et le secteur du bâtiment, en pleine récession.

Et puis, n'oublions pas que la fiscalité est devenue, pour une partie significative, d'essence régionale, ce qui suppose un difficile alignement entre le gouvernement fédéral et le gouvernement wallon, sans compter le fait qu'un gouvernement de droite ne touchera pas volontiers à la fiscalité du capital, et qu'il sera difficile à certains d'envisager une réforme fiscale d'envergure qui donne une légitimité à un projet fédéral.

Le chemin sera donc très long... s'il mène quelque part.

L'Écho, blog, mars 2015

Prospectives politiques et sociétales

Après la crise économique, de graves crises politiques

Plus les perspectives de croissance et d'inflation s'effondrent, plus il devient évident que nous entrons dans un immense tunnel financier, qui pourrait être long de plusieurs années, voire d'une génération.

Ce n'est pas une question de pessimisme que d'établir ce constat, mais une application arithmétique.

La dette publique est gigantesque, et elle sera inéluctablement majorée du coût des pensions, qui sont insuffisamment provisionnées. Cette dette publique constitue un emprunt de la prospérité qui se traduira par une soustraction de bien-être. En d'autres termes, nous devons collectivement défalquer la dette de la croissance que nous générerons dans les prochaines années.

Peu de personnes sont conscientes de l'extrême gravité de cette réalité, car nous entretenons une image ancienne de l'économie, c'est-à-dire celle des années glorieuses au cours desquelles l'État pouvait compenser les décrochages conjoncturels.

Aujourd'hui, le décrochage se transforme en trou d'air, et l'État deviendra impuissant, malgré les sollicitations qui émaneront d'une population désemparée.

Socialement, les prochaines années vont révéler une terrible confrontation. Et sans doute une colère sociale de certaines classes défavorisées.

C'est pour cette raison qu'il ne faut pas minimiser les risques de radicalisation et d'extrémismes politiques. Ces escalades politiques sont une lave qui n'est jamais refroidie.

Les crises économiques entraînent des éruptions.

Et parfois, elles ne sont plus sous contrôle.

L'Écho, blog, octobre 2014

Que deviendront nos démocraties ?

La démocratie, ce pouvoir du peuple, probablement inventé par Périclès, est le concept le plus fragile et insaisissable qui soit. La démocratie est-elle la loi du plus grand nombre ? Ou le nombre des plus heureux ? Porte-t-elle justice et respect en elle ? Ou, au contraire, est-elle, par son impitoyable arithmétique, l'expression concédée d'une domination ? Je ne sais pas. Cette question, insoluble, appartient aux philosophes.

Mais, en tant qu'économiste, ce que je ressens, c'est que la crise va désormais attiser les vents mauvais de l'exclusion, de l'ostracisme, de la prédation.

Alors que nous célébrons le drame de la guerre de 1914-18, peut-être trop lointaine pour l'accrocher au réel, d'autres se réfèrent à la Seconde Guerre mondiale.

Nos communautés plongent dans l'appauvrissement collectif, donc dans la lutte individuelle.

Ce monde va souffler sur les braises de la dissension.

Car si, pendant quelques instants, le doute s'installe, c'est que Camus avait raison, lui qui affirmait que l'absurde naît de cette confrontation entre l'appel humain et le silence du monde.

À l'absurde, Camus apportait la réponse de la révolte, c'est-à-dire l'affrontement avec le destin.

Prenons garde : nos communautés entrent en période de haute turbulence. Il ne faudrait pas que de banalisation en assentiments résignés, nous entrions dans les années noires.

L'Écho, blog, novembre 2014

Sommes-nous encore en démocratie ?

Le philosophe Olivier Todd pose régulièrement une question : sommes-nous encore en démocratie, c'est-à-dire en situation de représentation populaire ?

La question peut paraître superflue.

Elle ne l'est pas.

L'Europe est devenue une immense technocratie aux contours flous, qui sert autant de moteur que d'excuse à la dépossession des autorités nationales. La BCE, gardienne et garante de la monnaie est, jour après jour, occupée à nationaliser les banques et les États eux-mêmes, dépendant de leurs propres banques. Le triangle dont les pointes sont constituées des banques privées, de la BCE et des États est en train de se resserrer.

Quel en sera l'aboutissement ?

Une liberté garrotée ?

Ou une explosion sociale ?

La résignation ou la révolution ?

Où sommes-nous ? Où allons-nous ?

Vivons-nous un moment insignifiant de l'histoire ou un basculement ?

Une péripétie à laquelle l'émotion circonstancielle accorde l'importance de l'emportement ou un moment de rupture civilisationnelle ?

C'est difficile à dire.

Chaque homme commence l'humanité. Chaque homme la termine.

Mais il faut être prudent.

Tout peut basculer.

À tout moment.

Et toujours, ce sont les ordres établis qui en sont les victimes.

John Lennon chantait : « *You say you want a revolution, Well, you know we all want to change the world.* »

L'Écho, blog, novembre 2014

Les banquiers hollandais et la promesse à Dieu

Dans les calvinistes Pays-Bas, les banquiers sont progressivement soumis à un serment d'agir de manière conforme à une série d'engagements de manière éthique. Bien que ce ne soit pas requis (liberté religieuse oblige), la plupart des serments se terminent par une promesse à Dieu. Ce type de démarche n'est pas étonnant dans un pays protestant.

Mais si la Réforme n'avait pas renoncé au Culte des Saints, on se demanderait auquel il faudrait encore se vouer pour assurer la morale des affaires financières !

Dans les évangiles, Jésus ne range-t-il pas l'argent parmi les puissances qui asservissent l'homme ? Un nom démoniaque est donné dans l'évangile de Matthieu à l'argent : Mammon. Jésus avance que « Nul ne peut servir deux maîtres... Vous ne pouvez servir Dieu et Mammon » (Mat. 6:24). L'évangile de Luc (6:35) avance que « les pécheurs aussi prêtent aux pécheurs, afin de recevoir la pareille... faites du Bien, et prêtez sans rien espérer. Et votre récompense sera grande, et vous serez fils du Très Haut ». Et puis, c'est pour confondre Jésus que les Pharisiens lui envoient des disciples chargés de lui poser la question suivante : « Est-il permis de payer le tribut à César ? ». Jésus, s'étant fait montrer la monnaie du tribut, sur laquelle figure l'effigie de César, leur dit : « Rendez donc à César ce qui appartient à César et à Dieu ce qui appartient à Dieu. » (Mat. XXII 21).

Bien sûr, la Bible ne vise pas la monnaie mais la personne qui la détient. « Car l'amour de l'argent est une racine de tous les maux ; et quelques-uns, en étant possédés, se sont égarés loin de la foi, et se sont jetés eux-mêmes dans bien des tourments. » (Timothée 6 :10).

Mais peut-être que la juxtaposition entre la divinité et la monnaie, matière première des banquiers, se trouve ailleurs. Les monnaies ressemblent aux dieux : elles n'existent que le temps de rassembler des adeptes. Et il faut mourir assez tard avant de savoir que Dieu n'existe peut-être pas, et assez tôt avant de savoir que la monnaie ne vaut peut-être rien.

C'est peut-être pour cette raison que le serment des banquiers hollandais ne peut se vérifier que... *post mortem*.

L'Écho, blog, décembre 2014

Une révolte sociale à l'ère d'Internet ?

Au début du XIX^e siècle, le Français Joseph Jacquard inventa le métier à tisser en combinant plusieurs techniques, dont un système de cartes perforées (qui furent elles-mêmes l'ancêtre des cartes perforées de programmation informatique qu'on utilisait encore dans les années 1980). Cette invention donna le signal du départ à un renouveau manufacturier textile qui culmina à la révolution industrielle.

Mais, avant cette révolution industrielle, il y eut de nombreuses insurrections sociales, dont la révolte des canuts lyonnais (canut signifie tisserand) qui se rebellèrent contre le déploiement du métier à tisser, qui disqualifiait leurs emplois. La machine remplaçait l'homme : l'homme détruisit les machines à tisser. La révolte des canuts s'étendit en plusieurs vagues (1830, 1834, 1848 et 1849) et entraîna des répressions militaires qui firent des centaines de morts. Ces révoltes repoussèrent la mécanisation de l'industrie textile.

À l'origine du mouvement syndical français, la révolte des canuts fut un fait social majeur dont l'émergence s'expliqua par la juxtaposition géographique des hommes et des machines. Les métiers à tisser traditionnels et les tisserands étaient localisés dans la même ville.

L'économiste suisse Sismondi (1773-1842) théorisa ce basculement vers la mécanisation en argumentant qu'il profitait au patronat. Il suggéra que tout individu remplacé par une machine reçoive à vie une rente perçue sur la richesse entraînée par cette même mécanisation. Cette idée est actuellement relayée par l'économiste (et ami) Paul Jorion.

La singularité de cette économie digitale est qu'il n'existe pas de superposition géographique entre le travail d'un intermédiaire qui disparaît et un centre informatique qui se situe aux États-Unis.

Une révolte des canuts serait bien vaine, puisque le progrès est un flux qui nous échappe.

Cette évolution, porteuse de progrès et d'innovation, présente donc un danger : celui de la stupeur qui va nous transpercer lorsque les pleins effets de la digitalisation vont éroder l'économie des services.

Si la destruction économique est créatrice, encore faut-il trouver les relais de croissance et d'emploi à ce qui va disparaître.

Et là, c'est moins clair, car la Belgique n'est aucunement préparée à cette évolution, continuant à entretenir un coupable narcissisme.

Un immense travail de stratégie devrait être effectué à une échelle étatique, à l'instar des questionnements qu'une entreprise doit entretenir pour sa propre survie. Je crains que nous ne soyons aucunement préparés à l'évolution technologique qui se prépare.

L'Écho, blog, novembre 2014

Espagne et Grèce : après la gauche, les colonels ?

Depuis le début de la crise de l'euro, un infranchissable fossé s'est creusé entre les pays du Nord, économiquement homogènes, et les pays du Sud, géographiquement dispersés et auxquels on a imposé des plans de rigueur d'autant plus insupportables que ces pays présentent une faiblesse économique préalable. L'euro est d'ailleurs devenu une monnaie trop forte et donc inadaptée pour des pays qui ajustaient leurs économies au travers de dévaluations répétitives.

Aujourd'hui, l'Espagne et la Grèce sont proches de choix politiques importants. Deux partis politiques, chacun d'inclinaison à gauche, vont probablement jouer un rôle important : il s'agit de Syriza en Grèce et de Podemos (parti qui constitue le relais politique du mouvement des indignados) en Espagne.

Les chemins législatifs de ces deux partis seront différents, mais chacun exige un relâchement de l'austérité, une révocation ou une révision de certains traités, voire une annulation de la dette en ce qui concerne la Grèce.

Bien sûr, l'avenir de ces formations est incertain. Il est possible qu'elles ne soient que l'écume d'un éphémère rejet politique, comme le fut le mouvement de l'Italien Beppe Grillo.

Pourtant, si ces partis émergent, en représentation d'un vote démocratique, ce sera une fissure pour la zone euro, qui est bâtie sur l'homogénéité et l'alignement des politiques monétaires et budgétaires. C'est

d'ailleurs pour cette raison qu'il y a une politique monétaire monolithique de la BCE et que les États-membres de la zone euro ont choisi d'aligner leurs finances publiques sur un Pacte de stabilité, qui exige un uniforme retour à l'équilibre budgétaire et un désendettement public.

Si un pays s'écartait du rang, les conséquences seraient imprévisibles, tant en termes de gravité socio-économique que de politique monétaire. Incontestablement, son rating chuterait et ses possibilités de refinancement auprès de la BCE s'effondreraient, en même temps que son accès au marché des capitaux. Les taux d'intérêt monteraient, d'autant plus qu'un défaut ou un rééchelonnement de dettes publiques entraînerait un séisme financier. D'autres pays s'interrogeraient incidemment sur le bien-fondé de leur politique budgétaire. Si l'Espagne traverse une convulsion politique de rejet de l'austérité, comment imaginer que le Portugal ne soit pas secoué ?

