HAL
open science

Redistribution des revenus et instabilité : À la recherche des causes réelles de la crise financière

Jean-Luc Gaffard, Francesco Saraceno

To cite this version:

Jean-Luc Gaffard, Francesco Saraceno. Redistribution des revenus et instabilité : À la recherche des causes réelles de la crise financière. Revue de l'OFCE, 2009, 110, pp.75-86. 10.3917/reof.110.0075 . hal-03473739

HAL Id: hal-03473739

https://sciencespo.hal.science/hal-03473739

Submitted on 10 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Redistribution des revenus et instabilité

À la recherche des causes réelles de la crise financière

Jean-Luc Gaffard
OFCE, Centre de recherche en économie de Sciences Po
CNRS et Université de Nice Sophia Antipolis
Francesco Saraceno
OFCE, Centre de recherche en économie de Sciences Po

L'importance et la gravité de la crise financière largement due à des mécanismes financiers pervers ne sauraient occulter la dimension réelle des désordres actuels. Le choc violent de répartition des revenus personnels qui est allé de pair avec l'émergence de la nouvelle économie a vraisemblablement créé les conditions d'une chute de la demande et donc de la production et de l'emploi qui a été masquée un temps par un endettement des ménages pauvres difficilement soutenable.

jeanluc.gaffard@ofce.sciences-po.fr
francesco.saraceno@ofce.sciences-po.fr

Mots clé : Demande. Inégalités salariales. Crise financière. Répartition.

L'histoire de la crise financière et économique est d'abord une histoire américaine. Après un moment de choc, le coupable a vite été trouvé : la Réserve Fédérale et sa politique de faible taux d'intérêt sont présentés comme les responsables de cette crise qui secoue la planète depuis août 2007. Une fois encore il est suggéré que l'économie réelle serait saine, même si elle est atteinte, comme aujourd'hui, par la crise, et l'État, fut-ce par l'intermédiaire d'une banque centrale indépendante, serait le seul coupable. Tout au plus, certaines asymétries d'information, certaines incitations perverses notamment en matière immobilière auraient échappé à la vigilance des régulateurs. En d'autres termes, seuls seraient en cause des errements monétaires et financiers rendus possibles par des défaillances institutionnelles. Des mécanismes de financement, pour l'essentiel bien conçus, aideraient à dévoiler les potentialités de l'économie réelle. Des mécanismes financiers ou monétaires inadaptés occulteraient ces potentialités. Il suffirait, alors, de les corriger pour retrouver les performances perdues. Une telle représentation du monde fait l'impasse sur la dimension réelle des crises et la récurrence des déséquilibres.

En fait, c'est au cœur de ce qui a pu être appelé la nouvelle économie – entendez une économie prétendument engagée dans une croissance définitivement forte et sans à coups – qu'il faut aussi chercher les causes de la crise. Simplement parce que cette économie reposait sur un malentendu. Des institutions et règles financières présumées optimales étaient censées fournir les incitations propres à accélérer la croissance sans qu'il n'y ait plus de difficultés de coordination entraînant crises et fluctuations. Des taux de rentabilité du capital, qui auraient passé jadis comme extraordinaires, ont été considérés comme normaux et facilement atteignables. Or la sophistication des mécanismes de financement qui aurait permis un taux de croissance plus élevé et par suite un taux de profit plus élevé, a créé les conditions d'une instabilité plus grande. L'effet tangible de la recherche d'une plus grande rentabilité des investissements a été des changements drastiques intervenus dans la répartition des revenus et des richesses, singulièrement aux États-Unis qui sont l'épicentre de la crise. Les enchaînements sont simples à analyser . L'exigence de rentabilité du capital sans rapport avec le taux de croissance effectif ne peut qu'entraîner une forte redistribution au détriment des ménages les plus pauvres, dont les revenus reposent seulement, ou presque, sur le travail. Cette redistribution a des effets négatifs sur la demande agrégée qui ne peut, alors, être maintenue que grâce au jeu conjoint d'un endettement accru de ces mêmes ménages et d'importations massives de produits à bas prix en provenance des pays émergents. Le caractère difficilement soutenable de la croissance ainsi obtenue ne pouvait que déboucher sur une crise financière de grande ampleur, compte tenu de la nature des mécanismes mis en œuvre pour atteindre les objectifs de rentabilité financière. La crise qui démarre en 2007, issue d'un endettement excessif des ménages aux revenus moyens ou faibles, fait ainsi suite à l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques survenu en 2001, qui a témoigné de l'optimisme pour le moins excessif quant à la rentabilité des entreprises de la nouvelle économie.

