

Les leçons – provisoires – de la Grande crise financière

Hans Bevers

« Theoretical macroeconomic models of one brand or another are very influential. They guide the architects of econometric forecasting models. They shape the thinking of policymakers and their advisers about “the way the world works”. They color the views of journalists, managers, teachers, housewives, politicians, and voters. Almost everyone thinks about the economy, tries to understand it, and has opinions on how to improve its performance. Anyone who does so uses a model, even if it is vague and informal. »

(J. Tobin)

En novembre 2008, deux mois à peine après la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers, la Reine Élisabeth II d'Angleterre visitait la prestigieuse London School of Economics pour l'inauguration d'un nouveau bâtiment. Abasourdie par ce qui se passait alors sur les marchés financiers du monde entier, elle demanda à l'un des professeurs présents pourquoi personne n'avait vu venir ce malaise.

Beaucoup de choses ont été écrites sur les causes de la Grande crise financière. D'une manière générale, il est admis que plusieurs éléments, qui se sont par ailleurs influencés de différentes manières, ont joué un rôle. Parmi ceux-ci figurent notamment l'endettement excessif du secteur privé, des matelas de capitaux insuffisants dans le chef des banques commerciales et le rôle douteux des agences de notation de crédit. Mais l'attitude de *moral hazard*¹ au sein des grandes institutions qui se croyaient *too big to fail* et le rôle d'une politique monétaire trop laxiste dans les années qui ont suivi l'éclatement de la bulle technologique et les attentats du 11 septembre 2001 sont aussi très souvent cités parmi les principales causes. Même chose pour le phénomène des déséquilibres mondiaux des balances de paiement avec, d'une part, les importants surplus dans de nombreux pays émergents et, d'autre part, les déficits aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la périphérie européenne. De quoi peser encore un peu plus sur les taux dans les pays en déficit et faire ainsi augmenter les prix sur le marché de l'immobilier. Certains disent même que Monica Lewinsky aurait une part de responsabilité dans la mesure où le scandale sexuel aurait fragilisé Bill Clinton... Tout cela aurait ainsi contribué à l'annulation du *Glass Steagall Act*, en vigueur depuis

1. Les Anglo-Saxons parlent de *moral hazard* lorsque les dirigeants ont intérêt à continuer à faire croître leur groupe en prenant plus de risques, le rendant ainsi trop gros pour faire faillite.

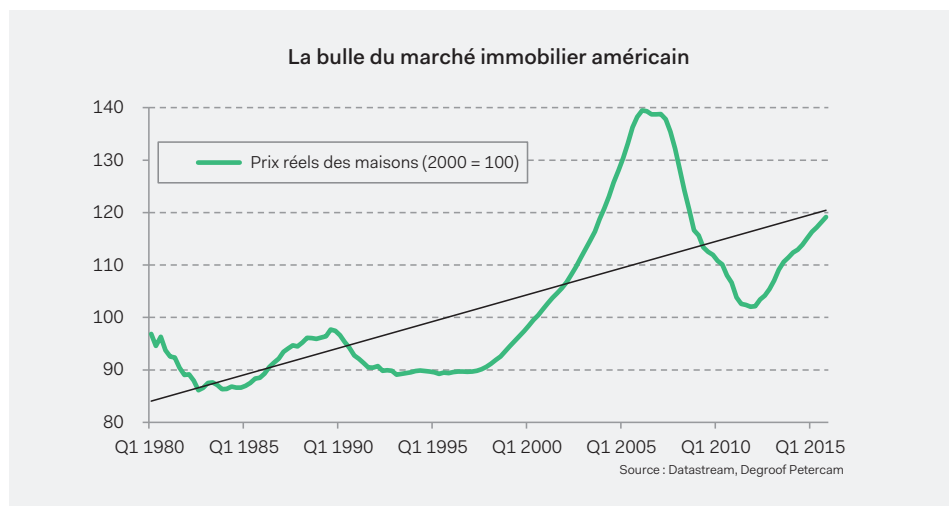
Les leçons – provisoires – de la Grande crise financière

1933 pour organiser la séparation entre banques commerciales et banques d'affaires. Quoi qu'il en soit, le rôle de la dérégulation dans le secteur financier ne peut pas être surestimé.

D'autres placent la principale cause dans un cadre sociétal plus large et parlent des inégalités sociales croissantes sur fond de changements technologiques, avec une réalité politique totalement dédoublée et un accès plus difficile à l'enseignement. La réponse politique à cette possible menace d'instabilité sociale a dès lors consisté à faciliter l'octroi de crédits aux particuliers de différentes manières, ou *let them eat credit* pour reprendre les propos quelque peu cyniques tenus en 2010 par Raghuram Rajan, alors économiste en chef du FMI et aujourd'hui gouverneur de la Banque centrale indienne. Le reconditionnement des crédits à la consommation et prêts hypothécaires par des institutions publiques comme Fannie May et Freddie Mac pour faciliter l'accès à la propriété en est ici un bel exemple.

Comment est-il dès lors possible que seuls quelques-uns aient vu venir la Grande crise financière? Comment l'éclatement de la bulle immobilière américaine a-t-il pu contaminer le système financier mondial et pousser le capitalisme au bord du gouffre? Comment expliquer que près de huit ans après la chute de Lehman Brothers, la reprise économique mondiale reste aussi faible et que les taux directeurs des principales banques centrales soient proches de 0%, voire négatifs? Quelles leçons économiques provisoires pouvons-nous tirer à ce stade de la décennie écoulée?