Mais quelle que soit la probabilité d'émergence de Syriza et de Podemos, leur réalité rappelle non seulement la prédominance du choix démocratique, mais aussi l'hypothèse implicite de l'euro d'une orientation politique homogène pour ses dix-huit États-membres. La question est donc de savoir comment concilier l'appartenance à l'euro et une orientation divergente de celle de la majorité de ses États-membres. Cette question de démocratie est importante et devrait interpeller le fonctionnement des institutions européennes, déjà balayées par une vague d'euro-scepticisme lors des dernières élections européennes.

Bien sûr, d'aucuns argumenteront qu'après la gauche, il peut y avoir les colonels, comme Tejero en Espagne et Papadhópoulos en Grèce. Cela relève des manuels d'histoire. Mais l'avenir est tellement incertain...

L'Écho, blog, décembre 2014

Réflexions sur la Belgique

Mais qu'est devenu mon pays ?

J'ai 53 ans.

Éveillé à la musique par *Sgt Pepper's* des Beatles et désormais réveillé par Stromae, le temps a passé.

Presque un demi-siècle.

C'est long et court à la fois.

Assez long pour se rappeler le décollage d'Apollo 11 et l'atterrissage de la première navette spatiale. De Paul VI à François.

Mais assez court pour se rappeler que trois rois auront gouverné le pays.

Ceux qui l'ont créé sont ceux qui se sont battus pour sa liberté et ont accueilli les autres.

Mais il me déçoit de plus en plus. Il me déçoit parce qu'il a dérivé. Il est devenu petit, ramené à sa géographie, lui qui avait accueilli tous les hommes de rupture en recherche d'un havre de liberté de penser et d'expression, d'Hugo à Marx. Durant deux siècles de son existence, la Belgique a été un pays de liberté d'expression, de création refoulée, donc exacerbée.

Foyer du surréalisme, elle devient un pays triste, étroit par la conformité.

Sans ambition.

Fragmenté.

Étreint par ceux qui ont voulu le diriger par opportunisme.

C'est devenu un pays banal.

Je suis déçu de ceux qui l'ont dirigé.

Autrefois foisonnante de créativité, Bruxelles est devenu un ghetto ou un *downtown*, selon qu'on soit la nuit ou le jour.

Je n'aime pas déléguer mon futur à d'autres, mais je pense qu'il manque quelque chose : une, des, valeurs morales qui guident ce pays vers son avenir. Des hommes politiques qui n'entrent pas dans l'avenir à reculons. Des hommes qui, quand ils représentent la Nation, ne pensent pas à la fracturer. Des hommes qui écoutent d'abord les jeunes. Qui comprennent les changements ahurissants du monde sans se boucher les oreilles.

Des hommes étonnants. Des hommes différents.

Qui me donnent toujours envie d'écouter *Sgt Pepper's* et *Stromae*.

L'Écho, blog, janvier 2015

L'intranquillité de la Belgique

Il se passe quelque chose d'inquiétant dans notre pays. Soyons lucides : nous vivons un moment de profonde rupture de l'économie. L'État-providence des années 1970, c'est fini. Mais, en même temps, l'appauvrissement collectif que laisse présager la déflation exige une meilleure bienveillance sociale.

Au moment où nous traversons les pires difficultés depuis un demi-siècle, l'entente nationale n'est pas forgée. Un parti représente minoritairement la Wallonie tandis que la Flandre est, de manière dominante, dirigée par un parti qui souhaite d'autres configurations politiques. La force syndicale exige, quant à elle, un nouveau pacte social, sans prendre toute la mesure de l'inéluctable basculement de notre économie vers la désintermédiation, c'est-à-dire la désindustrialisation appliquée à l'économie des services. Les prochains chocs économiques vont exacerber l'opposition entre les représentations politiques, linguistiques et sociales.

Comment allons-nous traverser les prochaines années ? Dans l'échec du dialogue social et communautaire ou dans la concertation ? La Belgique est un pays artificiel, qui tente, par de complexes articulations socio-politiques, de trouver une inatteignable tranquillité. La clé de voûte de l'édifice est la recherche absolue – je devrais même écrire vitale – d'une large adhésion à un projet de société, c'est-à-dire à un projet qui assure la cohésion.

L'Écho, blog, décembre 2014

Et si un gigantesque naufrage social se préparait ?

La peur du capitalisme se concentre sur les théories déclinistes, la valeur de la monnaie, le rééchelonnement des dettes publiques et l'inquiétude du krach final qui réduirait les valeurs d'actifs à peu de choses. Pourtant, il y a un autre krach qui se prépare. Et celui-là ne relève pas du symbolique monétaire. Il s'agit du gouffre de la pauvreté qui attend les derniers baby-boomers, c'est-à-dire les personnes qui entrent aujourd'hui dans la cinquantaine.

Apparemment, il ne s'agit que de virtualités lorsqu'on retarde l'âge de la pension « ou lorsque le montant de ces dernières sont réduits ». Pourtant, c'est beaucoup plus grave : il est presque impossible de trouver un emploi lorsqu'on dépasse l'âge de 55 ans. C'est d'ailleurs ce qui explique la chute du taux d'activité des travailleurs âgés : c'est moins une question de volonté que d'économie qui s'est fondamentalement métamorphosée en exigeant, depuis quinze ans, des compétences nouvelles et exigeantes.

Pour beaucoup de personnes, la fin de la vie professionnelle et l'entrée de la pension vont s'assimiler à une économie de survivance.

Soyons extrêmement attentifs à cette lente dérive qui va affecter nos communautés. Car d'anéantissements en naufrages, il s'agit peut-être d'un tsunami.

Les années glorieuses de nos communautés sont achevées.

La véritable question concerne la représentation de l'avenir du corps social.

L'Écho, blog, octobre 2014

Ceci n'est pas une crise

Ceci n'est pas une crise, c'est un bouleversement civilisationnel.

C'est une rupture, une prise de conscience.

Je veux dire une véritable prise de conscience, pas l'expression mondaine ou convenue de ceux qui disent que tout change en espérant que rien ne les affectera en regardant leur compte bancaire.

C'est l'adieu au XX^e siècle. C'est l'abandon au monde de l'inertie, de la tétanie. Cette charnière qui grince avec le siècle qui s'est fermé, c'est aussi, malheureusement, l'oubli à tous les drames et totalitarismes qui ont assassiné deux fois le siècle passé.

Notre siècle sera-t-il plus apaisant ?

Je ne le crois pas.

Tout se met en place pour alimenter les replis identitaires, les égoïsmes, les pertes de civilités dont certains espèrent sortir gagnants, alors que, tous, nous en sortirions perdants.

Partout, en Europe et en Belgique, des rémanences des temps odieux sont rappelées.

Mais savent-ils, tous ceux qui adhèrent, en toute bonhomie, à des idées répressives, que chaque homme commence l'humanité et que chaque homme la termine ?

Savent-ils que la liberté et la tolérance sont des combats ?

Savent-ils que, pendant des milliers d'années, des hommes ont relevé la tête plutôt que des fusils, des bras et des mentons.

Pendant des milliers d'années, des hommes ont préféré éteindre les combats plutôt que d'allumer les marches au flambeau.

Dans la *La reine morte*, le Roi Ferrante dit « Et un jour, tout sera bouleversé par les mains hasardeuses du temps ».

L'Écho, blog, décembre 2014

Belgique : aurions-nous changé de régime politique ?

Comme de nombreux Belges dont la conscience politique s'est embrasée depuis plusieurs mois, je ne reconnais plus mon pays.

J'avais une intuition, à savoir que la Belgique n'est qu'une fiction géographique héritée du Traité de Vienne. Aucun fleuve ni montagne ne la délimite, d'autant qu'on y a greffé une frontière linguistique, c'est-à-dire une répartition verbale sur une illusion géographique.

Les racines ancestrales de la Belgique furent inventées pour juxtaposer des légendes sur les lignes pointillées d'une carte d'Europe. Seuls les cantons germanophones, rédimés après le Traité de Versailles, ne s'intégrèrent pas dans ces postulats de la nation belge forgés au cours du XIX^e siècle. D'ailleurs, l'Allemagne tenta, en vain, de les racheter à la Belgique en 1925.

J'avais aussi une conviction : celle d'un pays de compromis, de sagesses, de nuances et de complexités qui érodent les extrêmes afin de trouver un équilibre entre les tensions qui animent les langues et les cultures.

Ma conviction s'est forgée à la lecture de l'histoire de notre pays qui aura oscillé entre les grandeurs industrielles et les médiocrités historiques. Même les égarements de la monarchie, source présumée ultime de stabilité, furent écartés pour conserver l'unité de notre pays. C'est ainsi que le pays décida d'absoudre Albert I pour son reniement de la reconnaissance de la cause flamande et que les oscillations de Léopold III ne le conduisirent qu'à un exil intérieur, malgré sa rupture avec la Nation. Lors de la question royale, le régime fut mis au vote et tous les Belges furent perdants : la Flandre obtint le retour du Roi que les quatre morts de la commune wallonne de Grâce-Berleur l'obligèrent à abdiquer.

Mais aujourd'hui, ce pays est en train de s'effriter. Il s'écartèle dans l'indifférence et l'incompréhension. Il s'échoue parce que de nombreux hommes politiques ne montent pas sur le mât de l'histoire.

C'est même pire : le rappel des années sombres est, chaque jour, évoqué dans l'incompréhension du Nord et la stupeur du Sud. Au moment de la commémoration de la Première Guerre mondiale, on reparle de collaboration au cours de la seconde, sans plus un mot de recueillement pour les

centaines de milliers de personnes qui furent les victimes de la barbarie et se battirent pour l'unité de ce pays. On parle d'ailleurs plus de la collaboration de 1940 que de celle que nous devrions forger en 2014.

On argumentera, à juste titre, qu'un pays de fiction géographique ne répond pas aux appels sourds de l'histoire. Après tout, même si des hommes sont morts pour sa défense, d'autres peuvent décider de le fragmenter.

Mais je commence à craindre que ce soit plus grave : il ne sera peut-être plus possible, pour le Nord et le Sud, de gouverner ensemble : la majorité flamande ne sera pas représentée au niveau fédéral si la majorité wallonne l'est, et vice-versa. Ce n'est plus la juxtaposition politique, mais l'exclusion géographique qui s'imposerait alors. La loi du nombre de votants est-elle en train de gagner alors que son déni est le secret du modèle institutionnel belge ?

Le régime a donc changé. Ce n'est pas un coup d'État larvé, mais une mutation que j'espère réversible. Et ce n'est pas non plus, contrairement à ce que certains avancent, la faute de l'une ou l'autre communauté linguistique. C'est la faute à un abaissement moral collectif.

Le pays risque de perdre une de ses principales valeurs, à savoir la civilité. J'ajouterai que la prospérité individuelle n'est pas un projet de société. Seule une croissance partagée et harmonieuse permet d'être à la hauteur de l'humanisme que nos ascendants ont réussi à bâtir.

L'Écho, blog, novembre 2014

De la guerre aux grandes grèves : les cauchemars de la Belgique

Depuis quelques semaines, la Belgique est entrée dans une atmosphère de violentes turbulences. L'Europe s'enfoncé inexorablement dans la déflation et une période de croissance insuffisante. Il était donc prévisible, parce que prévu, que cette crise économique s'échoue dans des débats idéologiques.

Mais nous assistons peut-être à quelque chose de beaucoup plus grave et d'indicible, à savoir la fin d'un mode de gestion commune du pays.

Aujourd'hui, tous les antagonismes s'expriment.

Lors du gouvernement précédent, le parti majoritaire flamand n'était pas représenté, tandis qu'aujourd'hui, un parti minoritaire représente les Wallons et les Bruxellois. Aux revendications d'indépendance flamande, certains opposent un régionalisme wallon beaucoup plus profond qu'on ne le pense.

Les fissures deviennent des fractures, jusqu'à ouvrir les plaies de la guerre et de la collaboration, à coup de violences verbales insupportables. La Belgique plonge dans ses sombres passés. Les mots honnis sont prononcés : collaboration, Allemagne, nazisme. Ces mots sont des blessures parce que la Belgique n'a pas fait le deuil de sa propre histoire. Elle ne le fera jamais car sa réalité fut mise en question de 1940 jusqu'au retour du Roi en 1950, lorsque le régime fut mis au vote de la consultation populaire. Et c'est justement ce qui est peut-être en train de se passer : le régime est, à nouveau, placé en déséquilibre.