Donner un contenu analytique à cette conjecture est, toutefois, délicat. La relation entre répartition et croissance est loin d'être clairement établie. En fait, deux questions distinctes se posent : celle de l'influence de la répartition sur le taux de croissance à l'équilibre et celui de l'influence de changements dans la répartition sur le profil de l'économie en déséquilibre. Les analyses relatives à la nouvelle économie plaidaient en faveur d'une hausse du taux de croissance éventuellement assortie d'un écart accru entre les revenus qui serait due à la libéralisation des marchés y compris les marchés financiers. L'échec de la nouvelle économie, c'est de ne pas s'être conclue par une croissance soutenable à moyen terme, faute sans doute d'avoir pu absorber les changements intervenus dans la répartition des revenus.

L'objet de cet article est d'établir les éléments de réflexion et d'analyse propres à étayer la proposition selon laquelle les changements de répartition ont joué un rôle essentiel dans le processus ayant conduit à la crise financière. La section 1 traite des ressorts présumés de la nouvelle économie en établissant les liens entre les transformations de la finance, la réorganisation des industries et leur influence sur le taux de croissance. La section 2 établit les effets d'une finance débridée. La section 3 étudie les effets réels de la redistribution et fait apparaître dans quelle mesure ils sont au cœur d'une crise certes financière, mais où la finance a constitué un facteur permissif et amplificateur de déséquilibres réels. La section 4 conclut.

1. Les ressorts présumés de la nouvelle économie

La nouvelle économie, telle qu'elle est vantée à la fin des années 1990 par ses thuriféraires, fondée sur le développement des nouvelles technologies et de marchés autorégulés, ne devait plus connaître les affres des crises et des fluctuations. La rentabilité exigée des capitaux investis, qui devient singulièrement élevée, est présentée comme le reflet de l'efficacité productive des nouvelles règles qui régissent le fonctionnement des marchés et sont impulsées par l'action des pouvoirs publics qui promeuvent la libéralisation.

Les nouvelles conditions de gouvernance des entreprises fondées avant tout sur la valeur des actions sont censées avoir permis les réorganisations industrielles et les mécanismes de sélection propres à améliorer les gains de productivité. Le rôle croissant joué par les actionnaires ou par les marchés financiers tiendrait, ainsi, au fait qu'ils seraient plus efficaces que les managers pour déplacer les ressources productives des industries en déclin vers les industries émergentes (Holmstrom et Kaplan, 2001, pp. 137-8). L'analyse repose sur un double constat emprunté à Hart et Moore (1996). Les employés des entreprises existantes, parce qu'ils craignent de voir leurs compétences dévalorisées, risquent de s'opposer aux changements. Une nouvelle firme, parce qu'elle est débarrassée d'engagements antérieurs, est plus apte à acquérir un avantage compétitif dans les industries en croissance. Dès lors, l'idée est avancée que « forcer les vieilles compagnies à adhérer plus rigoureusement au principe de maximisation de la valeur des actions réduit l'influence des employés laquelle entraîne des délais coûteux, des investissements distordus et des efforts

inappropriés pour épargner des emplois » (*ibid.*, p. 138). La tutelle exercée par les marchés financiers devient un moyen pour les entreprises de s'affranchir des contraintes héritées du passé, et de mettre en œuvre un processus de destruction créatrice favorable à la croissance.