Répondre correctement à ces questions est naturellement important pour faire face aux prochaines crises. L'objectif de ce chapitre n'est toutefois pas d'analyser la crise jusque dans ses moindres détails, mais bien d'esquisser une image plus large. L'accent sur le caractère provisoire des leçons à tirer n'est du reste pas sans importance dans la mesure où la Grande récession fera encore l'objet de nombreuses études académiques pendant de nombreuses décennies. Il ne sera donc pas question ici de bilan final définitif.



Le Pont du Millénum

Le 10 juin 2000, la ville de Londres a inauguré officiellement le Pont du Millénum, une passerelle en acier qui relie la Cathédrale St-Paul au Tate Modern Museum, de l'autre côté de la Tamise. Il s'agissait du premier nouveau pont sur la Tamise depuis le célèbre Tower Bridge construit à la fin du XIX^e siècle. Mais à peine le public avait-il commencé à emprunter la nouvelle passerelle que celle-ci se mit à osciller, au point de nécessiter sa fermeture. Comment cela était-il possible alors que le passage à pied exerce essentiellement une pression verticale et que les ingénieurs avaient pu calculer parfaitement la résistance à prévoir de la construction une fois qu'ils eurent eu connaissance de la capacité de la passerelle ?

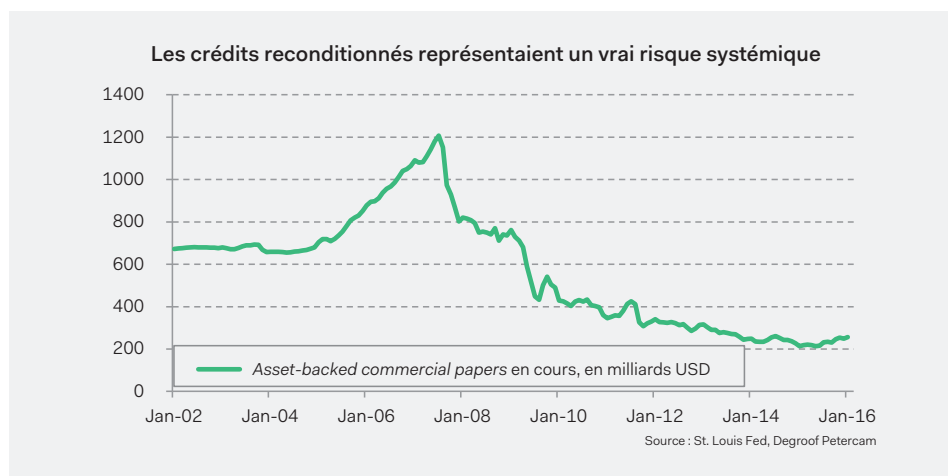
De plus amples études ont mis en lumière que des mouvements de 1 Hertz (un mouvement par seconde) faisaient bouger le pont. Cela peut sembler quelque peu surprenant dans la mesure où un rythme de marche normal se fait à 2 Hertz (deux mouvements par seconde, dont une fois avec le pied gauche et une fois avec le pied droit). Il s'agissait par ailleurs de mouvements horizontaux et non verticaux. Ce phénomène est en réalité connu depuis bien longtemps et explique pourquoi un groupe de soldats arrête de marcher lorsqu'il doit franchir ce type de pont. Outre une force verticale, la marche exerce en effet aussi une petite force horizontale tout simplement parce que nos jambes sont légèrement écartées. Le pas identique des soldats accentue ces forces horizontales, ce qui peut alors faire bouger ce type de pont, avec un possible risque d'effondrement à la clé.

La probabilité qu'un groupe important de personnes franchisse le pont de la même manière est très faible dans la mesure où chaque traversée peut être considérée comme un événement individuel indépendant. C'est pourtant bien ce qui s'est produit et les vibrations à peine perceptibles du début se sont progressivement accentuées, si bien que la masse a inconsciemment voulu marcher d'un pas similaire contre les vibrations, rendant celles-ci encore plus fortes et laissant finalement apparaître des mouvements visibles à l'œil nu. Ensuite, tout le monde a essayé au même moment de garder son équilibre, ce qui a encore renforcé le phénomène et secoué violemment le pont. Le fait que tout le monde ait réagi rationnellement d'un point de vue individuel, dans une tentative de garder l'équilibre, n'a donc fait qu'aggraver la situation. Une donnée intéressante car il s'agit d'un exemple de choc interne ou de crise systémique, clairement différent d'un choc externe, comme un tremblement de terre.

Cela nous ramène à la question de la Reine d'Angleterre en novembre 2008 : « Pourquoi personne n'a rien vu venir ? » En juin 2009, un groupe d'académiciens britanniques de premier plan, de journalistes économiques et de responsables politiques s'est réuni à la British Academy pour en parler et a livré ses conclusions dans une lettre adressée à Buckingham Palace². Nous nous en voudrions de priver le lecteur de ce passage qui fait furieusement penser à l'exemple du Pont du Millénum.