D'ailleurs, tout se mélange aujourd'hui. Car derrière les relents de la guerre, il y a autre chose. Lorsque le profane s'interroge sur la politique belge d'après-guerre, il plonge en apnée dans les méandres de l'histoire. Et c'est alors qu'immanquablement, il discerne, entourée de silences gênés ou de confidences chuchotées, une zone d'ombre. La plupart des mémorialistes la contourne avec embarras, comme si l'histoire était hantée par le néant. C'est la saison froide de la Belgique. Elle est lugubre : c'est la Question Royale. Et, on le sait : frôler cette question revient à esquisser les interdits. En parler rappelle la guerre, ses égarements et des malédictions collectives.

Mais, plus d'une décennie après la question royale, une autre lutte s'engagea. Ce furent la loi unique et les grandes grèves, signant la fin d'une prospérité artificielle liée au plan Marshall et à la reconstruction d'après-guerre.

Assisterons-nous à une fracture linguistique et idéologique comparable aux années 1950 et 1960? Ce n'est pas exclu. La Belgique a traversé deux siècles de paix dans une culture du compromis, incidemment signée par la devise nationale. Je crains qu'elle ne sorte pas indemne des

prochaines années car les fractures sont désormais trop importantes. Et le pire serait que notre démocratie soit sabordée au profit d'une ploutocratie ou d'une oligarchie du plus grand nombre.

Au-delà de lui-même, ce pays doit absolument garder l'humanisme qui a scellé son union.

L'Écho, blog, octobre 2014

L'erreur d'un saut d'index

Avant les élections, les organisations patronales avaient alimenté un invraisemblable vacarme sur l'exigence d'un, voire de plusieurs, sauts d'index.

Aujourd'hui, l'orchestration s'est faite plus discrète.

De nombreux patrons élèvent d'ailleurs la voix pour que cette mesure soit écartée. Il suffit de penser à la grande distribution qui en serait directement affectée.

Et pour cause : nous rentrons en déflation, c'est-à-dire l'inverse du scénario sur lequel les programmes politiques ont été bâtis.

La déflation, c'est la tendance structurelle à la baisse des prix.

Cela conduit à repousser le moment d'un saut d'index, voire à l'annuler.

La mise en œuvre d'un saut d'index est donc caduque en période de déflation.

C'est même l'inverse qu'il faut faire, à savoir soutenir la consommation intérieure pour éviter la spirale récessionnaire.

Bien sûr, certains argumenteront qu'une indexation des salaires est ineffective car une augmentation du pouvoir d'achat des travailleurs belges entraîne aussi une augmentation des importations et profite donc aux pays étrangers. Mais, même si l'argument est indéniablement vérifié à la marge, le pouvoir d'achat domestique assure l'emploi belge. De surcroît, une désindexation des salaires s'inscrirait dans la logique récessionnaire que l'OCDE et le FMI tentent d'exorciser.

Il faut donc revoir ce saut d'index à la lumière des nouvelles circonstances économiques.

L'autre poste de coût qui inquiétait les entreprises est celui de l'énergie. Mais là aussi, le prix du pétrole a baissé de 30 % en dollar depuis un an, alimentant d'ailleurs le contexte déflationniste.

Il faut fonder des mesures de politique économique sur la prospective plutôt que sur une tendance passée.

Et c'est pour cette raison que l'urgence devrait concerner le ciblage de l'allègement des charges sociales.

En tant qu'économiste, je ne suis pas convaincu, comme la Banque Nationale, qu'un saut d'index créera 33.000 emplois. D'ailleurs, cette même Banque Nationale vient de revoir dramatiquement à la baisse les perspectives de croissance.

L'emploi n'est pas déclenché par un saut d'index. Il l'est par une dynamique de demande économique qu'un saut d'index risquerait peut-être de contrarier.

Je le dis et l'écris souvent : nous sous-estimons totalement la gravité de la crise et la chute de croissance qui nous attend. Les recettes des années 1980 seraient de mauvaises répétitions de scénarios. À l'époque, c'était l'inflation qui menaçait l'économie. Aujourd'hui, c'est l'inverse.

L'Écho, blog, décembre 2014

Gouvernement-syndicats : tout le monde se trompe

Demain, la Belgique va traverser une grève. Ce n'est pas un phénomène anodin, loin s'en faut.

Nous faisons face à un choix de modèle, qui se polarise au rythme de la gravité de la crise.

En effet, les années de croissance indistincte sont révolues. Ces années ont permis d'esquiver les questions importantes, dont le type de modèle de croissance et de société dont nous voulons.

Nous avons tenté de prolonger un modèle d'économie industrielle, c'est-à-dire centré sur la géographie, alors que l'économie de la connaissance et de la robotique est géographiquement versatile.

Nous croyons toujours avoir un contrôle sur les entreprises alors que ces dernières glissent de pays en pays.

Nous croyions aussi que le facteur social se résignerait alors que ce n'est aucunement le cas.

En un mot comme en cent, les luttes sociales reflètent une confrontation des facteurs de production, le capital et le travail, que seule la croissance permettait d'anesthésier.

C'est fini.

Ma conviction, c'est que tous, nous devons sortir de nos biais cognitifs.

Nous avons un gouvernement qui tente de ressembler à celui de Martens-Gol, alors que cette époque était caractérisée par l'inflation, tandis que les syndicats répètent, eux aussi, des schémas des années 1980.

Ce qui est en jeu, c'est la capacité de la Belgique à rentrer dans l'économie digitale, c'est-à-dire celle de la robotique et surtout de la dissociation géographique entre l'homme (situé ici) et la machine (qui est dans d'autres pays).

Qui s'occupe de cette évolution inéluctable ?

C'est le cœur du problème et l'enjeu des premières décennies du XXI^e siècle.

Tant du côté gouvernemental que syndical, ne faisons pas les mêmes erreurs que dans les années 1970 et 1980, au cours desquelles nous avons tenté de prolonger les trente années glorieuses d'après-guerre, révolues depuis vingt ans.

À moins, bien sûr, que tout ceci ne soit qu'un immense spectacle, inspiré des deux côtés, de figures imposées et répétitions de scénarios, mais je crois que notre pays vaut mieux que cela.

L'Écho, blog, décembre 2014

Belgique : trop petite pour le patronat, trop grande pour les syndicats

Depuis six ans, une crise inouïe frappe l'Europe, et donc notre pays.

Tout est ébranlé : la monnaie, qui démontre son artificialité, les dettes publiques qui enflent avec les pensions, la déflation avec laquelle nous renouons pour la première fois depuis les années trente et une récession qui est pernicieuse.

À cela s'ajoute un immense basculement du monde qui verra notre économie de services être capturée par l'automatisation, la robotique et la digitalisation, essentiellement localisées aux États-Unis, heureusement notre allié militaire.

Et qu'avons-nous envisagé pour aborder ces défis de l'envergure d'une crise mondiale et d'une révolution industrielle ?

Rien.

Enfin rien d'important.

Tout n'est qu'accommodements et ajustements. Avec l'espoir que la répétition de scénarios et les arrangements suffiront.

Les gouvernements belges n'en finissent plus de se fragmenter en articulations régionales dont le tropisme ne permet pas une vision d'ensemble et cohérente. Le grand patronat belge a, quant à lui, quitté silencieusement la Belgique en trois phases (1988 avec l'affaire de la Générale de Belgique, 1998 avec la vague d'OPA et 2008 avec la chute bancaire de Fortis) tandis que la Belgique reste un marché intérieur trop étriqué pour des entrepreneurs d'envergure. Les syndicats ont, quant à eux, confiné leur action à un niveau essentiellement local.

Tout cela reconfigure incidemment la nature du dialogue social belge. Les syndicats, qui représentent naturellement le travail local, font face à un patronat dont les représentants principaux gèrent des entreprises dont la Belgique n'est plus le cœur du chiffre d'affaires. Il est vrai que le groupe des dix (qui regroupe des représentants syndicaux et patronaux) reflète un ancrage belge, mais les vrais représentants influents du patronat n'y sont pas représentés.

En un mot comme en cent, la Belgique est devenue trop petite pour le patronat et les entreprises multinationales, tandis qu'elle est trop grande pour les syndicats. Cela explique incidemment pourquoi la nature de la réflexion socio-économique est bornée et partiellement inadaptée.

Sans rentrer dans une économie planique (encore que cela fonctionne parfaitement dans des pays telle la Corée du Sud), nous devrions établir la cartographie stratégique du pays, en mettant en évidence, selon la manière traditionnelle, les forces, faiblesses, menaces et opportunités. Cette analyse devrait être fondée à la fois sur la géographie économique (puisque la Belgique est une terre de transit commercial) et l'économie des services digitalisée. Il faudrait aussi définir, selon les régions, les axes de croissance et adapter la fiscalité régionale en fonction de ces choix.

C'est un immense travail, qui pourrait être délégué à une équipe de consultants pluridisciplinaires et non-partisans, car les organismes existants (Conseils Supérieurs divers et Conseil Central de l'Économie) ne jouent pas ce rôle.

Pourquoi ne pas essayer? Plusieurs pays d'Amérique du Sud avaient fait appel à des universités américaines pour définir leur plan stratégique. Ce fut utile, sachant que la volonté démocratique l'emporte toujours sur toute analyse stratégique.

En conclusion, la taille de la Belgique exige une approche socio-économique différente. Le tropisme du dialogue social est inadapté à une économie mondialisée, au sein de laquelle les flux de commerce sont volatils. La Belgique semble trop étriquée pour des entreprises multinationales tandis qu'elle est trop large pour une vision syndicale, toutes deux respectables. Il faudrait effectuer un « *business case* » de notre pays pour en identifier les pistes de réflexion sur la prospérité future.

L'Écho, blog, décembre 2014

Belgique : si on sifflait la fin des débats inutiles ?

Nous vivons des temps économiques inédits. Nous pénétrons dans une tendance déflationniste, inconnue depuis les années 1930 du siècle précédent, qui est aggravée par une croissance insuffisante. La gravité de la situation est telle que la BCE a dû se résoudre à injecter 1.100 milliards d'euros dans un système financier visqueux. Les taux d'intérêt sont négatifs et au plus bas depuis plusieurs siècles. La monnaie unique révèle tous ses vices cachés, à commencer par l'incapacité d'avoir assis sa formulation sur l'absence de gouvernance correcte et une quelconque mutualisation des dettes et des fiscalités européennes.

Les dettes publiques atteignent une année de PIB, sans compter la dette cachée, c'est-à-dire celle des pensions et des soins de santé qui ne pourra être financée que par un prélèvement sur une croissance future... inexistante. Le coût des pensions alourdit l'endettement public au point de mettre potentiellement l'État en faillite.

Mais de quoi s'occupe-t-on dans les négociations sociales ?

D'un saut d'index alors que l'inflation est négative et de la remise à l'emploi des prépensionnés alors que les bouleversements technologiques sont d'une envergure que nul humain n'aurait pu anticiper ?

De quoi devrait-on débattre ?

Pas d'un *tax shift*, mais d'une réforme fiscale profonde. D'une fiscalité de croissance et de combat. De partage du temps de travail. D'une réforme des pensions. D'une réforme de l'enseignement pour savoir quelles sont les filières de croissance, de la pénétration de la Belgique dans une économie digitale.

Nous devrions débattre d'une vision, d'un plan, d'une ambition.

Il arrivera un moment où le tourbillon médiatique ne pourra plus camoufler la gravité de la situation et la nécessité d'une sage réflexion.

L'Écho, blog, mars 2015

Prospectives économiques

Les bons vœux de Karl Marx

Karl Marx a écrit : « L'histoire a plus d'imagination que les hommes ».

Cette phrase est lourde de sens. La crise de 2008 fut trop vite qualifiée de crise bancaire. En réalité, elle fut le ressac du choc de 2001, c'est-à-dire de la crise Internet. Internet a changé le monde, d'abord par la stimulation des échanges et connaissances, mais ensuite par la prochaine désintermédiation associée à l'économie digitale, c'est-à-dire le remplacement des tâches répétitives par des applications automatisées. La fracture numérique va se transformer en rupture digitale.