Plus généralement, les nouveaux mécanismes financiers ont permis le développement d'une architecture modulaire des firmes et des marchés dans des secteurs aussi variés que l'informatique, l'électronique, l'automobile et plus généralement les biens faisant l'objet d'assemblages complexes ou encore les services financiers (Baldwin et Clark 2000). Cette architecture est censée être à l'origine d'une accélération du rythme des innovations et justifier l'augmentation de la capitalisation boursière des entreprises. L'explication proposée tient en deux points. L'architecture modulaire conduit à une décomposition largement accrue des opérations productives. Les opérations nouvellement identifiées ouvrent chacune la voie à des gammes nouvelles d'options réelles, en l'occurrence des options de croissance, qui sont alors démultipliées. La valeur d'option associée au système modulaire, constituée de l'agrégation des valeurs d'options des différents modules, explique que la croissance globale puisse devenir plus forte [1]. Le propre de l'architecture modulaire est de permettre des changements dans les modules (l'exercice des options), une fois que l'incertitude a été levée, à des coûts supposés faibles. L'existence des options est une incitation à innover et à choisir de se positionner sur une longue chaîne d'investissements emboîtés les uns avec les autres. Leur réalisation accroît le champ de l'innovation. La modularité contribue, en outre, à rendre les actifs réels moins spécifiques, plus facilement transférables, et permet à leurs détenteurs de détenir des droits résiduels de contrôle, c'est-à-dire de capter une rente, dont l'existence traduit un déplacement des lieux de formation de la valeur, généralement au bénéfice des actionnaires. Elle s'inscrit dans une logique financière impliquant de considérer que le portefeuille de produits ou d'activités est assimilable à un portefeuille d'actifs financiers. La valeur du portefeuille de produits (et du portefeuille de projets) suit la même logique et dépend des flux financiers attendus et du risque associé à ces flux. Cette conception facilite évidemment les démembrements d'actifs et de passifs et confère une importance décisive aux stratégies d'ingénierie financière ainsi que le montre l'évolution de la configuration de certaines entreprises de grande taille. Le passage de l'entreprise multi-activités à des configurations beaucoup plus recentrées sur quelques compétences ou quelques métiers fondamentaux, la préconisation de faire reposer le fonctionnement des entreprises sur de pures relations de marché, tant en interne que dans les relations client - fournisseur, confortent la dimension essentiellement financière de la stratégie globale.

Dans ce contexte, l'accroissement des inégalités salariales est attribué à des causes technologiques, en clair à un progrès technique biaisé en faveur des qualifications les

1. Cette analyse de la réorganisation industrielle n'est autre que la version moderne de l'introduction de la division du travail telle que la concevait Adam Smith dans son exemple de la manufacture d'épingles.

plus élevées. Il est censé accompagner inévitablement le rebond de croissance qui doit, d'ailleurs, profiter à tous en termes de hausse des revenus réels : les travailleurs non qualifiés, moins demandés, bénéficient de la baisse de prix des biens de base importés.

2. Les effets d'une finance débridée

La réalité s'est avérée moins idyllique bien avant d'ailleurs le déclenchement de la crise financière. L'éclatement de la bulle technologique est, en effet, le premier signal des dysfonctionnements avant tout liés à des défauts de coordination dont les marchés financiers ont été le reflet mais aussi la cause.

Non seulement, il est apparu que les anticipations sur les valeurs fondamentales peuvent être inexactes, mais surtout que les anticipations ou croyances sur le comportement des autres acteurs (entreprises et marchés) peuvent aussi être erronées (Baldwin et Clark 2001). La coordination des investissements n'est pas simplement résolue *ex ante*, dans le cadre d'interactions stratégiques entre firmes qui se dérouleraient dans un contexte de cohérence des croyances et des anticipations individuelles. Elle se fait (ou ne se fait pas) en chemin, c'est-à-dire à travers des interactions procédant d'un mécanisme d'essais et d'erreurs, dans le cadre de processus de marché qui sont des processus d'apprentissage et de coordination. Or, la modularité des opérations productives, en s'accompagnant d'une extension des relations de marché entre entreprises, loin de faire reculer le besoin de coordination *in situ*, l'a renforcé dans un contexte où la financiarisation des relations productives l'a masqué. En fait, la modularité accrue appuyée sur l'innovation financière a accru les interdépendances entre acteurs industriels, exacerbé la concurrence et entraîné la formation d'une bulle des valeurs technologiques qui a fini par éclater. Cet éclatement de la bulle des valeurs technologiques au début des années 2000 a révélé que les institutions en place, et notamment les institutions financières, n'étaient pas susceptibles de soutenir la formation de croyances cohérentes. L'incohérence des croyances a débouché sur des déséquilibres réels et des excès d'investissement qui ont retenti sur les valeurs boursières et entraîné une sélection des firmes aux effets cumulatifs. Loin de produire une accélération définitive de la croissance, la financiarisation sophistiquée de l'économie a créé les conditions d'une plus forte instabilité.