[...] So where was the problem ? Everyone seemed to be doing their own job properly on its own merit. And according to standard measures of success, they were often doing it well. The failure was to see how collectively this added up to a series of interconnected imbalances over which no single authority had jurisdiction. This, combined with the psychology of herding and the mantra of financial and policy gurus, lead to a dangerous recipe. Individual risks may rightly have been viewed as small, but the risk to the system as a whole was vast. So in summary, Your Majesty, the failure to foresee the timing, extent and severity of the crisis and to head it off, while it had many causes, was principally a failure of the collective imagination of many bright people, both in this country and internationally, to understand the risks to the system as a whole. [...]

² La lettre peut être lue sur le site de la British Academy : <http://www.britac.ac.uk/events/archive/forum-economy.cfm>.



En effet, le cœur de ce qui s'est passé en 2008 trouvait son origine dans l'essor de la finance de l'ombre ou *shadow banking*. Cela a alors créé un gigantesque risque systémique qui a finalement permis à la crise de prendre des proportions gigantesques. La forme était naturellement différente, mais quand la musique a enfin cessé, nous avons eu droit à un *bank run* en bonne et due forme avec les institutions financières refusant subitement de s'accorder mutuellement des crédits parce qu'elles ne savaient plus, avec toutes ces activités hors bilan, à quels risques leurs contreparties traditionnelles étaient exposées. Ce qui précède explique pourquoi la plupart des économistes n'ont pas vu venir la crise de 2008³. Une fois que l'ampleur du *shadow banking* est devenue plus claire et que la panique financière a frappé après la faillite de Lehman Brothers, il n'était naturellement plus difficile de comprendre que les marchés immobiliers surévalués des deux côtés de l'Atlantique et l'accumulation pendant des années d'une importante dette privée nous laisseraient une grave crise.

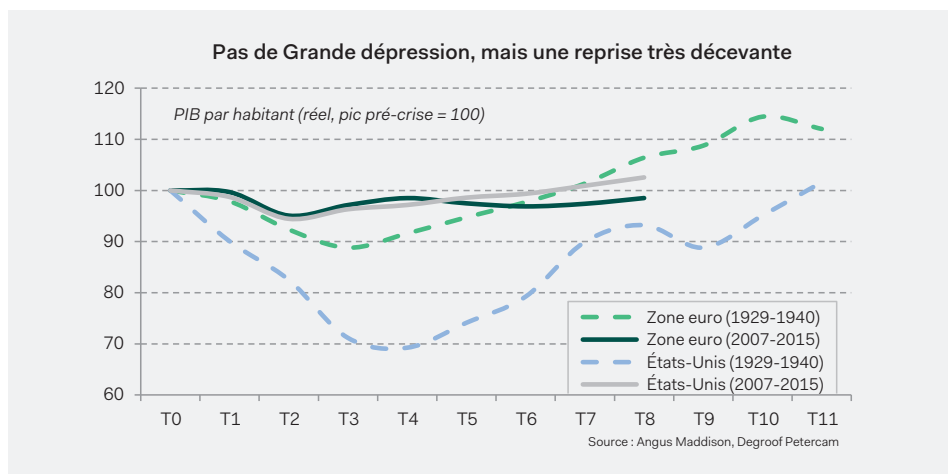
Cela a à son tour fait vaciller l'Union monétaire européenne sur ses bases. Le premier grand test pour l'Union monétaire a très vite mis en lumière la grande fragilité des fondamentaux. Rien de très surprenant à vrai dire. Beaucoup d'économistes avaient en effet déjà mis en garde contre cela bien avant le lancement officiel de l'Union monétaire en 1999. Et ils avaient raison. L'absence d'une véritable union économique et politique allait tôt ou tard poser des problèmes à l'euro. Et le « cercle vicieux » entre autorités et institutions financières a montré par ailleurs la nécessité d'une union bancaire.

L'approche de la crise

Au-delà de la question de savoir si la Grande crise financière aurait pu être évitée, il est au moins aussi important de se pencher sur la manière dont les économistes et responsables politiques ont agi, d'une part, pour limiter autant que possible les conséquences négatives et, d'autre part, pour favoriser aussi vite que possible une reprise durable. Grâce aux leçons des années trente du

³ Il n'est pas exact de dire que personne n'avait vu venir les problèmes, mais la question n'est pas là. Beaucoup d'économistes avaient déjà attiré l'attention sur les prix vertigineux sur le marché immobilier. Quelques-uns comparaient la nouvelle technologie financière de pointe aux armes de destruction massive.

siècle précédent, nous avons fort heureusement échappé à un *remake* de la Grande dépression. Karl Marx, qui, au XIX^e siècle, avait annoncé la chute du capitalisme, a donc eu tort. La raison dans ce cas peut être cherchée dans le fait que les autorités ont mené correctement leur mission de stabilisation à travers une politique monétaire et budgétaire expansionniste. Le gouverneur de la FED⁴, Ben Bernanke, avait ainsi bien retenu que l'abandon de l'étalon-or (couplage de la masse monétaire à la quantité de réserves d'or) avait grandement contribué à mettre un terme à la situation déflationniste en 1933.



