

« La crise d'un modèle de croissance inégalitaire » Michel Aglietta, *Alternatives Economiques* n°274, Novembre 2008

Entretien avec Michel Aglietta : Conseiller scientifique au Cepii et professeur d'économie à Paris X. A récemment publié Désordres dans le capitalisme mondial, avec Laurent Berrebi, éd. Odile Jacob, 2007. L'économiste Michel Aglietta revient sur l'impact de la crise sur la croissance et sur les nouveaux modes de régulation qui doivent émerger. Propos recueillis par Sandra Moatti.

La crise actuelle sonne-t-elle la fin du modèle de croissance observé ces vingt dernières années ?

Oui. La libéralisation financière avait modifié la gouvernance d'entreprise et consacré la prépondérance de l'actionnaire: à partir de la fin des années 80, le *business model* des firmes a été orienté vers la "création de valeur pour l'actionnaire". Parallèlement, la mondialisation a vu son champ s'étendre avec l'effondrement de l'URSS et la montée des pays dits "émergents". Ces deux phénomènes ont entraîné une transformation profonde de la répartition des revenus, et donc de la régulation macroéconomique de la croissance: l'ouverture mondiale crée un marché du travail beaucoup plus vaste, avec un excès global d'offre de main-d'oeuvre, une accentuation de la concurrence sur le marché des biens, une forte pression sur les revenus salariaux, parallèlement à une extension du capital qui permet la hausse des profits. Le compromis qui avait été conclu dans les années d'après-guerre entre salariés et capitalistes a été brisé.

Les évolutions des salaires réels et de la productivité ont été déconnectées, entraînant une modification de la répartition des revenus. Comment entretenir dans ces conditions la croissance dans les pays riches ? Il a fallu déconnecter la dépense et le revenu, en stimulant la consommation par le crédit. D'où, aux Etats-Unis surtout, une baisse profonde de l'épargne et une hausse de l'endettement. De même, les entreprises ont cherché à travailler avec le moins de capital possible, pour en augmenter la valeur actionnariale. Cette hausse tendancielle de l'endettement privé sur longue période a provoqué des crises intermédiaires, qui ont été étouffées par l'action des banques centrales, surtout celle de la réserve fédérale américaine sous Alan Greenspan. De sorte que durant ces vingt dernières années, le taux d'endettement global n'a jamais baissé.

Enfin, ce régime de croissance fondé sur la dette a été favorisé par l'innovation financière: on est passé d'un modèle où les banques portaient le risque des crédits qu'elles accordaient à un modèle de transfert du risque. Cette utilisation systématique des marchés dérivés a permis aux

banques de libérer du capital pour faire plus de crédit, puisqu'elles ne portaient plus le risque. Ce fut surtout le cas des banques d'investissement indépendantes ou logées dans des groupes bancaires plus larges.

Quelles vont être les conséquences de la crise pour la croissance ?

L'ensemble des conditions de crédit va devenir durablement plus difficile parce que les banques doivent réduire la taille de leurs bilans et que des réglementations plus strictes vont se mettre en place. Par ailleurs, les agents non financiers vont aussi se désendetter. Le piège est une récession qui se nourrit d'elle-même par interaction entre la baisse des revenus et l'endettement. Elle ne peut être amortie que par la dépense publique. La sortie de la récession promet d'être une phase de croissance lente parce que l'élimination des mauvaises créances dans une crise bancaire prend entre trois et cinq ans, même si la crise est bien gérée par la puissance publique.

Au-delà de la crise, la réglementation financière est indispensable pour éviter les excès du crédit, mais elle ne suffira pas à refonder un système capitaliste capable de faire de la croissance régulière. La croissance ne pouvant plus être dopée par l'endettement, il va falloir que le revenu salarial se remette à progresser en ligne avec la productivité. Pour le dire autrement, le degré d'inégalité atteint dans les sociétés occidentales est devenu un frein à la croissance.

La prise de conscience commence: on voit les réactions provoquées par les excès de revenus des dirigeants et la dénonciation des effets pervers de systèmes de rémunération censés accroître la valeur actionnariale. Les gros investisseurs pourraient se rendre compte que leurs exigences excessives de rendement leur ont finalement fait perdre de l'argent...

La manière dont on a géré les économies au cours des vingt dernières années va être remise en cause. Des évolutions se dessinent, par exemple, en faveur d'un système d'assurance publique de santé aux Etats-Unis. La fiscalité est aussi un outil essentiel de la répartition des revenus: il faudra revenir sur les cadeaux fiscaux systématiques qui ont été faits aux plus riches

pendant des années. Vers quel modèle allons-nous ? Il faut se souvenir que le New Deal n'a été qu'une succession d'expérimentations. Il n'y a pas eu de plan préconçu. La cohérence n'est apparue qu'a posteriori.