En outre, sous couvert de modularité, les entreprises, au lieu de procéder à des investissements à long terme porteurs de coûts supplémentaires non immédiatement recouvrables, ont engagé des opérations de restructuration visant à accroître leur rentabilité immédiate ainsi que des opérations spécifiquement financières (rachats d'actions, augmentation des dividendes) visant à augmenter leurs cours boursiers. Il s'en est suivi des formes de désindustrialisation, des destructions d'emplois parfois qualifiés et l'augmentation des emplois précaires. L'interdépendance accrue propre aux relations de sous-traitance ou de co-traitance devenues des relations de marché à court terme a fragilisé fortement le système

industriel. Loin d'être la conséquence de contraintes de financement caractéristiques de systèmes financiers insuffisamment développés comme le suggèrent Aghion et Banerjee (2005), cette évolution est le produit de ces systèmes sophistiqués de dilution des risques et de renonciation *de facto* à des évaluations à long terme.

L'éclatement de la bulle des valeurs technologiques a conduit les autorités à pratiquer une politique monétaire accommodante qui, dans un premier temps, a évité la récession voire la dépression, mais a pu accentuer les dérives de la finance. En fait, les placements massifs de leur épargne par les pays émergents est très largement responsable du faible niveau des taux. En outre, fonder la politique monétaire sur un objectif d'inflation a pâti d'une inflation très largement contenue en raison du poids des biens importés et du maintien d'un taux de change excessivement bas de plusieurs devises asiatiques, et en particulier du yuan : les autorités n'ont pas reçu de signal leur enjoignant d'augmenter leur taux d'intérêt.

Dans ce contexte, l'enthousiasme désormais modéré pour les valeurs technologiques a cédé la place, chez les investisseurs, à la recherche de gains obtenus grâce à des produits fondés sur l'endettement des ménages notamment les plus pauvres cherchant à acheter leur logement. La formation de la bulle immobilière va succéder à celle de la bulle des valeurs technologiques. La rationalité des prêts ainsi octroyés repose sur la croyance que les prix des actifs immobiliers augmenteront sans cesse de telle sorte qu'il importe peu au prêteur de savoir si l'emprunteur pourra ou non faire face à ses remboursements. L'amorce de la baisse des prix du logement ne pouvait que provoquer un éclatement de la bulle immobilière, et des défaillances en série des ménages endettés et de leurs créanciers. La crise financière devenait d'autant plus inévitable que les risques étaient cachés par les nouveaux mécanismes financiers. La finance qui avait soutenu excessivement les firmes engagées dans des processus d'innovation s'est retournée vers le soutien encore moins justifié des ménages.

3. La redistribution au cœur de la crise

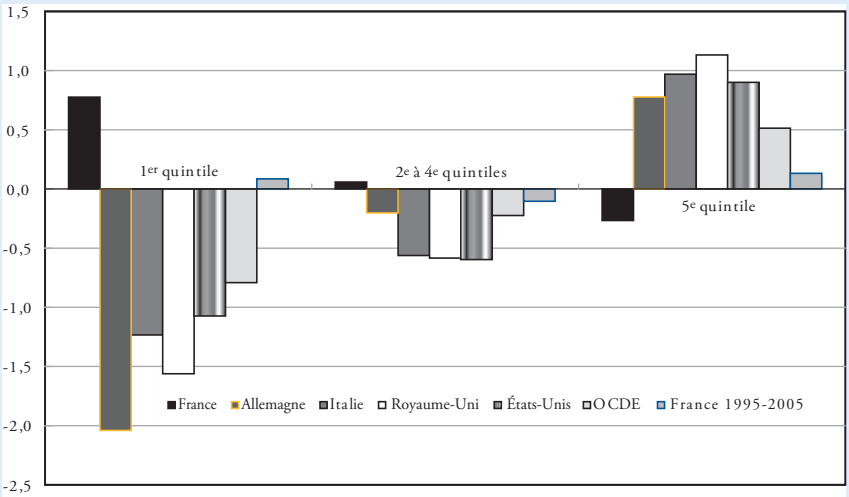
Quelles que puissent être les attentes en matière de taux de croissance suscitées par les innovations financières, elles ne sauraient correspondre aux taux de rentabilité exigés par les investisseurs. Les attentes déçues ne pouvaient avoir que deux conséquences : comme nous l'avons vu des choix industriels sacrifiant le long terme au court terme, mais aussi un creusement des inégalités de revenus.