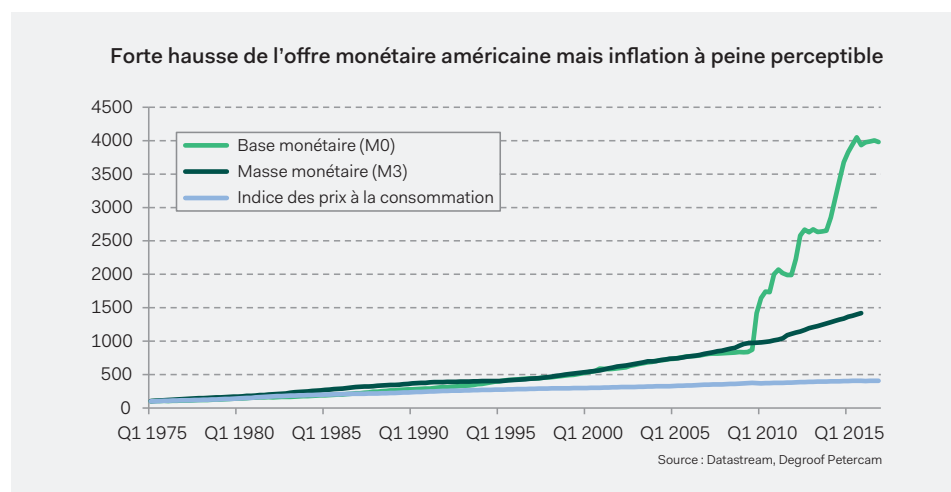
John Maynard Keynes avait bien compris les lacunes du capitalisme quand il avait écrit sa théorie générale de l'emploi, des intérêts et de l'argent en 1936. Keynes se distinguait des économistes classiques adeptes du laissez-faire comme Adam Smith en ce sens que pour lui, l'État avait une importante fonction de direction et que laisser faire l'économie ne permettrait pas nécessairement d'atteindre le plein emploi des facteurs de production disponibles. Cette vision est naturellement à l'opposé des idées des économistes classiques qui rejettent toute fonction de stabilisation par l'État. Pour les économistes classiques, l'intervention de l'État est superflue et même préjudiciable car elle empêche le bon fonctionnement du mécanisme de marché. Des salaires, prix et intérêts flexibles feront en sorte, argumentent-ils, que la demande absorbera toujours totalement l'offre. Le chômage est donc un phénomène temporaire qui disparaîtra de lui-même. Keynes y était radicalement opposé et affirmait que les interventions de l'État pouvaient réellement conduire à une meilleure issue et que les prix et salaires n'étaient pas assez flexibles pour aboutir rapidement à un nouvel équilibre optimal. Avec la dérégulation comme une des principales causes de la Grande récession et la nécessité absolue d'une intervention de l'État pour sauver le capitalisme, Keynes est ressuscité.

Les autorités ont donc beau avoir évité un *remake* de la Grande dépression, la reconnaissance est restée globalement très modeste. Pensons par exemple à la lettre ouverte au président de la FED, Ben Bernanke, en 2010. Plusieurs penseurs et philosophes de premier plan y mettaient clairement en garde contre le risque que la politique monétaire bien trop expansionniste ne conduise rapidement à une dévaluation du dollar américain et à une forte hausse de l'inflation. En période

4 Réserve fédérale des États-Unis, *Federal Reserve System* – FED.

économique normale, il est effectivement un fait que la création d'argent conduit à une hausse de l'inflation dans la mesure où la base monétaire et la masse monétaire augmentent de manière plus ou moins identique. Mais l'on pouvait s'attendre cette fois à ce que l'augmentation spectaculaire de la base monétaire ne fasse pas augmenter autant la masse monétaire avec une forte hausse de l'inflation pour conséquence. La raison était évidente. L'assouplissement quantitatif n'a pas provoqué de hausse rapide de la masse monétaire parce que le mécanisme d'octroi de crédits avait des ratés en raison, d'une part, de la réduction du bilan chez les prêteurs financiers, mais aussi et surtout, d'autre part, de la très faible demande des entreprises et des consommateurs.

Le fait que la BCE n'ait commencé à intervenir de manière plus énergique qu'à partir de l'été 2012 était peut-être aussi dû dans une large mesure à la crainte déjà présente, mais infondée, que l'inflation pouvait dérailler rapidement. La zone euro a de ce fait perdu beaucoup de temps. Le doute quant au rôle de « prêteur en dernier ressort » de la BCE n'a alors fait qu'augmenter, ne donnant pas la moindre chance à la reprise économique et renforçant encore la gravité de la crise.

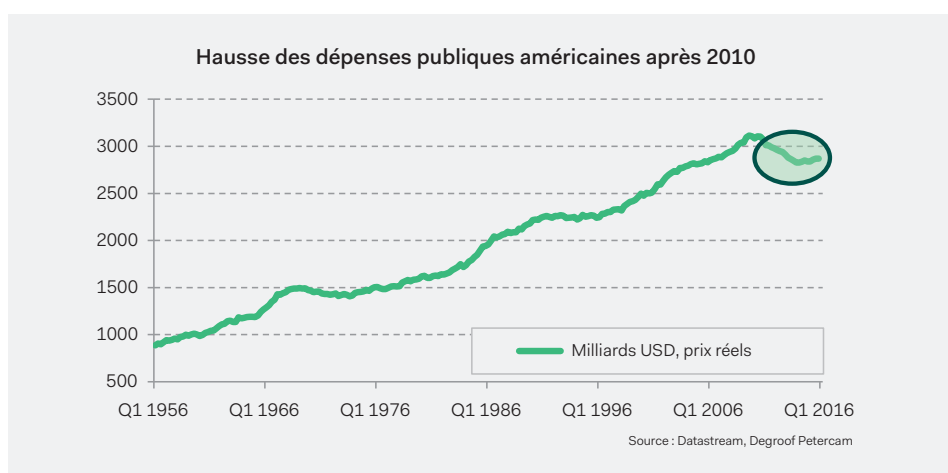


Cela explique peut-être aussi pourquoi la reprise est restée si modérée ces dernières années. Plus généralement, on peut affirmer que d'importantes idées du passé ont disparu au cours de cette période.

