

Dix ans après: pourquoi cette crise sans fin?

 mediapart.fr/journal/economie/300717/dix-ans-apres-pourquoi-cette-crise-sans-fin

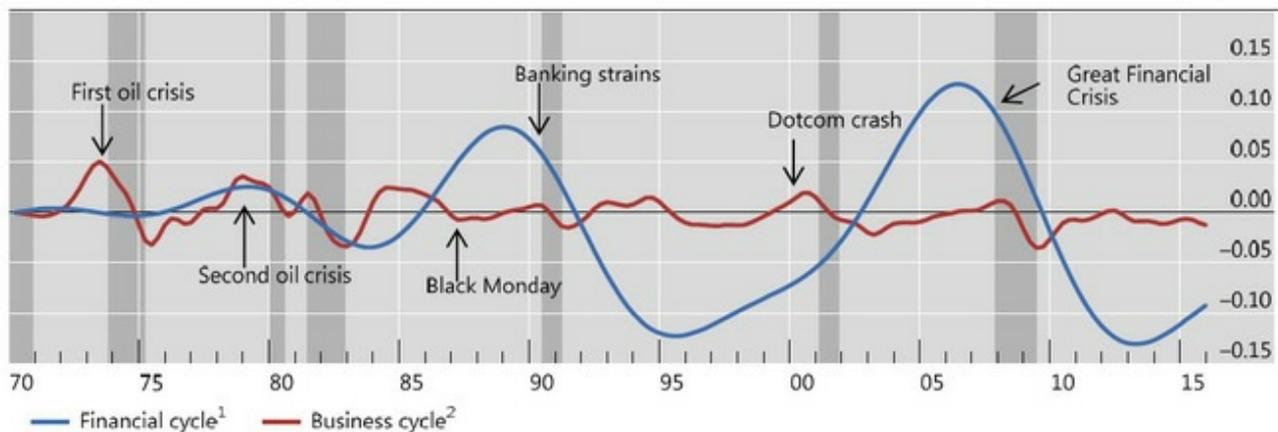
Philippe Riès

Dix ans après l'éclatement, en août 2007, de ce qui allait devenir la grande crise financière (GCF), deux interprétations dominantes, pour simplifier, s'affrontent sur la durée inhabituelle d'une « convalescence » interminable : d'un côté la « *stagnation séculaire* », venue des cercles néo-keynésiens aux États-Unis, qui voit dans la crise le révélateur d'un déficit « structurel » de la demande globale qui lui préexistait et lui survivra longtemps ; de l'autre, la thèse du « *boulet du cycle financier* », cette énième crise financière étant le prix à payer d'une incapacité à domestiquer un système financier qui fait alterner les booms toujours plus excessifs et les krachs toujours plus sévères. De ces visions divergentes découlent des prescriptions politiques radicalement différentes.

Les termes du débat ont été posés par Claudio Borio, chef du département économique et monétaire à la BRI (Banque des règlements internationaux), lors d'une [conférence prononcée à Washington en mars dernier](#). Dans l'esprit des travaux de recherche de la « banque des banques centrales » (régulièrement mentionnés ici même depuis 2008) qui avaient conduit l'institution bâloise à tirer la sonnette d'alarme (en pure perte) dès le début des années 2000, il est clair que Borio se range plutôt dans le second camp (avec les tenants de « l'école autrichienne »).

La thèse de la stagnation séculaire, explique Borio, peut être ramenée à trois propositions. En premier lieu, « *le monde est hanté de très longue date, bien avant la crise, par une déficience structurelle de la demande globale qui devrait persister à l'avenir et maintenir une croissance molle* ». Parmi les facteurs fréquemment cités, il note le vieillissement des populations, les inégalités croissantes de revenu et de patrimoine, et la chute des investissements liée aux mutations technologiques. Ce dernier facteur rejoint la thèse de l'économiste américain [Robert Gordon](#) quant au faible impact des nouvelles avancées technologiques sur la productivité globale (contrairement à ce qui s'était passé lors des première et deuxième révolutions industrielles). Ensuite, « *le boom précédant la crise (la "bulle") est la seule raison ayant permis d'atteindre le potentiel de production, c'est-à-dire le plein emploi* ». Enfin, « *et plus techniquement* », ajoute Borio, « *le taux d'intérêt réel naturel (ou d'équilibre) a chuté de manière continue et se situe en territoire négatif depuis un moment* ».