La face cachée d'une rentabilité fortement accrue des actifs financiers est un accroissement des écarts de revenus personnels faussement attribués à des biais introduits par le progrès technique dans les qualifications demandées et au fonctionnement d'un marché du travail rendu flexible. La grande compression des écarts de revenus des années 1950 et 1960 aux États-Unis a été remise en cause. Krugman en donne une illustration saisissante en comparant ce que seraient aujourd'hui les rémunérations de la firme de référence en 1969, General Motors,

avec celles de la firme de référence en 2005, Wal-Mart. La rémunération du PDG de GM était, en 1969, égale à 88 fois celle de ses salariés moyens, alors que celle du PDG de WM en 2005 lui était 1278 fois supérieure. Mais plus encore, en dollars constants 2005, le revenu des salariés moyens a reculé de 40 000 dollars pour les ouvriers de GM de 1969 à 18 000 dollars pour les employés de WM de 2005 (Krugman 2008). Globalement, toujours aux États-Unis, les études empiriques confirment ce constat d'un changement drastique de la répartition des revenus personnels au cours des trente dernières années.

La situation actuelle est le résultat d'un déséquilibre qui s'est construit pendant les dernières trois décennies, lié à une tendance vers la redistribution des revenus bas et moyens vers les revenus élevés et très élevés. Dans la plupart des économies avancées le salaire moyen a stagné, alors que les écarts se creusaient au profit du quintile plus élevé de la distribution.

Graphique : Taux de croissance annuel des revenus, moins le taux de croissance du revenu moyen (moyenne 1985-2005)



Source : OECD (2008), calculs des auteurs.

Le graphique ci-dessus utilise des données de l'OCDE (2008) pour les pays les plus représentatifs du groupe, il montre la différence entre la croissance annuelle des revenus de chaque quintile (ou groupe de quintiles) et la croissance des revenus moyens, entre 1985 et 2005. Nous observons une redistribution de revenus de quatre quintiles inferieurs vers le cinquième, le seul qui ait augmenté plus que les revenus moyens.

La seule exception à cette tendance, sur les deux décennies, concerne la France, pour laquelle les revenus du premier quintile ont augmenté plus que le revenu moyen ; cependant la tendance a été inversée dans les dix dernières années.

Le phénomène de redistribution est encore plus marqué que cette figure ne le révèle. Les ménages du décile supérieur et encore plus ceux du centile supérieur ont capté une part sensiblement plus forte du revenu global (Gordon et Dew-Becker 2008, Saez 2008). Dew-Becker et Gordon (2005) parlent même d'une « superstar economy », en montrant que ceux qui ont vraiment profité de la redistribution sont ceux au sommet de la pyramide (le 1 % plus riche).

Le problème est d'expliquer un tel changement. On peut toujours arguer que les personnes les plus compétentes bénéficient d'un progrès technique biaisé en direction du travail qualifié. Les données ne confirment pas vraiment cette hypothèse. L'inégalité est concentrée dans l'extrême queue de la distribution des salaires. La dégradation de pouvoir de négociation est observée pour toutes les catégories de salariés définies à raison de leur niveau de scolarité si l'on excepte les femmes titulaires d'un Bachelor Degree, qui ont bénéficié d'un effet de rattrapage avec les salaires des hommes (Levy et Temin, 2007). Aussi, si un changement s'est produit, c'est à une rupture institutionnelle, à un changement de normes sociales, qu'il faut l'attribuer plus qu'au progrès technique. Cette rupture est facilement repérable à partir du début des années 1980. Elle produit ses effets de manière de plus en plus évidente au cours des années 1990. Aux États-Unis, les modes collectifs de négociation des salaires, conçus pendant et après la grande dépression, ont été abandonnés et la pression fiscale sur les hauts revenus s'est évaporée (ibid.). Voilà ce qui explique ce que d'aucuns appellent la montagne des gains perçus par certains salariés. Beaucoup plus que l'accroissement de la demande de travail qualifié (Lemieux, 2007).