Une des principales leçons de la période post-2008 est que les économies budgétaires exercent une influence négative importante sur l'activité économique quand elles ne sont pas atténuées simultanément par une baisse des taux. Cette idée-là aussi existait déjà depuis longtemps. Keynes disait en effet que « le bon moment pour l'austérité n'était pas la récession, mais l'expansion ».

Pourtant, les économistes d'Harvard Alberto Alesina et Silvia Ardagna ont présenté en 2009 la doctrine de « l'austérité expansionniste ». Leur idée selon laquelle les économies budgétaires avaient à peine des effets négatifs et même au contraire souvent des effets positifs sur l'activité économique a reçu un large écho politique. De manière peu surprenante, de nombreux responsables politiques ont profité de cette étude pour justifier et imposer l'orthodoxie budgétaire. En juin 2010, le président de la BCE de l'époque, Jean-Claude Trichet, avait déclaré que l'idée que les mesures d'économies pouvaient plomber totalement la croissance était erronée et il avait même suggéré que cela ne pouvait qu'accélérer la reprise économique. L'adage alors était que la croissance économique viendrait d'elle-même grâce à la confiance accrue du secteur privé dans les

autorités. Ce n'est que fin 2010 que le FMI a présenté des résultats contraires et démontré qu'Alesina et Ardagna avaient commis une erreur méthodologique. Le FMI a trouvé alors qu'un exercice d'économie de 1% du PIB conduirait en moyenne à 0,5% de croissance en moins après deux ans et à une hausse du taux de chômage de 3%. Le multiplicateur budgétaire⁵ (0,5) était donc clairement positif et non négatif comme le prétendaient les deux économistes d'Harvard. Par ailleurs, la baisse simultanée des taux, à travers une dépréciation du taux de change, préserve d'ordinaire l'activité économique d'une baisse plus importante. Mais comme il ne reste pratiquement plus de marge pour abaisser les taux lorsque ceux-ci sont proches de zéro, ce facteur atténuant ne peut plus jouer son rôle, accentuant encore le multiplicateur budgétaire. Et si tout le monde essaie d'épargner en même temps, on peut s'attendre à ce que la croissance soit mise encore plus sous pression. Et en effet, l'étude du FMI en 2012 a montré que le multiplicateur budgétaire avait encore augmenté au cours de cette période.



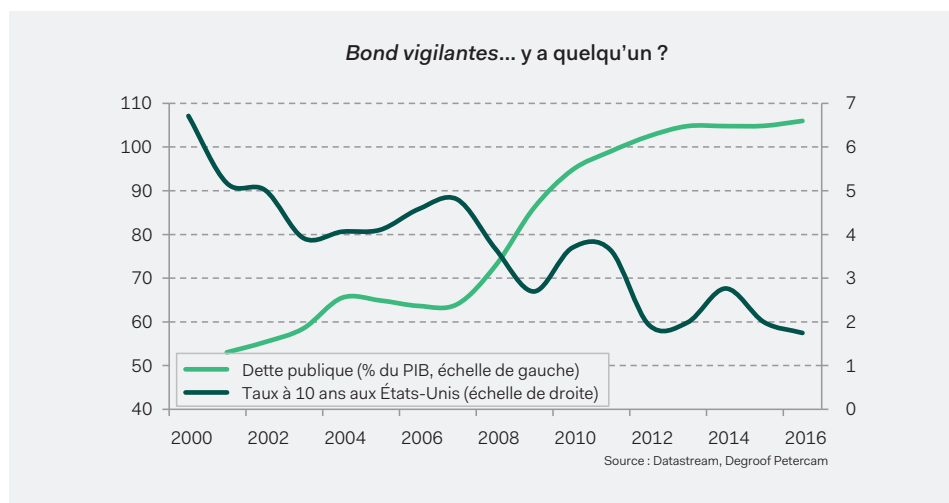
Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, les auteurs du *best-seller* au titre joliment sarcastique *This Time is Different*, en 2009, ont peut-être eu plus d'influence encore qu'Alesina et Ardagna. Ce chef-d'œuvre donne un aperçu clair des différents types de crises financières au cours des huit derniers siècles et montre que chaque crise est chaque fois due à la base à une période de fort endettement. Les deux économistes ont également apporté la preuve convaincante que les crises financières comme celle de 2008 sont suivies d'une profonde récession et d'une longue période de faible croissance. Surfant sur la vague de leur succès, ils ont ensuite affirmé, de manière certes un peu expéditive, que la croissance économique d'un pays était clairement influencée négativement lorsque la dette publique dépassait une certaine limite. Reinhart et Rogoff ont ainsi estimé que cette limite se situait à 90% du PIB. Une thèse qui a une nouvelle fois été prise pour argent comptant par les cabinets des responsables politiques qui estimaient qu'il était urgent de réduire la dette publique. Des responsables politiques européens et américains comme Olli Rehn ou Paul Ryan ont rapidement sauté dans le train et ne se sont pas privés de citer de nombreuses reprises cette étude pour donner plus de poids à leur vision presque idéologique de l'épargne. Le gra-

⁵ Le multiplicateur budgétaire reproduit l'ampleur de l'effet des dépenses publiques sur l'activité économique. En supposant que l'État dépense 100 et que l'activité économique augmente de 50, le multiplicateur budgétaire sera alors de 0,5.

phique ci-avant montre que les États-Unis ont également mené une politique budgétaire clairement restrictive après 2010. L'importance d'un retour rapide à un équilibre budgétaire en Europe a aussi été mise en évidence à de nombreuses reprises. En partie par nécessité bien sûr, en raison de l'absence d'union budgétaire, mais aussi en raison des atermoiements de la BCE. Dans des circonstances où l'activité économique reste inférieure au potentiel, cela peut toutefois difficilement être considéré comme une bonne politique économique.