Cette mutation est gravement sous-estimée.

Elle est même, à tort, écartée par un biais cognitif.

Pourtant, elle constitue le véritable bouleversement géopolitique du monde dans un contexte caractérisé par une économie de service fondée sur l'intangible : nous allons rapidement devenir les utilisateurs de services dont la valeur est comptabilisée dans d'autres géographies.

Quelques exemples illustrent cette métamorphose : Apple devient la plus grande banque du monde et nos banques sont, quant à elles, fondées sur Internet fourni par des entreprises de télécommunication. Les principales applications de robotique et de domotique sont étrangères, tout comme Google qui devient un leader incontesté dans le domaine des nanotechnologies, de la biologie et des sciences cognitives.

Ces métamorphoses vont perturber nos ordres socio-économiques avec la même envergure que celle de la désindustrialisation qui a fait trébucher nos économies dans les années 1970 et 1980, puisque l'économie des services représente désormais 70 % du PIB. C'est peut-être même plus profond que cela : la digitalisation est d'une envergure comparable à la révolution industrielle qui a vu l'homme mécaniser, par la transformation des arts et métiers et l'utilisation de la vapeur et du pétrole, des tâches physiques.

Sommes-nous prêts ?

Pas assez alors que d'autres pays européens, comme le Luxembourg et l'Allemagne le sont. Ces pays ont planifié et clarifié leurs avenir économiques, parfois au prix de décisions régaliennes majeures (et contestables) comme la sortie du nucléaire en Allemagne.

La question est de savoir comment nous allons nous positionner.

Il faut que l'État joue un rôle de vigie, spécialement en Wallonie, où l'économie mixte devient le modèle de progrès partagé. C'est un travail de très longue haleine qui exige de ramener l'enseignement vers les sciences exactes, de créer une osmose et des écosystèmes entre le système éducatif et l'entreprise (au prix d'un dépassement des désuets postulats de la pureté académique qui s'oppose à la mercantilisation de la connaissance). Dans cette perspective, chacun doit, au cours de toute sa vie, se recycler, compléter ses connaissances, se placer dans une logique d'amélioration des compétences, car il n'existe aucun état stationnaire.

Mais, au-delà de ces évidences, Il faut dépasser des postures qui reflètent plutôt une pénétration à reculons dans l'avenir afin d'adopter des ambitions stratégiques.

À cet égard, quelle est la valeur ajoutée de confrontation d'un patronat et de syndicats dans une répétition de scénarios ? Aucune. Les partis politiques disposent-ils de services d'étude d'envergure destinés à guider l'action gouvernementale ? Pas tous. L'État a créé de nombreux conseils supérieurs et cénacles d'études qui permettent d'aligner les forces académiques et législatives. Est-ce suffisamment utilisé ? Non. Où est le propos, l'idée qui interpelle, l'orientation qui dépasse nos quotidiens ? Nulle part. Les intellectuels, les économistes jouent-ils un rôle abouti dans un exercice de prospective ? Pas du tout.

C'est de cela qu'il faut parler en se souhaitant de bons vœux. Parce que se souhaiter une bonne année sur la base de bons sentiments dans une économie en rupture, c'est incantatoire, mais pas opératoire.

L'Écho, blog, janvier 2015

De Jules Verne à l'intelligence artificielle

Jacques Attali nous prédit que le monde va devenir insupportable. Et de plus en plus. Je ne sais dans quelle mesure son propos est teinté par l'amertume des hommes qui approchent de la fin, mais je crois qu'il a raison.

Quel est ce monde de demain ? Un monde de mécanisation, de robotique, de pistage, d'inter-connectivité permanente. Ce sera aussi un monde de diminution progressive de la liberté individuelle. Un monde où la sphère privée n'existera plus que dans la pensée puisque tous nos faits et gestes seront reconstitués. Bientôt, un serment d'amour se transformera en échange des codes de géolocalisation.

L'intelligence artificielle pourrait nous submerger, prévenant et élargissant ou confinant nos intuitions. Stephen Hawking, le célèbre astrophysicien britannique, prédit même que l'intelligence artificielle pourrait mettre fin au genre humain.

Qui seront les libérateurs de cette société oppressante ? Les artistes, les créatifs, les créateurs ? Les religieux ? Et religieux de quoi ?

Dans *Paris au vingtième siècle*, Jules Verne avait parfaitement prophétisé ce monde où les sciences exactes, les techniques et les technologies exproprient les sciences humaines. Seule la beauté de la science séduit encore des humains désincarnés.

Heureusement, comme le disait Bill Gates lui-même, le fondateur de Microsoft : « Il y a toujours un grain de sable ».

L'Écho, blog, novembre 2014

Un nouveau choc économique nous attend

Depuis la mise en place de la Commission Juncker, on a beaucoup parlé du plan de relance de 300 milliards (dont seule une trentaine constitue une véritable prise de risque publique) mais très peu des sources de croissance de l'Europe. Ce plan est d'ailleurs singulier : il s'inscrit dans des projets nationaux et non pas (ou très peu) transnationaux.

C'est incidemment une des illustrations du fait que le véritable déficit de la zone euro est autant le manque de politique industrielle intégrée (qui correspond d'ailleurs à une des conditions nécessaires à une union monétaire) qu'une fragmentation des politiques fiscales et budgétaires.

Bien sûr, on argumentera que la croissance est un phénomène spontané et qu'il n'existe pas de postulat de décollage d'une économie. Le fractionnement des initiatives est donc souvent un garant de croissance.

C'est vrai, sauf que... nous entrons dans une économie digitalisée, caractérisée par la disparition d'un grand nombre de métiers d'intermédiaires. L'automatisation va remplacer l'homme, mais contrairement aux siècles passés, la machine n'est plus opérée par l'homme qu'elle remplace : elle est localisée dans les centres informatiques situés essentiellement aux États-Unis.

Quel est le plan de l'Europe pour surmonter ce choc de la digitalisation, à laquelle nous ne sommes non seulement pas préparés mais dont nous seront aussi les victimes ?

Il n'est jamais trop tard pour commencer. Il faut donc un investissement massif dans la stimulation de l'innovation, seule garante de l'espoir d'une prospérité future. Notre jeunesse est notre meilleur atout. Au lieu de l'accabler par des dettes publiques, investissons dans sa formation avec le plus important : un état d'esprit optimiste et entreprenant.

L'Écho, blog, novembre 2014

Effondrement économique : après l'industrie, les services. Que faire ?

Il y a une vingtaine d'années, de nombreuses entreprises industrielles trouvèrent un relais bénéficiaire en délocalisant leurs capacités de production dans les pays de l'Est, à peine sortis de l'ère communiste. Ensuite, le déplacement latéral se déploya dans les pays asiatiques afin de profiter de coûts de main d'œuvre plus modiques. Notre prospérité fut alimentée par le différentiel du coût du travail.

Était-ce une démarche visionnaire ou un effet d'aubaine ? C'est difficile à dire : la théorie des avantages comparatifs instruit de déplacer des activités où le coût de production est plus faible. Quoi qu'il en soit, les entreprises délocalisées ne reviendront jamais, d'autant que la désindustrialisation semble être un attribut des sociétés matures.

Malheureusement, si tant est que la théorie des avantages comparatifs de Ricardo s'applique, notre erreur est de ne pas avoir développé suffisamment de compétences domestiques et d'avoir transformé la délocalisation en attentisme. C'est même pire : nous avons entretenu une économie des services qui, elle aussi, est en train d'être délocalisée. Il s'agit de la digitalisation de l'économie qui induit une désintermédiation. Concrètement, de nombreuses entreprises de service vont simplifier leurs procédures internes et leurs rapports avec leurs clients au travers d'applications informatiques, de robotisation, de connections qui vont remplacer le rôle qu'entretenaient des travailleurs. Internet est devenu un substitut à l'allocation géographique des facteurs de production en permettant la délocalisation et la désynchronisation des circuits de production.

Bien sûr, on pourrait imaginer que la pénétration dans l'économie digitale induise de tels gains de productivité que la quantité de travail nécessaire en soit réduite. Mais d'où viendra la prospérité ?

Nous avons cru que la mondialisation représentait un mouvement vers l'Est, c'est-à-dire vers les pays au sein desquels nous avons déplacé nos capacités de production. Outre le fait que cette délocalisation aura finalement masqué notre manque d'innovation par un effet temporaire de richesses, c'est désormais l'Ouest qui va absorber nos richesses. En effet, les pays qui contrôlent Internet vont aspirer, par cette désintermédiation digitale, la substance de nos flux économiques. Ces entreprises sont déjà là : elles s'appellent Google, Apple, Amazon, etc. et toutes les entreprises qui vont bénéficier de leurs avancées technologiques.

Nous n'avons rien compris à la mondialisation car elle est double : il y a une mondialisation géographique (vers l'Est, qui touche la production) et une mondialisation logique (vers l'Ouest, qui touche l'économie de service).

Que faut-il faire ? La solution devrait découler d'une approche plus formelle du déploiement de nos économies, à l'instar des plans quin-

quennaux que la France avait articulés après la guerre. Il s'agit d'une impulsion qui rapproche les pouvoirs publics et privés et qui conduit à des allocations d'efforts concentrés dans certains domaines. La Région wallonne déploie cette logique dans les pôles de compétitivité mais il faudrait sans doute aller beaucoup plus loin dans ce système d'économie mixte. Il faudra une meilleure coordination géographique des implantations d'entreprises, l'identification des domaines d'excellence, un meilleur dialogue social, un financement facilité par les pouvoirs publics, tel que c'est le cas au travers des Investis, Sowalfin, etc. Je porte donc cette interrogation : le repliement économique ne repose-t-il pas plus sur une approche régaliennne, à l'instar de ce qu'on constate dans certains domaines aux États-Unis, en Allemagne et dans de nombreux pays asiatiques ?

L'Écho, blog, novembre 2014

Danger : des monopoles dans l'économie digitale

Trois changements organiques s'alignent dans la morphologie de la sphère marchande :

1. Nous pénétrons dans l'ère de la digitalisation. L'ère digitale, dans laquelle nous pénétrons, est à l'économie des services ce que fut la désindustrialisation à l'économie manufacturière. Des flux physiques quittent l'économie réelle pour se mécaniser en flux digitaux, transportés par Internet. Il s'agit de toutes les applications existantes transportées par les smartphones, mais aussi les nouveaux modes de commerce (Amazon, eBay) et de paiement (Apple Pay) en passant par la mécanisation des actes administratifs, etc. La singularité de cette économie digitale est qu'il n'existe pas de superposition géographique entre le travail d'un intermédiaire qui disparaît et un centre informatique qui se situe aux États-Unis.

2. Les entreprises qui pilotent cette mondialisation digitale sont des entreprises en situation quasiment monopolistique, à tout le moins dans certaines géographies. Les États-Unis entretiennent ces monopoles alors que pendant très longtemps, le capitalisme américain s'est structuré sur

leur fragmentation. Il suffit de penser à la téléphonie (AT&T) en 1982. Si la téléphonie fut éclatée, rien de tel ne fut imaginé pour Microsoft et tous les nouveaux opérateurs impliqués dans la digitalisation (Google, etc.).

3. La démocratie se limite aux frontières d'un État. Aujourd'hui, de grandes entreprises, dont les acteurs de la digitalisation, dominent les États. Ces entreprises allument et éteignent des feux de croissance selon de nombreux critères, sans que l'exercice du pouvoir régalien d'un État particulier ne puisse être plus qu'un facteur accessoire.

Il faut repenser l'évolution de la sphère marchande selon ces axes. Immanquablement, cela plaide pour des politiques industrielles ou digitales à l'échelle de macro-zones ou de continents. L'Union Européenne n'a pas encore fait ses preuves dans ce domaine. Il importe néanmoins que chaque pays mette en œuvre une profonde réflexion stratégique sur la digitalisation.