En dépit de la « technicité », il faut s'arrêter sur ce point, tant il justifie désormais l'approche monétaire « non conventionnelle » adoptée par les principales banques centrales (BoJ, Fed, BCE, BoE, etc.). Le taux d'intérêt « naturel » (ou « *wicksellien* », d'après l'économiste suédois [Knut Wicksell](#) qui en donna la première définition) est celui qui prévaut quand la production est à son niveau potentiel, avec une inflation stable. « *Donc, pour parler clairement, explique Borio, compte tenu de la déficience structurelle majeure de demande, les taux d'intérêt réels [corrégés de l'inflation] doivent être négatifs afin de garantir un fonctionnement de l'économie qui assure le plein emploi et d'éviter une spirale déflationniste ruineuse* ». En effet, « *avec des taux d'intérêt nominaux tombés à zéro, la baisse des prix signifie une hausse des taux d'intérêt réels, pesant encore plus sur la dépense, avec un impact négatif sur la production et l'emploi, et par conséquent les prix, et ainsi de suite* ». Rappelons que c'est le spectre de cette « spirale déflationniste » qui a servi d'argument massue aux banquiers centraux pour se lancer dans un dévergondage sans précédent de la politique monétaire (assouplissement quantitatif, taux zéro puis négatifs, gonflement spectaculaire des bilans des banques centrales transformés en fonds spéculatifs, etc.).



¹ The financial cycle as measured by frequency-based (bandpass) filters capturing medium-term cycles in real credit, the credit-to-GDP ratio and real house prices. ² The business cycle as measured by a frequency-based (bandpass) filter capturing fluctuations in real GDP over a period from one to eight years.

Les cycles financiers et les cycles des affaires depuis 1970 © BRI

L'hypothèse du « *boulet du cycle financier* » peut elle aussi être résumée en trois propositions, selon Borio. D'abord, la domination de cycles financiers survitaminés et incontrôlés, dont il souligne qu'ils ont une durée bien plus longue que le traditionnel « cycle des affaires », de 15 à 20 ans, contre 8 à 10 (graphique ci-dessus). Ensuite, « *le boom précédant la crise a de fait propulsé la production au-dessus de son potentiel, au détriment de la productivité* ». Enfin, « *le taux d'intérêt naturel ou d'équilibre est positif et bien plus élevé que ne le suggère l'hypothèse de la stagnation séculaire* ». Pour deux raisons : on ne peut pas estimer le taux naturel « *sans tenir compte de la croissance des déséquilibres financiers* » ; en outre, « *le déficit global de demande a été surestimé, alors qu'à l'inverse la contribution fondamentalement positive, salutaire, des facteurs séculaires de l'offre globale dans le pilotage de l'inflation a été sous-estimée* ». Cette dernière remarque renvoie à ce qui a été exposé ici même à d'innombrables reprises : la « grande modération » est née avant tout d'un supplément massif d'offre au niveau mondial (avec l'entrée sur le marché des économies émergentes ou de transition, ex-communistes), bien davantage que de la « maîtrise » des banquiers centraux incarnée par le « *Maestro* » Alan Greenspan ([lire ici](#)).

La stagnation séculaire, avatar de la doxa keynésienne

Passant à l'examen critique de la stagnation séculaire, l'économiste de la BRI relève qu'elle « *tire sa force de certains éléments centraux d'une théorie keynésienne très largement acceptée* » : corrélation entre baisse du taux d'intérêt réel et bonne tenue de la demande consolidée ; [courbe de Phillips](#) montrant que l'inflation évolue en sens inverse de l'écart de production (effective par rapport à potentielle) ; effets négatifs d'une faiblesse persistante de la demande sur la qualification de la main-d'œuvre et l'accumulation du capital. Le problème, c'est qu'elle ne colle pas avec les faits, notamment dans son pays d'origine, les États-Unis, où la croissance n'était pas du tout médiocre avant la crise (et le déficit des comptes courants massif), quand elle était vigoureuse au niveau mondial. D'où la célébration de ladite « *grande modération* ». Pas vraiment les signes d'un déficit de demande, interne ou globale.