Seulement, les études n'étaient pas suffisamment étayées et plusieurs erreurs importantes ont été découvertes, rendant leurs résultats moins solides. Il existe certes une corrélation négative entre l'ampleur de la dette publique et la croissance économique, mais cela n'implique pas de lien de cause à effet. En effet, il semble au moins aussi crédible de dire qu'un ralentissement de la croissance conduit à une hausse de la dette, ce que l'Italie et le Japon semblent confirmer. Dans tous les cas, il n'existe pas de limite supérieure d'endettement au-delà de laquelle la croissance économique pourrait subitement s'arrêter.

Le fait que les trois exemples précités aient trouvé un tel écho auprès des responsables politiques et du grand public témoigne d'un manque largement répandu de compréhension économique et était largement lié, si pas totalement, à la peur des *bond vigilantes*. Ces anges gardiens des obligations sont très critiques par rapport à la politique monétaire et budgétaire expansionniste des autorités car cela provoquera une forte hausse de l'inflation et compromettra de cette manière le caractère tenable de la dette publique. Selon ce raisonnement, les taux augmentent donc parce que le marché obligataire souhaite une prime plus importante pour l'augmentation des risques en matière d'inflation et de dette publique.

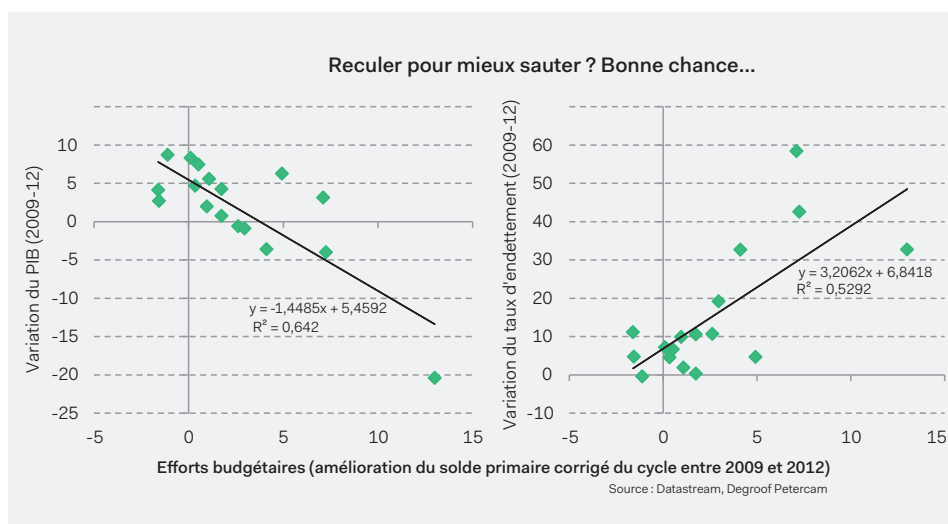


Même de grands chefs d'entreprise et banquiers ont écrit en 2012 dans une lettre ouverte à Obama et aux membres du Congrès que le ratio de dette publique devait être réduit le plus vite possible. Dans le cas contraire, il s'ensuivrait une baisse de la notation et les investisseurs demanderaient des primes de risque sensiblement plus importantes. En résumé, un scénario à la grecque serait alors inévitable. Le graphique ci-avant montre que, comme on pouvait raisonnablement s'y attendre, cette crainte était totalement injustifiée. Les périodes occasionnelles de hausse des taux reflétaient plutôt une légère amélioration du *momentum* économique, et certai-

nement pas la crainte d'une faillite des États-Unis. En Belgique également, nous avons assisté à une réaction étrange dans le chef de plusieurs économistes lorsque Standard & Poor's a, en 2011, abaissé la note des États-Unis après l'absence d'accord, après de nombreux mois, entre Républicains et Démocrates au sujet du plafond de la dette et de la future réduction de la dette. Au lieu d'un « tremblement de terre financier d'une intensité 9 sur l'échelle de Richter » ou d'un « glissement de terrain » dont certains observateurs parlaient alors, les marchés financiers ont collectivement haussé les épaules.

Reste encore à voir comment cela se passerait précisément dans la réalité. En d'autres mots, les États-Unis ou le Royaume-Uni ou encore le Japon ou tout autre pays développé disposant d'une banque centrale propre peuvent-ils se retrouver pris dans un scénario à la grecque ? La réponse courte à cette question est « non ». Comme ces pays disposent d'une devise propre flottante, les éventuels doutes sur la solvabilité souveraine ne se manifesteront pas à travers une hausse des taux. Par contre, les investisseurs voudront transférer leur argent à l'étranger, ce qui provoquera bien sûr une dépréciation de la devise. Cette dépréciation aura à son tour un effet positif sur l'activité économique, ce qui permettra d'empêcher une spirale négative d'endettement. Cela n'est pas ce que nous avons vu en Grèce et dans d'autres pays touchés de la périphérie. En raison de l'absence d'une banque centrale propre, ces pays ont été poussés vers un mauvais équilibre auquel ils ne pouvaient échapper sans une aide de l'extérieur.