L'Écho, blog, janvier 2015

Du Monopoly au monopole

Beaucoup d'économistes identifient l'émergence d'un capitalisme « néo-libéral » aux orientations politiques concomitamment mises en œuvre par Reagan aux États-Unis et Thatcher au Royaume-Uni. Il y eut indéniablement un tournant, mais dont l'empreinte était préalable, à tout le moins aux États-Unis. Dans ce pays, le libéralisme fut sanctuarisé par le Président Woodrow Wilson (Président de 1913 à 1921) qui assimila le libéralisme économique à une doctrine morale.

Pourtant, un autre phénomène joue un rôle majeur dans l'évolution de la relation américaine à l'économie. Il s'agit de la page tournée sur les dispositions de la loi Sherman (du nom d'un sénateur américain) qui avait été adoptée aux États-Unis à la fin du XIX^e siècle. Cette disposition originale permettait aux pouvoirs publics de démanteler les positions monopolistiques afin de forcer l'expression de la concurrence.

Diverses sociétés firent l'objet de sanctions ou de démantèlements en application de cette loi : American Tobacco, Standard Oil, AT&T, Microsoft, etc.

Mais depuis plusieurs années, les entreprises digitales américaines constituent un monopole de fait ou s'engagent dans cette voie. Il suffit de penser à Google, Facebook, etc.

Ces entreprises apportent un progrès incommensurable à l'humanité, mais leur utilisation marchande va renforcer un monopole, d'autant plus difficile à démanteler qu'il est fondé sur une adhésion spontanée des utilisateurs dans une économie digitale, c'est-à-dire sans frontières physiques.

C'est un développement important de nos économies qui demande réflexion.

L'Écho, blog, février 2015

Économie digitale : Adam Smith et Karl Marx réunis ?

Nous entrons de plein pied dans la mondialisation digitalisée, caractérisée par l'automatisation de nombreux processus grâce à l'interconnectivité autorisée par Internet. La digitalisation conduit à remplacer les tâches humaines répétitives par la robotisation ainsi que de projeter les hommes dans des espaces cognitifs très développés, grâce à l'intelligence artificielle. Cette révolution « industrielle » va pulvériser les rapports sociaux.

Les acteurs de cette révolution sont connus : il s'agit des grandes entreprises de télécommunication et d'informatique. Outre une position quasi monopolistique entretenue par leurs moyens financiers et leur capacité d'innovation, les GAFA (Google, Amazon, Facebook et Apple) sont des groupes américains. Ces entreprises vont aspirer les gains de productivité qui correspondent normalement au taux de croissance de l'économie.

Déjà maintenant, ces entreprises dominent les États, qui sont écartelés entre leurs populations de citoyens-consommateurs et ces entreprises dont les consommateurs-citoyens utilisent les services. En particulier, les États européens sont écartelés entre la nécessité d'assurer l'ordre social dans un contexte de dettes publiques impayables et des entreprises étrangères géographiquement mobiles qui accaparent une grande partie des gains de productivité.

Si cette intuition se confirme, alors la gestion domestique des économies européennes devrait s'étatiser tandis qu'une sphère marchande serait dominée par quelques acteurs internationaux sur lesquels le contrôle étatique deviendrait caduc. On pourrait même imaginer que ces entreprises internationales fassent et défassent les classes moyennes de pays désignés selon leurs intérêts commerciaux et que les États en soient réduits à devoir négocier des concordats fiscaux afin de conserver assez d'emplois et d'activités localement. Tout pourrait se passer comme si Adam Smith animait la mondialisation digitalisée tandis que Karl Marx était convoqué pour assurer la solidarité sociale. Qui serait alors le garant de la démocratie ?

Ce serait bien sûr une version « orwellienne » de nos sociétés et il est peu probable que l'avenir s'assimile à cette sordide science-fiction.

Encore que...

Il faut parfois se faire peur pour s'éviter des cauchemars ultérieurs.

L'Écho, blog, février 2015

Une stagnation séculaire

Dans un discours récent, la Présidente de la *Federal Reserve* (c'est-à-dire la banque centrale américaine) s'est interrogée sur une prospective stupéfiante. N'entrerions-nous pas dans une période de stagnation séculaire, c'est-à-dire un état atone de l'économie, caractérisé par un vieillissement de la population et surtout une chute des gains de productivité, c'est-à-dire de la croissance réelle (c'est-à-dire non inflationniste) ? Il faut bien sûr rester circonspect par rapport à une évolution

qu'on qualifie de séculaire, c'est-à-dire qui porte théoriquement sur un siècle. Ceci étant, cet éventuel scénario doit être juxtaposé sur celui de la digitalisation de l'économie, c'est-à-dire le remplacement de nombreux processus humains par des applications technologiques. Nous entrerions alors dans une période de taux d'intérêt très bas, raison pour laquelle ce scénario est évoqué par les autorités monétaires.

La digitalisation de l'économie la « dés-intermédiarise ». Ce constat est établi dans tous les métiers : enseignement, transports, banque, assurance, commerce à distance, etc. avant que d'autres professions de proximité et d'expertise (avocats, notaires, médecins, etc.) mutent, à tout le moins pour les tâches et les contrôles élémentaires ou de premier ordre. Cette évolution n'est pas une singularité historique : toutes les révolutions industrielles ou technologiques ont fracturé des métiers tout en en créant d'autres. Mais ces mutations exigent des périodes d'adaptation, qui peuvent durer toute une génération, pendant lesquelles les paramètres de l'emploi doivent s'ajuster.

Si cette stagnation séculaire se confirme, elle posera la question de la répartition des richesses et de la quantité de travail. Nous n'échapperons à ce débat sociétal car une stagnation séculaire aggraverait le problème de l'endettement public jusqu'à le rendre insoluble, sauf à imaginer des décisions autoritaires portant sur la monnaie et la pérennité des dettes publiques.

Le problème se résume à un constat désormais connu : l'endettement public (et son reflet qui est la monnaie) est fondé sur des hypothèses de croissance de l'économie et de la démographie, c'est-à-dire une capacité future à rembourser l'emprunt de bien-être que les générations passées ont effectué. Si les prochaines générations n'arrivent pas à déployer une croissance et des gains de productivité suffisants pour honorer ces dettes dans un éventuel contexte de stagnation séculaire, alors tout le château de cartes de la dette publique s'effondre.

L'Écho, blog, mars 2015

Et si l'Europe s'effondrait silencieusement ?

Parfois, je ressens un effroi devant une perception de dégénérescence européenne. À ces moments, il faut éviter de tomber dans la pathologie des théories déclinistes, qui accompagnent d'ailleurs toute l'évolution humaine.

Mais, pourtant, des questions doivent être posées.

Nous sommes un continent âgé et géré par des dirigeants qui ont, eux-mêmes, été imprégnés des grandeurs passées, aujourd'hui disparues.

La croissance du monde s'enfuit à l'Est et à l'Ouest, reflétant des évolutions démographiques et capitalistes sur lesquels nous n'avons plus prise. Les foyers de croissance de l'économie digitale ne sont plus situés en Europe.

Les sources d'énergie se tarissent au même rythme que la population vieillit. Cette même population est rassemblée sur des postulats d'État-providence dont une élémentaire honnêteté intellectuelle devrait conduire au constat qu'ils sont impossible à financer. L'âge médian de la population aux États-Unis et en Chine est le même, à savoir 37 ans. Il est de 46 ans en Allemagne...

Politiquement, l'Union Européenne est devenue une technocratie confédéraliste plutôt qu'un facteur de vision stratégique, sans parler de la monnaie unique dont les fondations économiques sont d'une extrême fragilité. Et puis, que représentons-nous encore en termes géopolitiques, voire militaires ?

Ne sommes-nous pas devenus un continent de rentiers, dirigé à contretemps par des prépensionnés qui ont réussi à désespérer la jeunesse dont le taux de chômage atteint des sommets insupportables dans certains pays ? Ne sommes-nous pas ancrés dans des réalités disparues, à savoir celle d'un continent deux fois martyr des guerres – et qui en avait tiré une certaine légitimité humaniste – et multiplement colonisateur ?

Ne vivons-nous pas dans un mélange de temps anciens sans comprendre que la gravitation du monde s'est déplacée latéralement ?

Je crains que nous ne prenions pas la mesure des changements civilisationnels.

L'Écho, blog, mars 2015

La soustraction économique de notre prospérité

L'intuition n'est pas scientifique.

Elle relève de l'insaisissable.

Sans tomber dans le gouffre des théories déclinistes, mon intuition est que de graves chocs politiques sont proches, parce que nous n'arrivons plus à nous enfuir de nous-mêmes.

Je m'explique : la croissance économique est une échappée dans le futur. Son absence devient donc une prison, puisqu'il n'est pas possible de se projeter dans un avenir économique meilleur.

Quels sont les murs de cette prison ? Il s'agit de la gigantesque soustraction des dettes que nous avons contractées et qui doivent être défalquées de notre futur, comme un monde qui se renverserait. Il s'agit, bien sûr, de la dette publique, mais aussi des autres dettes sociales, comme l'accentuation des inégalités et des dettes sociétales, dont les latences environnementales et climatologiques.

Le problème, c'est que cette soustraction du futur, qui ne peut plus s'opérer sur la croissance, conduit à l'exclusion et à la prédation. Elle révèle les côtés sombres des hommes.

C'est pour cette raison que, partout en Europe, nous observons des manifestations de repli identitaire et une augmentation de l'agressivité sociale. C'est aussi pour cette raison que les démocraties sont mises à l'épreuve dans le sillage des chocs économiques et que tout peut rapidement basculer vers d'autres configurations politiques.

D'ailleurs, le parallèle avec les années trente n'est plus disqualifié.

Ai-je une solution globale pour contrer cette intuition, peut-être pessimiste ?

Non.

Par contre, je crois important de s'interroger sur les valeurs morales qui guident nos communautés et de s'extraire des carcans et rentes d'idées pour savoir comment assurer la cohésion sociale.

Les configurations sociales deviennent très vulnérables. Il s'agit de sauver la civilité.

L'Écho, blog, novembre 2014

Partager le travail

Nous entrons dans une période de faible croissance, voire de récession et de déflation. Le cycle économique s'est retourné, la croissance s'est déplacée latéralement vers l'Asie et les États-Unis et le vieillissement de la population entraîne structurellement un tassement de la vivacité économique.

Mais il y a plus inquiétant – et je reste surpris que nous ne prenions pas suffisamment conscience de cette réalité – : le monde se digitalise, grâce à Internet et surtout à la transportabilité de la communication et de l'action au travers des smartphones.

Ces derniers deviennent des outils de travail mobile et gomment donc les intermédiaires physiques dans de nombreux métiers. En d'autres termes, la digitalisation de l'économie la « dés-intermédiarise ».

Ces mutations exigent des périodes d'adaptation, qui peuvent durer toute une génération, pendant laquelle les paramètres de l'emploi doivent s'ajuster.

C'est pour cela que, au-delà de la création de la prospérité, il va falloir repenser le partage du travail, sous différentes formes. C'est peut-être l'un des plus grands défis socio-politiques destinés à atténuer les inégalités sociales.

L'Écho, blog, octobre 2014

Dislocation sociale ou solidarité ?

L'économie irait-elle mieux? Peut-être. Mais dans quelles conditions? Nous sommes dans des temps indécis, qui ne ressortissent plus à aucun référentiel connu. La monnaie est créée par milliards de milliards de dollars ou d'euros, l'inflation devient, comme les taux d'intérêt, négative et la mondialisation rebat les cartes du monde. Un immense fossé se creuse entre une classe moyenne qui s'affaïsse et certains – je devrais dire tous – qui espèrent échapper à cette crise. Mais où sommes-nous? Dans quelle époque? Certainement plus dans la solidarité d'après-guerre mais

dans un monde d'individualisme croissant. Et où tout cela va-t-il se terminer ? Dans l'exclusion, soigneusement entretenue par certains dont la crise est le terreau fécond des théories nauséabondes, ou dans un sursaut sociétal qui soit mené par certains hommes qu'on ne distingue pas encore.

Car le pire est là : les hommes du rejet sont identifiés tandis que ceux du rassemblement sont indiscernables.

Dislocation sociale ou solidarité ? La question est engagée par la crise. Et ce n'est plus une interrogation sémantique.