Dans la livraison hiver 2017 de la revue trimestrielle *The International Economy*, l'eurodéputé allemand Joachim Starbatty et son compatriote Jürgen Stark, ancien membre du directoire de la BCE, rappellent que les propagandistes actuels de la « stagnation séculaire », notamment les néo-keynésiens Larry Summers et Paul Krugman, ne font que rajeunir un concept exposé par [Alvin Hansen](#), qualifié de « *doyen du keynésianisme américain* », après la Grande Dépression des années 1930 du siècle dernier.

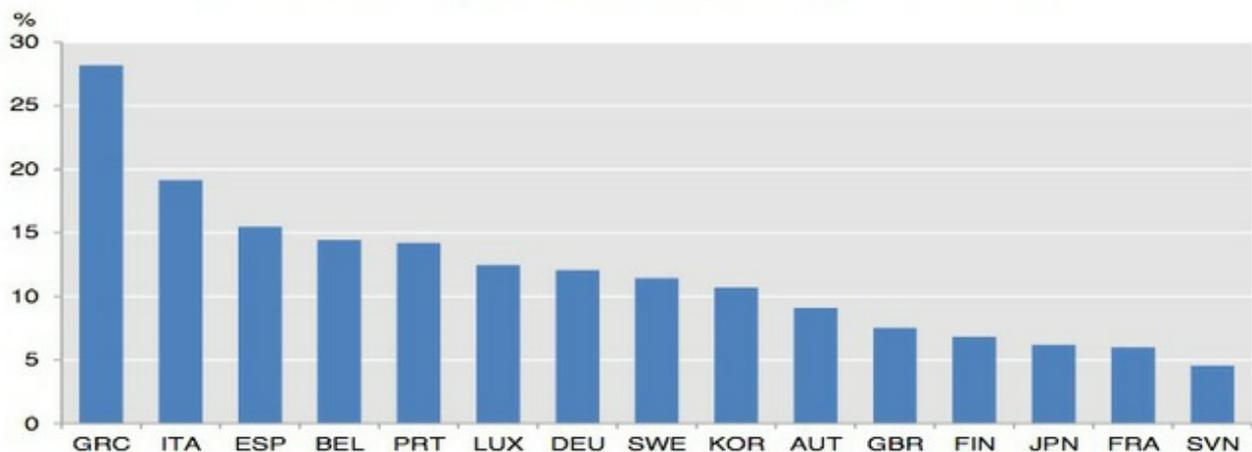
Que cette thèse resurgisse au lendemain d'une autre conflagration financière majeure ne doit bien sûr rien au hasard. En passant, les auteurs relèvent que l'hypothèse de la stagnation séculaire a l'avantage d'exonérer de leurs responsabilités ceux qui ont contribué à créer les conditions de la GCF, par une politique monétaire obstinément asymétrique en faveur du laxisme (la Fed de Greenspan, entre autres) ou une déréglementation

financière aveugle (Summers soi-même, entre autres). Plus fondamentalement, elle renvoie à la querelle entre John Maynard Keynes et Joseph Schumpeter.

Une objection majeure de « l'Autrichien » Schumpeter aux recettes de Keynes et de ses épigones pour sortir de la crise (en gros, le soutien à la demande par la dépense publique et la création monétaire) est justement qu'elles obèrent le processus d'assainissement et de renouvellement de la sphère productrice seul à même de recréer les conditions d'une croissance durable. Processus que Schumpeter avait exposé en 1912 dans sa *Théorie du développement économique* et baptisé plus tard « *création destructrice* ».

« Une politique visant à empêcher ce processus avec la "monnaie la moins chère" et la stimulation de la demande par le gouvernement dans l'espoir que cette faiblesse soit éliminée par une reprise économique présume que la structure de production existante peut aussi faire face aux besoins futurs, écrivent Starbatty et Stark. Toutefois, et c'est le contresens majeur, une politique visant à sauver ce qui est viable comme à préserver ce qui est non viable empêche l'économie nationale de progresser sur le chemin d'une croissance durable. » Et, sans surprise, ils citent « en exemple insigne » une « zombification » partielle de l'économie japonaise, condamnée, après l'éclatement de la monumentale bulle spéculative des années 1980, à plus d'un quart de siècle de quasi-stagnation, par la combinaison du délire budgétaire keynésien (dette publique à 250 % du PIB) et de la débauche monétaire (bilan de la BoJ en marche vers les 100 % du PIB). Des [études récentes de la BRI et de l'OCDE](#) exposent cette zombification progressive des économies avancées et sa contribution à la chute de la productivité et de la croissance potentielle. Championne de la zombification : la Grèce (*graphique ci-dessous*).