Reste à savoir si la redistribution ainsi issue d'un pouvoir de négociation accru d'un groupe restreint est la source d'une croissance accrue. Le moins que l'on puisse dire c'est qu'il n'y a rien de prouvé. Si d'aventure le gain de revenus était le reflet exact d'une plus grande efficacité, on pourrait en accepter l'augure. Mais si ce n'est que l'expression de la capacité d'une toute petite minorité (de dirigeants mais aussi de sportifs ou de stars des medias) de capter ce qu'il faut bien appeler une rente, alors il devient vraisemblable que la croissance elle-même pourrait s'en trouver affaiblie quand elle n'est plus soutenue par un endettement improbable du travailleur médian. Ne faut-il pas, en outre, rappeler qu'il ne suffit pas de produire mais qu'il faut aussi vendre, qu'il ne suffit pas de permettre aux innovateurs de tirer avantage de leurs initiatives mais qu'il faut distribuer une partie des gains de productivité à ceux qui sont susceptibles d'acheter. Que peut-il, donc, arriver si ces gains, non seulement ne sont pas redistribués, mais vont à des catégories d'agents qui ne sont pas même des innovateurs ? C'est la vraie question à laquelle les économistes doivent s'efforcer de répondre.

Des modèles d'inspiration kaldorienne ou kaleckienne sont susceptibles d'éclairer cette influence de la répartition sur la croissance (Allain 2009). Suivant ces

modèles, la modération salariale affecte négativement la consommation. La hausse corrélative du taux de marge affecte positivement l'investissement, mais la baisse du taux d'utilisation souhaité des capacités de production l'affecte négativement. Ainsi, suivant le poids respectif de ces deux derniers effets, la redistribution des revenus en faveur des profits peut entraîner une baisse du taux de croissance et une hausse du taux de chômage. Sauf évidemment à compenser par l'endettement des salariés.

Cependant, aux États-Unis (comme dans beaucoup d'autres pays), la part des salaires est restée relativement constante et la redistribution s'est opérée entre les revenus salariaux. L'exigence d'une rentabilité financière accrue qui ne correspondait à pas à une augmentation effective des taux de profit s'est avant tout traduite par des enrichissements de certaines catégories de ménages capables de capter une rente en raison de leur position dans le système économique. Aussi le problème ne réside-t-il pas – avant le déclenchement de la crise financière – dans une hausse du taux d'épargne qui se ferait au détriment de la consommation, mais dans la possibilité d'une baisse relative de la consommation de biens salariaux par la classe moyenne. Une telle rupture ne pouvait que créer des distorsions et pose avant tout un problème d'ajustement de l'offre à la demande. Elle n'a pas eu immédiatement lieu si l'on se réfère à aux inégalités de consommation qui ont crû beaucoup moins fortement que les inégalités de revenus (Dew-Becker et Gordon 2005). C'est que l'endettement a joué son rôle.

Alors que les explications ayant trait à la répartition renvoient à des conditions d'offre, il se pourrait bien que l'on doive revenir à ce que Krugman (2009) dénomme une analyse économique de la dépression. « Essentiellement cela signifie que pour la première fois en deux générations les défauts du côté de la demande – des dépenses privées insuffisantes au regard de la capacité de production disponible – sont devenus la limitation claire de la prospérité dans une large partie du monde » (*ibid.* p. 182). La redistribution des revenus, sans autre changement et en particulier sans endettement des ménages ayant subi un recul relatif de leurs revenus, modifierait la structure de la demande et, par suite, la structure de la production et les gains de productivité qui lui sont associés. Cette conjecture s'inscrit dans une problématique définie par Kaldor (1966) aux termes de laquelle le taux de croissance d'une économie est « le résultat d'un processus complexe d'interaction entre les accroissements de demande induits par des accroissements d'offre et des accroissements d'offre engendrés en réponse aux accroissements de demande » (p. 19). La configuration de la demande est, alors, censée changer le taux de croissance, par exemple s'il s'agit d'une demande de produits manufacturés plutôt qu'une demande de services, ou s'il s'agit d'une demande extérieure plutôt qu'une demande interne (*ibid.,* pp 20-21). D'ailleurs, n'est-il pas avéré que les pays émergents doivent fonder leur croissance sur les exportations pour la simple raison que la faiblesse des revenus personnels intérieurs interdit que ces revenus alimentent une demande dirigée vers des secteurs à forts gains de productivité ? Ne pourrait-on, alors, aussi conjecturer qu'une égalisation des revenus, en agissant sur la composition de la demande favoriserait, en raison de l'existence de rendements croissants, les

activités où les gains de productivité sont les plus élevés et donc la croissance et vice-versa ? Dans cette perspective, évidemment, la distribution des revenus serait le résultat de normes sociales plutôt que des performances individuelles.