Plus généralement, peut-on parler du grand retour de l'Etat dans les économies ?

Pas comme propriétaire. Ce qui se passe aujourd'hui n'a rien à voir avec les nationalisations de 1981. Il s'agit d'une entrée temporaire dans le capital d'entreprises financières pour leur permettre de renforcer leurs bilans; les Etats tenteront ensuite de revendre au mieux leurs participations. Leur vrai rôle est d'imposer des règles de comportement aux institutions financières, car elles ne les adopteront pas spontanément. Le contrôle public doit être plus intrusif.

La crise a montré qu'il n'y a pas assez de contre-pouvoirs à l'intérieur des banques. Les Etats - disons les instances publiques de régulation - doivent agir afin que se mette en place une action correctrice précoce pour repérer les dérapages. Et veiller à ce que le contrôle des risques soit effectif. Pour cela, il faudra que la surveillance publique puisse s'exercer jusqu'au coeur même des institutions financières. Et que ce ne soient pas elles, comme hier, qui dictent les règles: aux Etats-Unis, les lobbies ont dépensé beaucoup d'argent pour faire annuler le Glass-Steagall Act¹ et permettre aux banques commerciales de faire le métier de banque d'investissement.

La politique monétaire doit-elle également changer ?

On a compris que la stabilité financière ne pouvait pas être traitée au coup par coup, mais devait être une préoccupation permanente, dans tout le cycle. Alan Greenspan a géré l'instabilité financière de manière asymétrique. Puisque, dans sa logique libérale, les marchés s'autorégulent et que les crises sont exogènes, il fallait les traiter quand elles éclataient. L'expansion très rapide du crédit, à ses yeux, n'était pas une anomalie. Cependant, la Réserve fédérale américaine a fini par réagir: entre mai 2004 et le printemps 2007, elle a remonté son taux directeur de 1 % à 5,5 %. Mais elle n'a pas pu faire remonter les taux longs en raison de l'avalanche d'épargne, en provenance du reste du

monde, qui se déversait sur le marché obligataire américain et alimentait la bulle immobilière. On s'est aperçu alors que la globalisation créait des mécanismes qui réduisaient l'efficacité des politiques monétaires nationales.

C'est une réalité dont les banques centrales n'ont pas encore tiré les enseignements. A partir de 2004, l'augmentation de la masse monétaire mondiale a été due, pour les quatre cinquièmes, à celle des réserves de change, et non à l'expansion du crédit intérieur. Cela veut dire que pour gérer le cycle financier, les taux d'intérêt ne suffisent pas. Il faut un autre instrument: une provision en capital, dont le montant serait déterminé globalement, en fonction du rapport entre l'endettement total des banques et le produit intérieur brut (PIB) du pays. Cette provision, destinée à parer au risque systémique et à jouer un rôle contracyclique, serait répartie forfaitairement entre les banques. Il ne s'agit pas d'une régulation microéconomique comme les règles dites de "Bâle 2", mais d'une politique macroéconomique, qui relève de la politique monétaire. Elle devrait donc être gérée par les banques centrales.

Et au niveau international, quelles sont les réglementations nécessaires ?

Ce qui est indispensable, d'abord, c'est l'universalité des règles imposées aux banques. Cela implique absolument de mettre les places *off-shore*² sous la loi commune. Sinon, les arbitrages réglementaires continueront. Ces règles doivent s'étendre aussi aux grands pays émergents. Mais il y a aussi un aspect macroéconomique à la coordination. La mécanique qui a mené à la crise était fondée sur l'accrochage des monnaies de ces pays au dollar. Or il y a des forces qui les poussent à sortir du système de change actuel. Ils ont besoin de retrouver un contrôle monétaire sur leur demande intérieure, mais ils ne le peuvent pas s'ils ancrent leur monnaie sur une devise étrangère.

La solution serait donc d'aller vers des changes plus flexibles. Mais cela veut dire aussi plus d'instabilité des changes, pas seulement entre les monnaies occidentales. De nouvelles crises pourraient advenir du fait du change si on ne coordonne pas mieux les politiques économiques. Se posera donc le problème de la gouvernance monétaire mondiale, ce qui pourrait être le rôle du Fonds monétaire international (FMI) ou d'un organe du type G7 élargi.

¹ Banking Act de 1933 qui avait notamment instauré aux Etats-Unis une séparation entre les métiers de banque de dépôts et de banque d'investissement.

² les paradis fiscaux