Panel B: The share of capital sunk in zombie firms in 2013; 15 OECD countries



% du capital et du travail "investis" dans des entreprises zombies © OCDE

Le jugement de Claudio Borio est plus nuancé, qui distingue une « phase de management de la crise », où « la politique monétaire a joué un rôle crucial, en ligne avec sa fonction historique de prêteur en dernier ressort ». Puis la « phase de résolution de la crise », pendant laquelle « on a fait trop peu pour nettoyer les bilans et misé à l'excès sur une gestion traditionnelle de la demande consolidée, s'agissant spécialement de la politique monétaire ». Or, rappelle-t-il, « une telle riposte ne marche pas quand le secteur privé est surendetté [...] et quand un système bancaire brisé ne parvient pas à transmettre les impulsions politiques ». Dix ans après, l'échec est patent. Anatole Kaletsky, de Gavekal Research, remarque que la « décennie perdue » (une expression inventée pour le Japon de la fin du siècle dernier) laisse le PIB consolidé du monde développé à un niveau inférieur de 25 % par rapport à sa tendance demi-séculaire d'avant la GCF.

La BRI ([lire ici](#)) n'a cessé d'alerter sur les retombées négatives et même les dangers d'une prolongation indéfinie de réponses d'urgence que les épigones de Keynes ont transformées en prescription permanente, par opportunisme politique ou, cas des principales banques centrales aujourd'hui, par peur des effets d'un sevrage. De la mauvaise allocation des ressources à l'alimentation de bulles spéculatives, en passant par l'encouragement au laisser-aller budgétaire (puisque la dette « ne coûte rien »), Borio les énumère, en soulignant des développements identifiés plus récemment, comme « la gigantesque expansion postérieure à la

crise du crédit en dollars hors des États-Unis, confirmée dans la dernière revue trimestrielle de la BRI ». C'est cet effet de levier en dollars qui avait provoqué la crise financière asiatique de 1997-1998 ([lire ici](#)).

Dans ce contexte, la baisse graduelle du taux d'intérêt « naturel » n'est pas fonction d'une prétendue « stagnation séculaire », d'ailleurs, semble-t-il, déjà passée de mode depuis l'élection présidentielle aux États-Unis, mais en bonne partie le résultat d'une politique monétaire répondant de manière asymétrique au cycle financier. *« Et dans une succession de cycles des affaires et financiers, une telle politique peut provoquer un déclin à long terme du taux d'intérêt réel. Tant que l'inflation n'augmente pas beaucoup pendant les booms, coiffée en partie par les vents arrière de la globalisation et la crédibilité des banques centrales, une politique monétaire axée sur la stabilité des prix à court terme n'est guère incitée à serrer la vis pour freiner la croissance des déséquilibres financiers. » A contrario, au moindre signe de faiblesse de la conjoncture, ou pour des motifs carrément farfelus (la peur du « bug » du millénaire en 1999), on ouvre largement les vannes de la création monétaire.*

Cette compréhension insuffisante du phénomène de l'inflation dans une économie désormais sans frontières aura eu des conséquences majeures avant et depuis la crise. L'impact de la globalisation sur la formation des salaires et des prix *« aurait aidé les banques centrales pendant la longue phase de désinflation d'avant crise mais leur aurait compliqué la tâche après la crise, quand elles cherchaient à faire remonter la hausse des prix en direction de leurs objectifs. Les vents arrière étaient devenus des vents debout ».*