Donner corps à une telle conjecture est particulièrement complexe, d'autant que ce qui est en jeu c'est bien l'influence de la demande sur la croissance potentielle, influence habituellement rejetée dans les modèles de croissance. Des modèles existent qui vont dans ce sens. Ainsi, Weitzman (1982), notamment, montre avec un modèle reposant sur l'existence d'une multiplicité de firmes que la situation de chômage en régime de rendements croissants est un équilibre stable. « En équilibre avec rendements croissants, à chaque niveau de chômage, il n'y a aucune incitation pour une firme d'embaucher plus des travailleurs» (p. 802). Dès lors, un choc quel qu'il soit est susceptible de modifier l'équilibre définitivement. « Sans choc supplémentaire, le système gravitera autour d'un nouvel équilibre à un niveau d'emploi plus ou moins élevé, où il tendra à rester (…) Le message fondamental est que pour quelque raison une récession devient autoentretenue – que la cause originelle soit un krach boursier, un accroissement du prix du pétrole, des dépenses d'investissement réduites ou quelque autre choc – un mécanisme automatique de type loi de Say n'opérera pas nécessairement pour ramener l'économie à sa position initiale de manière homéostatique » (*ibid.* p. 803).

Nous pouvons faire la conjecture que le choc qui conduit à un équilibre de sous-emploi impliquant une productivité en recul est un choc de répartition. L'augmentation des inégalités salariales se traduit par une diminution de la production et de l'emploi et, compte tenu des rendements croissants, par une baisse de la productivité qui est susceptible d'affecter le potentiel de croissance de l'économie dès lors qu'elle affecte le taux d'accumulation du capital. Ce résultat a d'autant plus de chances de se produire que les rendements croissants de production sont plus importants dans le secteur des biens de base auquel s'adresse la demande des salariés du bas de l'échelle des revenus que dans celui des biens de luxe auquel s'adresse les salariés du haut de l'échelle des revenus.

Conclusion

Naturellement, on ne peut que dénoncer certaines pratiques financières, la concurrence entre prêteurs qui les a amenés à consentir des crédits plus risqués à des taux d'intérêt moindres, des banques qui n'ont pas gardé une part plus importante de leurs créances quand les prêts devenaient plus risqués. Une meilleure régulation du secteur financier est certes nécessaire pour éviter les dérives qui sont à la base de la crise actuelle, et en expliquent à la fois l'ampleur et la dimension globale Mais l'essentiel est ailleurs. Le soutien prodigué aux ménages impliquant d'encourager les prêts susceptibles de leur être consentis ne fait que traduire le souci plus ou moins explicite mais justifié de préserver la croissance mise en danger par les inégalités croissantes de revenus. La stagnation, sinon la baisse relative, des salaires devait être compensée par la possibilité pour les ménages de s'endetter à des taux très bas et

d'accéder à des marchandises importées à bas prix. Les nouveaux mécanismes financiers ont fait croire qu'il était possible de diluer les risques impliqués par les prêts aux ménages les moins solvables. Les importations en provenance des pays émergents ont permis de contenir les prix et par suite, d'écarter des signaux susceptibles de conduire les autorités monétaires à relever des taux d'intérêt en application de leur pratique de ciblage de l'inflation. Cette situation ne pouvait être qu'instable.

L'histoire des pays de la zone euro est, certes, différente de l'histoire des États-Unis. La politique monétaire y a été moins accommodante et les inégalités de revenus ne se sont pas creusées de manière aussi drastique grâce, en partie, à un système social dont les mécanismes ont été maintenus en dépit de tentatives plus ou moins cachées de les démanteler. Pourtant est-ce à dire que les problèmes de fond ont été différents ? La politique monétaire et les réformes structurelles ont avant tout assuré une modération salariale et contribué à maintenir une croissance faible et un chômage élevé dans les grands pays de la zone. À bien des égards l'expérience allemande des années 2000 est significative. Le rebond de croissance a procédé de la croissance des exportations dans une économie où les réformes du marché du travail ont, avant tout, rendu la répartition des revenus plus inégalitaire et affaibli la demande intérieure.