Une des principales leçons de la crise de l'euro est la valeur inestimable des taux de change flexibles. Lorsqu'un pays a besoin d'une forte baisse de ses prix et salaires pour redevenir compétitif, cela peut être atteint beaucoup plus vite et plus facilement par une forte dépréciation de la devise que par une douloureuse dévaluation interne. Car comme nous l'avons déjà expliqué, cette dernière pèse naturellement lourd sur la croissance. Le lien négatif entre assainissement budgétaire et croissance économique ressort à nouveau clairement du graphique de gauche ci-après. Notez que le coefficient de comparaison s'élève ici à -1,4. Pour chaque pour cent d'économies, l'activité économique recule donc de 1,4%. Cela est conforme aux observations du FMI qui, en octobre 2012, a trouvé un multiplicateur budgétaire compris entre 0,9 et 1,7.



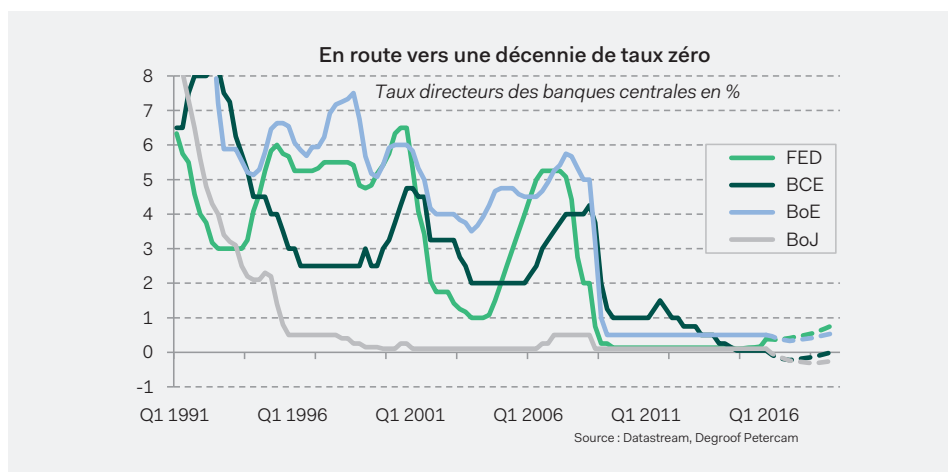
Dans la foulée de la Grande crise financière, une période marquée par l'impossibilité d'assouplir encore la politique monétaire, une importante sous-utilisation du travail et des capitaux et des opérations asynchrones d'économies dans de nombreux pays, le lien n'est donc pas seulement négatif, mais l'effet des économies sur la croissance est aussi clairement plus important par rapport à une situation normale. Cela est donc en porte-à-faux avec le concept d'« austérité expansionniste » évoqué ci-avant. Pas étonnant donc que le ratio d'endettement n'ait pas diminué, le dénominateur, autrement dit l'activité économique, ayant pris de sérieux coups. Le lien positif indique que le taux d'endettement a encore augmenté à mesure des efforts budgétaires.

Les économistes adorent les modèles

Une question importante consiste à savoir si les observations des paragraphes précédents sont étonnantes. Bien sûr, l'économie n'est pas une science exacte. Mais quand même, il est étonnant de constater que plusieurs principes importants du passé aient été si facilement oubliés, voire ignorés. Certains ont plaidé ces dernières années pour un changement radical. C'est toutefois un raisonnement hasardeux et erroné. Certes, la balance penche trop vers les concepts et modèles microéconomiques partant de comportements rationnels parfaits fondés sur des informations disponibles. Ces modèles cadrent du reste rarement avec la manière dont sont prises les décisions dans le monde réel. Le reproche selon lequel seule une minorité a vu venir la crise est également justifié. L'avenir est définitivement incertain et les périodes de « croissance et décroissance » sont propres au système capitaliste dans lequel nous vivons. Il n'en ira pas autrement à l'avenir et il y a de fortes chances pour que les germes d'une nouvelle crise aient déjà été semés.

Mais le grand problème n'était donc pas que les modèles pour mieux comprendre la crise des dernières années n'existaient pas. Le problème est plutôt qu'ils ont été oubliés ou sciemment mis de côté. Une meilleure compréhension aurait permis de rejeter certaines affirmations à un stade précoce, d'éviter que de grands déficits budgétaires et mesures de relance monétaires non conventionnelles ne conduisent à une forte hausse des taux d'intérêt et de l'inflation, que des économies budgétaires ne pèsent trop lourd sur la croissance économique et que la contraction de dettes pour financer des investissements publics durables n'hypothèque la richesse des générations futures, au contraire.