Le spectre de la déflation

Dans toute cette affaire, les banquiers centraux (mais pas seulement) apparaissent aveuglés par une peur ancestrale, liée à un unique épisode de l'histoire économique, la Grande Dépression aux États-Unis, mythifiée dans le « récit » de la pensée unique keynésienne : le spectre de la déflation. *« En fait, explique Borio, l'expérience historique justifie largement une interprétation bienveillante des déflations. »* Dans les travaux récents sur le lien entre déflations et niveaux de production en relation avec les prix des actifs et la dette, couvrant 60 pays sur une période de 160 ans, *« nous constatons que le lien est faible entre les déflations et la sous-performance de la production, et que ce lien reflète essentiellement l'expérience pendant la Grande Dépression ».* Bien plus, cette corrélation statistique disparaît même pendant cet épisode si l'on prend également en compte la chute des prix des actifs (autrement dit, le coût d'une purge salutaire). Et *« nous ne trouvons pas de preuve d'une interaction coûteuse entre la déflation et la dette (la "déflation fischerienne par la dette" exposée par Fischer en 1933), bien qu'elle apparaisse entre les prix de l'immobilier et la dette, comme l'a confirmé récemment la GCF. Tout cela pointe le rôle crucial des cycles financiers pour infliger des dégâts économiques ».*

Conclusion pour l'économiste de la BRI : *« Les difficultés actuelles de l'économie globale traduisent dans une très large mesure une série de booms financiers qui ont mal tourné et une réponse politique inadéquate, asymétrique. »* Cette réponse politique non seulement n'a pas permis de restaurer le potentiel de croissance de l'économie mondiale mais elle y a introduit trois éléments de risque, estime-t-il. Un *« risque conjoncturel »*, lié à l'émergence de déséquilibres financiers dans des pays grands émergents ou avancés, moins directement frappés par la GCF. Risque aggravé par le manque de crédibilité de la politique monétaire et les tentations protectionnistes.

Ensuite, un *« risque structurel »*, né de *« l'instabilité incrustée dans l'économie globale »*, la perspective de nouvelles tensions financières étant encore assombrie par le manque de munitions politiques (dépensées dans la crise précédente) et la présence d'une trappe d'endettement. *« L'accumulation de dettes et les distorsions dans les modèles de production et d'investissement induites par des taux d'intérêt obstinément bas font obstacle au retour de ces taux d'intérêt à des niveaux plus normaux. Il y a certains signes qui font craindre que cela ne se produise : la politique monétaire a atteint ses limites ; les situations budgétaires de nombre d'économies paraissent insoutenables, au vu spécialement du vieillissement des populations ; et au niveau global, les ratios d'endettement par rapport au PIB ont continué à progresser après la crise. »*

Enfin, un *« risque institutionnel »* qui verrait de nouvelles tensions financières ouvrir la voie à la remise en cause d'un *« ordre économique global »* ayant plutôt bien résisté jusqu'à présent à l'impact de la GCF. *« La tentation de*

liquider la dette par un mélange d'inflation, de répression financière et d'autarcie pourrait devenir irrésistible. » Prévenir ces risques impliquerait de rééquilibrer le « policy mix », au détriment d'une dépendance excessive à la politique monétaire et en faveur de mesures structurelles susceptibles d'augmenter le potentiel de croissance et de mettre enfin en place une régulation monétaire et budgétaire qui « s'attaque plus systématiquement aux booms et aux krachs, plutôt que de s'en remettre exclusivement à la politique prudentielle » (les successifs accords de Bâle et leurs succédanés).

Ce qui pourrait plonger dans un abîme de perplexité, c'est le fait que le travail conduit depuis plus de 15 ans à la BRI, avant et après la crise, continue à tomber dans l'oreille de sourds, à commencer par les banquiers centraux, pourtant les premiers "actionnaires" de l'institution bâloise. La réponse est sans doute que les banquiers partagent avec les politiques et les "marchés" un horizon de court terme. « *La formule keynésienne ne fait pas partie de la solution aux problèmes ; elle ne vise que des effets à court terme, jugent Starbatty et Stark. À moyen terme, elle conduit à de nouveaux excès et exacerbe les crises touchant les finances publiques et les conséquences négatives de la politique monétaire excessivement laxiste suivie actuellement. »* Pour eux, « *il est temps que les économistes s'affranchissent de Keynes et de ses disciples, et s'intéressent plutôt à l'école autrichienne et se penchent sur les réflexions de ses représentants les plus importants : Carl Menger, Eugen von Böhm-Bawerk, Joseph Schumpeter, Ludwig von Mises et Friedrich August von Hayek* ». Et de conclure par une recommandation de von Mises : « *La tâche de la science économique est d'anticiper les effets plus lointains, et ainsi de nous permettre d'éviter de chercher à guérir les affections actuelles en semant les germes de maladies bien plus graves dans l'avenir. »*