L'Écho, blog, mars 2015

Quelle société voulons-nous ?

À moins de vérifier que l'exclusion et l'ostracisme sont des choix démocratiques, et donc partagés, quelle société voulons-nous ?

Une société d'ouverture, dans l'intelligence de la justice et de la sécurité ?

Ou bien une société ostracisant qui fragmente les classes sociales, les attachements territoriaux, les affinités linguistiques et culturelles ?

Comment la patrie qui accueille Hugo et Marx pourrait-elle rester sereine si nous commençons à admettre que le racisme est relatif ?

Un de mes ancêtres était un exilé moldave, probablement victime de pogroms, et spolié par les soldats de Napoléon. Accueilli en Belgique, son arrière-petit-fils devint, par son labeur et son acharnement, bourgmestre de Verviers, à l'époque l'une des plus florissantes villes du monde.

Que serait-il devenu dans l'exclusion ?

Ne sommes-nous pas tous des immigrés ?

Il faut paisiblement s'opposer à la fracturation de notre société.

Chaque jour, certains s'accommodent des outrances et des débordements verbaux. Pour ceux-là, la ligne rouge n'existe plus au motif de leur propre survie politique. Mais quelles valeurs morales veulent-ils

formuler, au-delà d'une sombre mathématique électorale dont ils seront évidemment les victimes ?

Nos sociétés doivent repenser leur futur. Les paramètres économiques sont désastreux, les inégalités s'aggravent (encore que la Belgique présente une belle répartition sociale) et le poids des dettes sera insupportable pour les jeunes dans un contexte de démographie vieillissante.

Tous, nous sentons que le monde devient tourmenté.

Ne serait-ce pas temps que des voix politiques s'élèvent pour formuler des valeurs morales qui guideraient la gestion du pays ?

L'Écho, blog, mars 2015

Sujets divers

Le pays du matin calme

Il y a quelques jours, j'ai effectué un séjour de rencontres académiques à l'invitation du gouvernement coréen du Sud, appelé le pays du matin calme (ou du matin frais). C'était ma première visite dans ce pays mais, sans prétendre pouvoir appréhender correctement la réalité économique d'un pays, il est utile d'en tirer des enseignements pour le nôtre.

Au terme de l'occupation japonaise (1910-1945) et de la guerre de Corée (1951-1953), à laquelle la Belgique a d'ailleurs participé, ce pays était dans un état de délabrement et de pauvreté indescriptible. Son PIB par habitant était l'un des plus faibles du monde. C'est donc dans des conditions épouvantables que la Corée, amputée de son territoire au Nord, a abordé la seconde moitié du XX^e siècle, avec l'aide (mais aussi l'occupation persistante) américaine et dans un état de veille militaire permanent, attisé par les menaces répétées des dictateurs communistes de la Corée du Sud.

Mais ce n'est pas tout : la Corée est une économie qui n'était pas intégrée dans une zone de transit commercial, puisqu'elle constitue une péninsule étriquée entre un régime hostile, au Nord, et l'ennemi japonais ancestral, au Sud. C'est aussi un pays qui n'est pas culturellement intégré, ou plutôt, qui s'est construit sur des sciences humaines domestiques. La langue coréenne est, par exemple, une langue phonétique fabriquée de toutes pièces il y a six siècles, et qui reste enclavée par rapport à celle des autres pays asiatiques. Ce n'est donc pas un pays qui fut traversé par des flux socio-culturels qui auraient pu susciter une mixité raciale, sociale ou artistique.

Aujourd'hui, la Corée démontre l'un des plus hauts taux de croissance du monde et son PIB par habitant est l'un des plus élevés parmi les pays développés.

Que s'est-il passé ?

Les angles d'approche de la mutation économique sont innombrables et chaque discipline apporte son pouvoir éclairant. Il y a plusieurs généalogies aux transformations de la société. Il serait donc vain de résumer ce que les économistes appellent un « miracle économique » en quelques paragraphes, mais des éléments saillants peuvent être identifiés.

Tout d'abord, la Corée est une économie de marché au sein de laquelle la réussite individuelle est exacerbée, mais il s'agit d'un capitalisme dirigé. En d'autres termes, la réussite individuelle doit s'intégrer dans la prospérité collective. Par ailleurs, la Corée a établi des plans successifs (à l'instar de la France d'après-guerre) qui ont défini les priorités économiques sur la base d'une juxtaposition des intérêts de l'État et des entreprises privées. D'abord centrée sur la reconstruction du pays et la stimulation de la production intérieure afin de se substituer aux importations, le pays a progressivement pivoté sa croissance vers l'exportation.

Les facteurs de production ont été alignés afin de tirer parti des avantages concurrentiels. C'est une application de la théorie des avantages comparatifs de l'économiste anglais Ricardo qui postulait qu'une économie doit se spécialiser dans les domaines pour lesquels elle dispose d'avantages concurrentiels, plutôt que se disperser dans des domaines pour lesquels ses prédispositions sont moins favorables. C'est ainsi que la Corée est un pays « digitalisé ». Internet a été utilisé pour désintermédier les circuits économiques et stimuler l'échange permanent d'informations, notamment dans le domaine universitaire.

L'économie coréenne s'est articulée autour de conglomérats privés (les chaebols), principalement détenus par des familles dans des constructions juridiques tentaculaires (et parfois peu transparentes), mais dans l'alignement des orientations publiques. Ces conglomérats ont déployé leurs avantages concurrentiels, qui relèvent essentiellement de l'innovation. C'est ainsi que la Corée du Sud est le second pays en termes de dépôts de brevets aux États-Unis. Il en a résulté des marques mondiales, telles Samsung, LG et Hyundai, dans le domaine plus traditionnel de l'automobile.

Cette exigence d'innovation a conduit à bâtir des centres de recherche au sein desquels l'inventivité est démultipliée par les contacts entre chercheurs, à l'instar du climat qui règne à Silicon Valley ou dans les entreprises de type Google, Facebook ou Amazon. C'est Alain Peyre-

fitte (1925-1999) qui avait souligné que le miracle de l'inventivité et du progrès humain trouve un terrain fertile lorsque l'innovation est un facteur d'enrichissement individuel et collectif, dans un contexte peu réglementé afin de susciter la prise de risque. Peyrefitte parlait de la nécessité d'un « éthos (c'est-à-dire un caractère, une typologie) de confiance compétitive ». Pour stimuler l'envie du futur et déployer la « confiance dans la confiance », il faut un contexte de stabilité institutionnelle qui stimule l'entrepreneuriat individuel. La réussite doit être reconnue et l'échec dépassé. Il faut que les pouvoirs publics suscitent un appétit d'entreprendre. La Corée est sans doute l'illustration de cette intuition académique : le pays est fondé sur une conscience collective de la nécessité de la prospérité partagée.

Ceci étant, tout n'est pas optimal en Corée : l'accent est tellement placé sur l'excellence scolaire et académique que les parents se ruinent en leçons particulières et de remédiation pour leurs enfants. La charge de travail professionnelle dépasse nos normes. En conséquence, la natalité a fortement chuté, jusqu'à tomber, sans doute pour des raisons économiques, à 1,25 enfant par femme, ce qui alimente un inéluctable vieillissement de la population. Une des préoccupations de tous les responsables publics que j'ai rencontrés est d'ailleurs le creusement des inégalités qui pourrait saper l'homogénéité socio-économique, encore que, par coïncidence, le taux d'inégalité, mesuré par le coefficient statistique de Gini, est le même en Belgique qu'en Corée.

Au-delà de ces typologies différentes, notre pays aurait beaucoup à apprendre de l'expérience étrangère et des manières de structurer un rebond économique. Il s'agit d'aligner les intérêts privés et publics, d'allouer une orientation absolue à la formation et au recyclage professionnel et d'assurer un dialogue social intelligent.

La Corée est incidemment un pays qui démontre que l'économie mixte est une réalité qui fonctionne, sans tomber dedans les travers d'un État-providence en faillite ou d'une économie de marché débridée. Il s'agit d'un écosystème partenarial qui associe l'entreprise, l'État, l'université et le monde syndical, sur le mode de la concertation. Ne nous leurrions pas : la guerre économique mondiale est déclarée. Nous devons ajuster le curseur du degré de compétitivité (dans toutes ses dimensions) pour nous tourner vers une économie mixte éclairée, entre une collec-

tivisation étatique et une économie purement privée que nous peinons à stimuler.

Il faudrait peu de choses pour replacer la Belgique dans une posture économique offensive, car ses atouts sont innombrables. Mais, en attendant, quand on quitte le pays du matin calme pour atterrir, un soir humide, dans notre plat pays, on se dit que le Royaume a pris un sacré coup de vieux.

L'Écho, blog, octobre 2014

Une bulle boursière non technologique ?

Dans quelques années, l'économie des services, qui représente près de 70 % de la création de richesse nationale, va être balayée par la digitalisation. Cette dernière est un terme générique pour qualifier la robotisation et l'informatisation de nombreux processus qui font encore intervenir des intermédiaires humains. Tous les métiers n'en mourront pas, mais tous en seront frappés : grande distribution et commerce de détail, banque, assurance, cosmétique et santé, automobile, etc.

Quel est le pourcentage des emplois qui pourraient disparaître à un horizon de dix ans ? 25 % ? 40 % ? Personne ne peut le dire car les États freineront cette évolution qui n'est pas de nature schumpétérienne, mais fractale.

À la richesse perdue correspond un accroissement de valeur de nombreuses autres entreprises. Google est sans doute à la pointe de cette évolution, voulant révolutionner la robotique, la santé, le transport, enfin tout ce qui est l'environnement que nous connaissons afin de construire un univers 2.0.

Si ce bouleversement se produit, alors la valeur de nos actifs traditionnels, c'est-à-dire les actions de sociétés qui sont actives dans des métiers qui pourraient être submergés par cette économie digitale, s'écrouleront.

Contrairement au krach Internet des années 2000-2001, nous ferions face à l'éclatement d'une bulle non-technologique.

Les marchés boursiers n'ont peut-être pas encore intégré cette réalité.

L'Écho, blog, novembre 2014

Un mauvais vent boursier

Un mauvais vent de krach pourrait rapidement souffleter les marchés financiers. C'est l'avis de plusieurs économistes, qui constatent que le niveau d'endettement de l'économie a à peine baissé depuis 2006. La différence, c'est qu'en 2006, les perspectives économiques étaient favorables, que l'euro constituait un modèle apparemment homogène, que la croissance et l'inflation étaient positives.

Aujourd'hui, c'est autre chose. Nous entrons dans un cycle déflationniste et de croissance atomique.

Le taux allemand à dix ans est tombé à 0,79 %, soit ce que rapportait un banal compte à vue, il y a quelques années. Le risque n'est plus rémunéré. Je devrais écrire « les risques » plutôt que « le risque », car ils sont nombreux : risques souverains (rien ne s'est amélioré structurellement dans les pays du Sud et les dettes publiques augmentent jour après jour, avant qu'elles ne s'embrasent sous l'effet des pensions), risques bancaires (dont on voit l'éclosion de manière éparsée dans les pays de l'Est et du Sud de l'Europe), risque de tassement économique, etc. Cette situation est anormale et intenable.

L'ajustement sera peut-être violent et ce sera, ce jour, le rideau du temple qui se déchirera : le modèle de croissance à crédit sera anéanti et l'État devra intervenir, dans des proportions plus lourdes qu'on ne l'imagine. Nous sommes moins riches que nous le pensons, car nous ne le sommes qu'au prix de la croissance future empruntée.

Mais que feront les autorités monétaires afin d'éviter que l'économie ne trébuche ? Il s'agira de baisser les taux d'intérêt et faire tourner les presses à billets afin de soutenir l'économie dans un gigantesque refinancement. Depuis le début, il fallait inflater la crise en diluant l'excès d'endettement dans une lente érosion monétaire.

L'Écho, blog, octobre 2014

La mère des bulles d'actifs

Dans une récente intervention, le professeur Georges Hübner de l'Université de Liège avançait que la BCE avait agi trop tard et trop fort. Il supputait que le programme d'assouplissement quantitatif était mal calibré et pourrait conduire, selon ma lecture de son propos, à une distorsion de marché.