En fait, il semble bien que le problème auquel les différentes économies sont confrontées est un problème de demande. Mais il ne s'agit pas d'un problème simplement conjoncturel appelant des mesures temporaires de relance ou des hausses immédiates de salaires que les entreprises ne pourraient pas supporter, mais bel et bien d'un problème structurel dès lors que ce qui est en jeu c'est la façon dont la répartition des revenus influence la demande et, par suite, l'offre. Si la répartition a un effet sur le taux de croissance c'est en raison de son effet sur la taille des marchés et par suite sur la capacité de l'économie de vraiment capter les gains de productivité associés à l'usage de nouvelles technologies et à des réorganisations industrielles.

Le défi à relever suivant cette perspective est particulièrement redoutable puisqu'il s'agit rien moins que de rétablir une répartition plus égalitaire des revenus et de s'assurer que la nouvelle transition ainsi engagée sera viable. Il devrait être clair qu'un changement de norme de répartition prend du temps pour voir le jour et exercer ses effets. La forte diminution des inégalités de revenus, dont on peut faire la conjecture qu'elle explique la croissance forte et régulière des décennies 1950-1960, ne s'est-elle pas amorcée dès l'avant-guerre (Bourguignon et Morrisson 2002) ? Par ailleurs, des travaux empiriques récents ne concluent-ils pas que ce sont les changements de degré d'inégalité qui heurtent la croissance (Banerjee and Duflo 2003). L'enjeu est, alors, de concevoir et de mettre en œuvre des mesures à effets immédiats et à moyen terme dont le but est de mieux articuler l'offre et la demande. Des mesures allégeant la fiscalité des ménages les moins riches, augmentant les allocations chômage et diminuant le fardeau des ménages les plus endettés sont, sans aucun doute, nécessaires dans cet esprit. Elles ne sont pas suffisantes dès lors que des recompositions de l'offre en même temps que de la demande sont requises.

Références bibliographiques

Aghion P. et A. Banerjee, 2005, *Volatility and Growth*, Oxford University Press,Oxford.

Allain O., 2009, « La modération salariale : le point de vue (néo-) kaleckien », *Revue Economique* 60 (1) : pp. 81-108.

Baldwin C.Y. et K. B. Clark, 2000, *Design Rules,Volume 1, The Power of Modularity*, Cambridge, Mass. : MIT Press

Baldwin C.Y. et K. B. Clark, 2001, « Modularity After Crash », *Working Paper,* Harvard Business School.

Banerjee A. et E. Duflo, 2003, « Inequality and Growth: What Can the Data Say », *Journal of Economic Growth* 8: 267-299.

Bourguignon F. et C. Morrisson, 2002, « Inequality among World Citizens : 1820-1992, *American Economic Review* 92 : 727-744.

Dew-Becker, I. et R. J. Gordon, 2005, « Where Did the Productivity Growth Go? Inflation Dynamics and the Distribution of Income », *Brookings Papers on Economic Activity 2*: 67-127.

Gordon R.J. et I. Dew-Becker, 2008, « Controversies about the Rise of American Inequality : a Survey », *NBER Working Paper,* 13982.

Hart O. et J. Moore, 1996, « The Governance of Exchanges: Members' Cooperatives Versus Outside Ownership », *Oxford Review of Economic Policy*, 12 (4), 53-69.

Holmstrom B. et S. N. Kaplan, 2001, « Corporate Governance and Merger Activity in the United States : Making Sense of the 1980s and 1990s », *Journal of Economic Perspectives*, 15: 121-144.

Kaldor N., 1966, « Causes of the Slow Rate of Economic Growth of the United Kingdom », Inaugural Lecture delivered at the University of Cambridge, Cambridge University Press. Reprinted in N. Kaldor (1978): *Further Essays on Economic Theory*, London: Duckworth.

Krugman P., 2008, *L'Amérique que nous voulons*, Flammarion, Paris.

Krugman P., 2009, *The Returns of Depression Economics and the Crisis of 2008*, New-York: W.W. Norton & Company.

Lemieux T., 2007, « The Changing Nature of Wage Inequality », *University of British Columbia*.

Levy F. et P. Temin, 2007, « Inequality and Institutions in 20th Century America », *NBER Working Paper,* 13106.

OCDE, 2008, *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*, Octobre.

Saez E., 2008, « Striking it Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States », in home page http://elsa.berkeley.edu/~saez/

Weitzman M., 1982, « Increasing Returns and the Foundations of Unemployment Theory », *The Economic Journal* 92: 787-80.