



Les inégalités responsables de la crise

28 novembre 2008

Il est devenu de bon ton d'accuser la Réserve fédérale américaine d'avoir, par sa politique de taux d'intérêt accommodante, favorisé un endettement excessif des ménages et d'être responsable de la crise. L'argument n'est pas faux sinon qu'il n'explique pas d'où vient que cette politique ait été mise en œuvre. Lutter contre les tensions inflationnistes est devenu l'objectif de la politique monétaire. Là où ces tensions étaient perçues comme fortes ou potentiellement fortes, le taux d'intérêt était relativement élevé, pénalisant la croissance. Là où elles étaient faibles ou nulles, de fait en raison de la pression concurrentielle sur les prix grâce aux biens importés, le taux d'intérêt était relativement bas au risque, effectivement, de ne pas correspondre au taux naturel et de favoriser un endettement excessif des ménages et des entreprises conformément à une vision essentiellement wicksellienne (Leijonhufvud [Monetary and Financial Stability Policy Insight 14](#), CEPR). Est-ce vraiment à dire que l'Etat régulateur n'a pas joué son rôle ? L'endettement croissant des ménages et la faiblesse de leur taux d'épargne, notamment aux Etats-Unis est, en réalité, la contrepartie du creusement des inégalités qui s'est opéré au détriment de la plupart d'entre eux. Exiger à travers le fonctionnement des marchés financiers et en tirant parti des innovations financières, des taux de rendement élevé sans commune mesure avec les taux de croissance ne pouvait que consacrer une redistribution des richesses et des revenus au détriment des salaires. Avec deux conséquences liées : un accroissement de l'endettement des ménages indexé sur l'accroissement de leur richesse mobilière et immobilière et un accroissement des risques, contrepartie inévitable de la hausse des taux de rendement. Les risques ont été localisés dans certains types d'opérations de prêt. Mais la mécanique des nouveaux produits financiers les a diffusés dans l'ensemble du système financier. On peut toujours dire que l'Etat est responsable de cet endettement excessif en ayant incité les ménages à aller dans ce sens par les moyens du crédit et de la fiscalité et n'a pas joué son rôle de régulateur.

En fait, l'endettement en question a fait office de régulation de la demande pour faire pièce au creusement des inégalités et, quoiqu'on en dise, assurer la croissance, non pas une croissance artificielle, mais une croissance effective. Le problème est que cet arbitrage, en quelque sorte imposé à l'Etat, ne pouvait qu'induire des distorsions rendant la croissance difficilement soutenable. La faute principale des gouvernements est de ne pas avoir mis en place les régulations prudentielles nécessaires et d'avoir, au contraire, accepté le démantèlement de celles qui existaient et qui avaient été conçues à la suite de la grande dépression. Il y ont été poussés par une idéologie qui a cru asseoir sa légitimité sur les avantages et les certitudes qu'étaient censées procurer les techniques d'une finance de plus en plus sophistiquée. Oh certes la finance n'est pas coupable d'un simple point de vue technique. Elle ne le devient que si elle est le fourrier d'une redistribution drastique des revenus préjudiciables à la croissance. Les produits financiers les plus complexes comme les plus simples présentent de vrais avantages, tout à fait indéniables : ils permettent à une économie de fonctionner en rendant compatibles des attitudes à l'égard du temps forcément différentes, entre ceux qui recherchent des engagements longs et ceux qui veulent préserver la liquidité de leurs engagements, en proposant la couverture de risques de prix ou de change inévitables. Mais ces mêmes produits, peu transparents, ne permettent jamais d'échapper aux risques dits parfois résiduels, en fait aux risques systémiques si l'on considère les conséquences potentiellement élevées de ces risques résiduels. Il est grand temps de revenir aux fondamentaux de l'économie et de ne plus croire que l'intelligence des financiers résoudra tous les problèmes. Il est grand temps de reconsidérer les véritables sources de la croissance qui résident dans une certaine égalisation des revenus et des richesses, source d'une demande abondante et diversifiée, garante de l'efficacité des investissements.

Jean-Luc Gaffard