Depuis des années, je suis effaré de la gestion de la BCE. Dans sa formulation actuelle, l'euro fut une erreur inqualifiable et la gestion allemande de la monnaie s'est avérée un échec total. Tous les sicaires de cette erreur historique sont responsables.

Alors, que penser de la décision récente de la BCE ? Si la BCE décide de refinancer des dettes publiques pour 1,1 trillions d'euros, soit, pour ceux qui calculent encore en francs belges, 40.000 milliards de francs belges, c'est qu'elle a eu tort avant de mettre en œuvre cette opération ou qu'elle a tort aujourd'hui.

Ses propres torts sont partagés. L'opération était nécessaire, mais il est à espérer qu'elle ne nous entraîne pas dans l'antimatière de la monnaie, c'est-à-dire des taux d'intérêt dont on banaliserait la négativité. Ce jour-là, c'est qu'une gigantesque bulle d'actifs, la mère des bulles, éclaterait.

Ce jour-là, le système explose.

Ou la monnaie meurt.

L'Écho, blog, mars 2015

En quoi investir (bientôt) ?

L'affaire du franc suisse est un avertissement.

Mais la véritable question est la suivante : que va-t-il se passer avec les autres devises, et en particulier l'euro et le dollar ?

Au bord d'un possible assouplissement quantitatif, la BCE voit l'euro s'affaïsser par rapport au dollar. Les Américains aident l'Europe, qui tombe en déflation.

Mais les Américains ont toujours utilisé l'arme de la dépréciation structurelle de leur monnaie afin qu'elle reste concurrentielle sans inflation excessive. Les Américains accepteront donc un dollar fort jusqu'à un certain point, mais pas très longtemps. Ce qui est contradictoire, c'est que les Américains vont probablement augmenter leurs taux d'intérêt... ce qui entraînera un renchérissement du dollar. Ils pourraient ne pas le faire, mais alors au risque de créer des bulles d'actifs.

Et en quoi investir ?

Quand la BCE mettra en œuvre son assouplissement quantitatif avec des taux d'intérêt proches de zéro partout, ni les actions américaines, ni les actions européennes ne porteront plus de potentiel bénéficiaire lié au cours de change ou au taux d'intérêt.

Tout dépendra de la force de la croissance américaine.

Les actions américaines restent le placement privilégié.

Mais le risque d'un krach sera important.

Et finalement, la protection du capital sera peut-être dans l'or ou les obligations d'État.

Comme dans les années 1970, après le sabordage de Bretton Woods.

Drôle de retournement de l'histoire.

L'Écho, blog, janvier 2015

Un krach boursier le vendredi 13 février 2015 ?

Autant l'homme est apparemment rationnel en termes économiques, autant il est attiré par les superstitions.

C'est une réalité persistante dans les marchés financiers où les nombres d'or et autres suites de Fibonacci constituent des repères incontestables pour certains analystes financiers. Selon ces alchimistes, les marchés financiers répondraient à une numérologie ésotérique qui explique les vagues de cours.

Un autre message traverse les esprits zodiacaux : les années en '15 sont des années de rupture. D'ailleurs l'histoire en recense de nom-

breuses : 1515 : Marignan, 1715 : mort de Louis XIV, 1815 : Waterloo, 1915 : la terrifiante réalité de la guerre de 1914 qu'on prédisait « courte, fraîche et joyeuse ».

Après 2014 qui fut une année de rupture et de tensions idéologiques, 2015 subirait-elle l'accablement des années en '15 ?

C'est une année... divisible par 13, chiffre maudit s'il en est. Le 13 n'est-il pas la carte du tarot qui représente la mort ?

Donc, nous avons une année séculaire de rupture, 2015, divisible par 13 et dont l'anagramme (imparfait) est le 15/02, c'est-à-dire le 15 février.

Malheureusement, le 15 février est un dimanche et les marchés sont fermés.

Mais peut-être que le krach se situera deux jours plus tôt, le 13 février... qui est justement un vendredi 13.

Après tout, le vendredi 13 est le 44^e jour de l'année et $4+4=8$, comme $2+0+1+5=8$.

Les astrologues vont avoir du travail. Les économistes aussi, eux qu'on qualifie souvent de diseurs de bonne aventure et de bonimenteurs...

L'Écho, blog, janvier 2015

Munich, encore et toujours

En septembre 1938, la conférence du Munich réunit les Premiers Ministres français (Daladier) et anglais (Chamberlain) ainsi que le chancelier Hitler et le Duce, Mussolini. Tout fut écrit au sujet de cette inouïe rencontre qui conduisit, sans les impliquer, au dépeçage de la Yougoslavie.

Les Français et les Anglais crurent que leurs dirigeants ramèneraient la paix, mais Daladier aurait dit, de son avion, en voyant la foule l'accueillir, « les cons ». Churchill, de son côté, commit cette parole célèbre : « Les Français avaient le choix entre le déshonneur et la guerre, ils ont choisi le déshonneur et ils auront la guerre ». Il eut raison.

Aujourd'hui, une nouvelle conférence sur la paix s'est tenue à Munich. Elle réunit indirectement les Russes, les Français et les Allemands.

Une guerre se prépare aux portes de l'Europe.

Comme en 1938 ?

L'Écho, blog, février 2015

Les économistes sont-ils objectifs ? Bien sûr que non

Lors d'une récente intervention radiophonique, au sujet de laquelle j'ai reçu de très nombreuses réactions de la part du monde académique, j'avais soulevé la question de l'objectivité des économistes. Cette question est importante car ces derniers n'ont aucune légitimité autre que celle d'un apport de contribution à la réflexion citoyenne.

Sans devoir relire Kant, il est évident que l'objectivité n'existe pas. Chacun est façonné par ses formations académiques, ses affiliations privées et professionnelles et la nature de son éventuelle formation académique. De surcroît, il n'existe pas d'économie absolue, mais une superposition de disciplines qui doivent immanquablement s'inscrire dans le cadre d'une réflexion politique, elle aussi fluente. Ce n'est d'ailleurs pas un hasard si les enseignements d'économie commencent toujours par un cours d'économie politique.

Un économiste de banque commerciale est-il objectif ? Bien sûr que non. Oser affirmer le contraire relèverait de la pantalonnade. Un économiste impliqué dans la consultance l'est-il plus ? Aucunement. Un économiste qui gère une forme de gestion de fortune peut-il prétendre à une liberté de parole ? Jamais. Un économiste qui possède une carte de parti est-il objectif ? À mourir de rire.

C'est pour cela que, à mon sens, il n'existe qu'un faisceau de facteurs qui peuvent assurer la rigueur et la cohérence de propos d'un économiste. Il y a tout d'abord la formation doctorale qui constitue l'exigence minimale d'une charge académique. Ensuite, il y a la transparence de son affiliation universitaire, politique et professionnelle, ainsi que les engagements éthiques associés à différents corps professionnels.

Enfin – et je crois que c'est la meilleure manière d'être, au sens anglo-saxon, *accountable* –, c'est la publication et la diffusion de toute prise de position, afin de pouvoir confronter, à tout moment, un économiste à ses expressions médiatiques.

Mais ne nous faisons aucune illusion : l'objectivité est un leurre. Et, comme dans toutes les professions, il existe autant de chercheurs rigoureux que de bonimenteurs, radoteurs et cartomanciens.

L'Écho, blog, mars 2015

Objectivité des journalistes : thèse, contre-thèse et foutaises

Surpris devant le relais de la diffusion de ma note précédente, j'apporte un complément au débat. La pensée économique est fluctuante, puisqu'elle est en aval des réalités socio-économiques. On peut, bien sûr, avoir des intuitions, mais ces dernières doivent être exprimées avec grande prudence et réserve. L'intuition est d'ailleurs une approche réfutée dans le domaine académique.

Si l'objectivité des économistes (et encore faudrait-il définir ce terme) est un leurre complet, quel est leur rôle ? Je le vois dans un rôle de vigie, d'expert et d'offrande à la critique. L'économiste n'existe donc pas par lui-même, mais par la nature du débat que ses propos peuvent inspirer.

Mais allons plus loin : l'objectivité existe-t-elle dans le domaine de la presse qui relaie les opinions de certains économistes, plutôt que d'autres ? Bien sûr que non. Certains media économiques s'essayeront à une vision contradictoire et expriment la rigueur d'une analyse antinomique que leur déontologie professionnelle leur enseigne. Mais d'autres tronquent l'information, développent un biais informationnel qui reflète la transcription personnelle de leur affinité avec certains économistes. Les sicaires de ces derniers utilisent le médium pour canaliser leurs propres affinités socio-politiques, leurs animosités, frustrations, échecs personnels et jalousies avec le camouflage de leur profession. Ceux-là trompent gravement leurs lecteurs et leur propre médium.

Il est d'ailleurs frappant que la presse anglo-saxonne distingue parfaitement le fait de l'opinion qu'on peut en tirer. L'exemple du *Financial Times* ou du *Wall Street Journal* reflète cette réalité.

L'important, c'est d'en être conscient.

L'Écho, blog, mars 2015

En conclusion...

À moins de considérer que les récessions économiques soient des événements providentiels auxquels la soumission s'impose de manière passive, il faut s'interroger sur comment, en six ans, nous en aurons traversé trois, à savoir celle de 2009, celle de 2011 et celle qui s'annonce en 2015.

Ceux qui ne peuvent se rappeler le passé sont condamnés à le répéter, écrivait, à juste titre, le philosophe espagnol George Santayana.

Mais, aujourd'hui, nous nous rappelons le passé des années trente, avec des politiques de rigueur budgétaire et monétaire qui ont entraîné une récession mortifère.

L'action politique – je dirais même citoyenne – exige de repenser les lignes politiques qui ont été tracées au cours des dernières années.

Je les résume ci-après.

L'euro a révélé ses vices de fonctionnement et sa fragilité au travers d'une formulation qui aggrave les différences économiques entre ses membres. Il faut donc mettre en œuvre une politique monétaire plus accommodante, ainsi que le Président de la BCE s'essaie à le murmurer au travers d'expressions florentines dont il a le secret. Il y a urgence : les trois dernières années de la politique monétaire furent perdues.

La contraction budgétaire imposée par la Commission et le Conseil européen au travers des Pactes de stabilité et autres *sixpack* exige le désendettement structurel des États au travers d'une réduction des déficits budgétaires. Cet objectif est inutile : il est impossible à atteindre pour la plupart des pays. Au reste, si cette politique avait quelque pertinence, on ne constaterait pas de tendance récessionnaire depuis 16 mois. Il y a urgence : les cinq dernières années de la politique budgétaire furent perdues.

Il faut donc urgemment repenser la formulation de l'économie européenne. L'urgence ne réside pas dans l'alignement budgétaire, mais plutôt dans la stimulation de l'économie. Or, qu'on adhère à l'idée ou pas, seul l'État peut résolument intervenir. Il faut donc envisager de grands travaux, financés par des emprunts publics avant que ces derniers soient immédiatement réescomptés par la BCE, qui créerait ainsi une augmen-

tation de la quantité de monnaie injectée dans l'économie, en soulageant ces mêmes États.

Cette idée paraîtra incongrue à certains, mais, en réfléchissant un peu, le marché financier nous donne la réponse : l'emprunt public n'a de sens que s'il entraîne un surcroît de prospérité supérieur à son taux d'intérêt. Avec des taux d'intérêt proches de 0,5 %, c'est maintenant qu'il faut canaliser l'emprunt dans l'espoir raisonnable d'un taux de croissance qui sera supérieur.

Un changement de politique économique est-il dès lors, envisageable ? À vrai dire, je suis de plus en plus sceptique : chaque problème est banalisé et dilué sans qu'aucune institution n'exerce un rôle de vigie. Mais il ne faut pas s'y tromper : si la récession et la déflation se prolongent, le temps des rééchelonnements des dettes publiques, des chocs bancaires, des expressions de rancœur sociale et des refus politiques sont proches.

Et il sera alors trop tard pour se rappeler les conséquences économiques des années 1930. Car cette situation européenne affligeante appelle une autre question : l'Europe, bâtie sur les ruines de deux guerres et sur l'effondrement du Mur, est-elle encore un projet suffisamment solide alors que ce passé s'évanouit dans les brumes de l'histoire ? Peut-être même que le projet européen fut le résultat de détresses dont l'oubli s'installe. Et que c'est peut-être pour cette raison que l'euro-scepticisme s'établit. On reviendrait alors aux nationalismes des années 1930, dont l'aboutissement fut justement le projet européen.

Nous ne retenons pas les leçons du passé. Nous oublions tout.

Depuis quelques mois, une chose devient évidente : aucun de nous ne prend conscience de la gravité de la crise. Le monde bascule. Or, tous, nous réagissons avec des réflexes qui dénotent un biais cognitif, à savoir celui de donner des réponses répétitives aux problèmes que nous avons déjà connus, un peu comme si nous entrions dans le futur à reculons.

Mais ce qui se passe relève d'une autre trame : il s'agit d'une rupture sociétale et civilisationnelle.

Elle est sociétale parce que le modèle de croissance par emprunt de la prospérité du futur est abouti.

Elle est civilisationnelle car le monde traverse des fractures importantes : l'économie devient digitale dans une économie mondialisée, les

pulsations du monde débordent les frontières et les véritables enjeux, c'est-à-dire ceux qui touchent l'humain (dont l'environnement), sont écartés par cynisme.

Tout est donc en place pour que des forces obscures se déchainent, qu'elles relèvent des aventures politiques ou des inconsciences collectives. Tout doit être repensé : l'harmonie, le consensus et la mixité sociale, le rôle de l'État et la contribution de l'individu à la communauté.

Table des matières

Une soustraction économique ?	11
Banque centrale européenne	13
« Une grande vigilance contre l'inflation s'impose... » (Jean-Claude Trichet, avril 2011).....	13
« Il n'y a pas de déflation en zone euro » (Mario Draghi, février 2014).....	14
La BCE est échec et mat.....	15
Les allumettes mouillées de la BCE.....	16
L'inquiétante inquiétude de la BCE.....	16
Cela va mal se terminer.....	17
BCE : la question de la démocratie monétaire est engagée.....	19
La BCE va perdre sa virginité.....	20
Un retour au réel s'impose.....	21
Mais que va encore imaginer Mario Draghi ?.....	22
Et si des temps monétaires invraisemblables nous attendaient ?.....	23
Le pari à 17.000 milliards de dollars.....	24
Europe : encore un mois perdu.....	25
BCE : le dernier test de crédibilité.....	26
Euro : les masques tombent.....	27
Et si la BCE avait échoué ?.....	28
Enfin la planche à billets.....	29
Mais non, Monsieur Draghi : cela ne marche pas.....	30
L'échec prévisible de la BCE.....	31
Monnaie et taux d'intérêt	33
Janvier 1999 - janvier 2015 : le premier euro a vécu.....	33
L'euro est le plus grave problème de l'économie mondiale.....	34

Le piège de l'euro.....	36
L'Allemagne retire son rating AAA à l'euro.....	37
Et si l'Allemagne quittait insidieusement la zone euro ?.....	37
Désintégrer l'euro ? Oui, mais.....	39
L'euro : du héros à un zéro ?.....	39
L'euro : comme un domino qui commence à tomber ?.....	41
Freud, violence sociale et monnaie.....	42
Une impitoyable guerre des monnaies.....	44
L'effarement des dirigeants de la BCE.....	45
La guerre des monnaies est déclarée.....	46
Un avertissement sur le dollar.....	47
La pompe bancaire refoule.....	47
L'intérêt négatif mesure l'anxiété financière collective.....	49
Bientôt des intérêts négatifs sur nos dépôts bancaires ?.....	50
L'euthanasie des rentiers a commencé.....	51
Du cash sous les matelas européens ?.....	52
La leçon du franc suisse.....	53
L'euro au plus bas : le Nord doublement gagnant ?.....	55
Quand la monnaie meurt.....	57
Et si tout le système financier frôlait la nationalisation ?.....	57
Il y a 30 ans, les accords monétaires du Plaza.....	58
La Grèce, l'euro et la drachme.....	61
Et si le projet européen s'effritait ?.....	61
Grèce : les règles de l'engagement démocratique.....	62
La BCE et la rue grecque.....	63
La rigueur berlinoise et la démocratie athénienne.....	65
Le dernier chapitre de l'euro ?.....	66
Élections grecques : entre mensonges et demi-vérités.....	66
Grèce : et si le véritable problème était l'euro ?.....	68

Rééchelonnement des dettes publiques : d'abord Athènes, puis Lisbonne, Madrid.....	69
Europe : les masques tombent.....	70
Au Sud, referait-on l'euro?.....	71
Le maintien de la Grèce dans la zone euro coûtera 100 milliards d'euros.....	72
Dettes publiques : <i>ich bin ein Berliner</i>	73
La monnaie? Avec un zeste de divin!.....	74
Déflation	77
Six ans, trois récessions.....	77
2015 : comment s'extraire de la déflation?.....	78
Crise économique : et si tout basculait comme dans les années 1970?.....	81
La prochaine récession.....	83
Sommes-nous en 1933?.....	85
Déflation : au commencement était le verbe (Jean, 1:1).....	86
La catastrophe d'un monde sans inflation.....	87
Et si le monde entier tombait en déflation?.....	88
Déflation et taux d'intérêt bas : un danger pour les banques.....	89
L'austérité en déflation est un risque socio-économique.....	92
La véritable déflation dans l'angle mort de la déflation.....	93
Combattre la déflation technologique.....	94
Déflation : des riches plus riches, des pauvres plus pauvres?.....	95
Pourquoi un tel déni de déflation chez certains économistes?.....	96
La déflation s'installe.....	97
De Fisher à Fischer.....	98
Politiques budgétaires	101
Pacte de stabilité : le garrot économique.....	101
Derrière le pacte de stabilité, une crise de la démocratie?.....	102

Même le FMI.....	104
Un Weimar planétaire ou un défaut généralisé?.....	104
Faut-il encore plus d'austérité?.....	105
Et si l'austérité budgétaire était une erreur?.....	106
Dettes publiques	109
L'illusion de la dette publique.....	109
Dettes publiques : des opérations Gutt en cascade?.....	110
Dettes publiques : Grand Soir et petits matins.....	112
Pensions : paroles, paroles.....	114
Travailler jusque 67 ans... vraiment?.....	115
Comme un shrapnel, la bombe des pensions explose.....	116
L'impossibilité mathématique de financer les pensions.....	117
Thèse, contre-thèse et foutaises.....	120
Pour solde de tout compte de Noël.....	121
Nous sommes moins riches que nous le pensons.....	122
Intuitions fiscales	123
L'impôt belge a (presque) 100 ans!.....	123
Une grande réforme fiscale devient urgente.....	125
Il faut un nouveau pacte fiscal.....	126
C'est maintenant qu'il faut réformer l'impôt des sociétés.....	129
Le combat du droit et de l'économie.....	132
Taxer le capital, les plus-values ou les revenus du capital?.....	134
La fiscalité mobilière à l'épreuve de la théorie financière.....	136
Quel précompte mobilier sur des intérêts négatifs?.....	139
Faut-il augmenter la TVA?.....	141
Et si le <i>tax shift</i> faisait pschitt.....	144
Prospectives politiques et sociétales	147
Après la crise économique, de graves crises politiques.....	147

Que deviendront nos démocraties ?.....	148
Sommes-nous encore en démocratie ?.....	149
Les banquiers hollandais et la promesse à Dieu.....	150
Une révolte sociale à l'ère d'Internet ?.....	151
Espagne et Grèce : après la gauche, les colonels ?.....	152
Réflexions sur la Belgique	155
Mais qu'est devenu mon pays ?.....	155
L'intranquillité de la Belgique.....	156
Et si un gigantesque naufrage social se préparait ?.....	157
Ceci n'est pas une crise.....	158
Belgique : aurions-nous changé de régime politique ?.....	159
De la guerre aux grandes grèves : les cauchemars de la Belgique.....	160
L'erreur d'un saut d'index.....	162
Gouvernement-syndicats : tout le monde se trompe.....	163
Belgique : trop petite pour le patronat, trop grande pour les syndicats.....	165
Belgique : si on sifflait la fin des débats inutiles ?.....	167
Prospectives économiques	169
Les bons vœux de Karl Marx.....	169
De Jules Verne à l'intelligence artificielle.....	171
Un nouveau choc économique nous attend.....	171
Effondrement économique : après l'industrie, les services. Que faire ?.....	172
Danger : des monopoles dans l'économie digitale.....	174
Du Monopoly au monopole.....	175
Économie digitale : Adam Smith et Karl Marx réunis ?.....	176
Une stagnation séculaire.....	177
Et si l'Europe s'effondrait silencieusement ?.....	179
La soustraction économique de notre prospérité.....	180

Partager le travail.....	181
Dislocation sociale ou solidarité?.....	181
Quelle société voulons-nous?.....	182
Sujets divers	185
Le pays du matin calme.....	185
Une bulle boursière non technologique?.....	188
Un mauvais vent boursier.....	189
La mère des bulles d'actifs.....	190
En quoi investir (bientôt)?.....	190
Un krach boursier le vendredi 13 février 2015?.....	191
Munich, encore et toujours.....	192
Les économistes sont-ils objectifs? Bien sûr que non.....	193
Objectivité des journalistes : thèse, contre-thèse et foutaises.....	194
En conclusion...	197
Table des matières	201

De gigantesques soustractions socio-économiques

Notes et chroniques 2014-2015

De profonds chocs socio-politiques sont proches parce que nous n'arriverons plus à assurer la cohésion sociale.

La croissance économique est une échappée dans le futur. Son absence devient une prison puisqu'il n'est pas possible de se projeter dans un avenir économique meilleur.

Quels sont les murs de cette geôle ? Il s'agit de la gigantesque soustraction des dettes que nous avons contractées et qui doivent être défalquées de notre futur, comme un monde qui se renverserait. Il s'agit, bien sûr, de la dette publique, mais aussi des autres dettes sociales, comme l'accentuation des inégalités et des dettes sociétales dont les latences environnementales et climatologiques. Les pensions relèvent de cette problématique : un nombre réduit de travailleurs actifs n'arrivera pas à assumer l'augmentation de l'espérance de vie, dont il faut pourtant se réjouir. L'endettement des États, aggravé par la déflation, va les priver des moyens d'assurer la cohésion civile.

Cette déduction du futur, qui ne peut plus s'opérer sur la croissance, pourrait conduire à l'exclusion et à la prédation, d'autant que la pénétration dans l'économie digitale va temporairement pulvériser des pans entiers de l'économie marchande. Les démocraties sont mises à l'épreuve dans le sillage des chocs économiques. Insidieusement, d'autres configurations politiques, plus autoritaires, risquent d'émerger.

Karl Marx a écrit que l'histoire a plus d'imagination que les hommes. Nous longeons les abîmes de grands chocs socio-économiques. Les configurations sociales deviennent extrêmement vulnérables.

Cet opuscule reprend les textes de l'auteur publiés entre l'automne 2014 et le printemps 2015. Les perspectives abordées relèvent de la politique monétaire et de la gouvernance de la Banque centrale européenne, de l'euro, de la crise grecque et de la déflation, trop longtemps niée. De nombreux textes sont consacrés aux configurations sociétales et aux ordonnancements sociaux qui sont mis à mal par la crise.



Bruno Colmant est membre de l'Académie royale de Belgique, ingénieur de gestion, docteur en sciences de gestion de l'École de Commerce Solvay (ULB) et titulaire d'un Master of Science de la Purdue University (Krannert School of Management, États-Unis). Auteur de près de soixante ouvrages, il enseigne l'économie appliquée et la finance dans plusieurs institutions universitaires dont la Solvay Business School of Economics and Management (ULB), la Louvain School of Management (UCL), la Vlerick Business School, l'ICHEC, les Facultés universitaires Saint-Louis, l'École Supérieure des Sciences Fiscales, l'École Royale Militaire et la Luxembourg School of Finance (Université de Luxembourg).

SOUSTRA
ISBN : 978-2-87455-964-8



9 782874 559648