Depuis 2009, les principales banques centrales du monde occidental appliquent des taux directeurs proches de zéro. Malgré le fait que les banques centrales aient porté leurs bilans à des trillions de dollars avec leurs mesures d'assouplissement quantitatif, l'inflation reste pratiquement partout inférieure à l'objectif de 2% environ. Même avec ces taux à zéro, il est encore possible que les taux réels soient trop élevés pour faire diminuer l'épargne et augmenter les investissements. L'économie reste donc dans une situation de sous-utilisation, avec un chômage trop élevé à la clé. Une situation appelée « trappe à liquidité » par Keynes et Hicks. Les nouvelles mesures de relance monétaires perdent alors fortement de leur efficacité car les entreprises et les ménages deviennent indifférents aux liquidités supplémentaires. Quand l'économie tombe dans une trappe à liquidité, les lois économiques ne sont en effet plus les mêmes. On peut donc également dire que les responsables et économistes qui maîtrisaient cette théorie avaient un sérieux avantage pour comprendre la Grande crise financière et, surtout, ses conséquences.

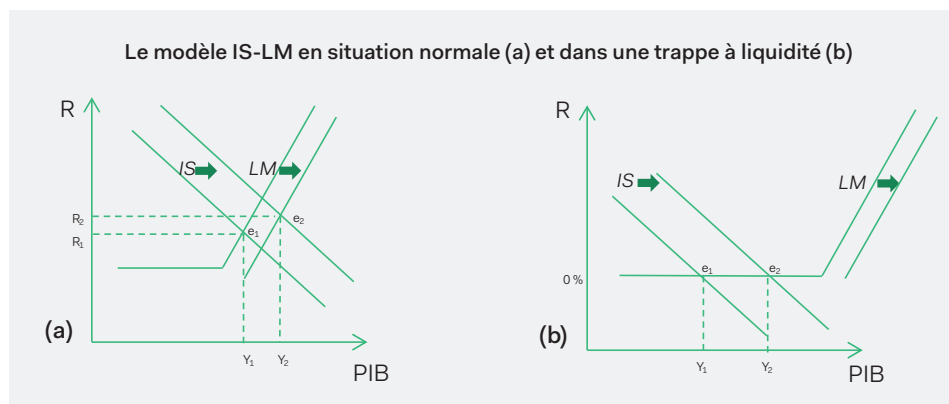


Le modèle IS-LM dans une trappe à liquidité

Ce modèle peut être représenté sous forme de graphique. Le modèle IS-LM⁶ est un outil de travail macroéconomique théorique pour mieux comprendre les décisions politiques dans un monde économique complexe. Il ne s'agit certainement pas d'un modèle parfait, mais il n'en est pas moins très utile, notamment dans des situations de problèmes de bilan et lorsque les taux directeurs des banques centrales sont proches de 0% comme aujourd'hui. Le modèle IS-LM montre, d'une part, l'équilibre sur le marché des biens et des services à travers la courbe IS et, d'autre part, l'équilibre sur le marché monétaire à travers la courbe LM. On parle d'équilibre macroéconomique global lorsque les deux courbes se croisent. Cela permet de mieux comprendre les interactions entre le marché des biens et le marché monétaire.

La courbe IS reproduit toutes les combinaisons de taux et de revenus pour lesquelles le marché des biens et des services est en équilibre et où la demande de biens et services est donc égale à la production. La courbe s'incline parce que des taux moins élevés (la variable indépendante ou exogène) impliquent une hausse de l'activité économique (la variable dépendante ou endogène). La courbe LM, par contre, reproduit toutes les combinaisons de taux et de revenus pour lesquelles le marché monétaire est en équilibre. Dans des conditions normales, la courbe LM affiche une inclinaison positive parce que l'augmentation de l'activité économique (ici la variable indépendante) s'accompagne d'une hausse des taux d'intérêt (ici la variable dépendante). Il en va ainsi parce qu'une hausse du PIB va de pair avec une hausse du nombre de transactions économiques et donc une hausse de la demande transactionnelle d'argent. Ramener l'offre et la demande d'argent en équilibre nécessitera une hausse des taux. Voilà pourquoi la courbe LM connaît une évolution positive. Cela ne sera toutefois pas le cas si l'économie se trouve dans une trappe à liquidité. L'économie se trouve alors sur la partie horizontale de la courbe LM. La courbe LM connaît une évolution plate au niveau 0 parce que si les taux descendent trop fortement sous 0%, les liquidités sont conservées plutôt qu'investies dans des obligations au rendement négatif. Les liquidités rapportent donc plus à ce moment-là.

⁶ IS-LM signifie *Investment/Savings-Liquidity/Money*. Le modèle est né en 1936 lors d'une conférence économique à Oxford en essayant de reproduire graphiquement les idées de Keynes.



En situation économique normale, les mesures de relance monétaires, comme un élargissement de la base monétaire, aboutiront à un glissement de la courbe LM vers la droite. Dans un premier temps, les taux baisseront et l'activité économique augmentera. Les mesures de relance budgétaires (comme une hausse des investissements publics) conduiront ainsi aussi à un glissement de la courbe IS vers la droite. Dans ce cas, l'activité économique sera stimulée. Dans le même temps, il se produira ici partiellement un phénomène de *crowding-out* ou d'éviction : en raison de la hausse des revenus, la demande transactionnelle d'argent augmentera, ce qui provoquera une demande d'argent plus importante que l'offre⁷ et une pression à la hausse sur les taux. Cela déclenchera à son tour un mécanisme multiplicateur inversé qui fera perdre de sa force à l'impulsion budgétaire initiale. Le graphique ci-avant (a) montre l'effet conjoint final de mesures monétaires et budgétaires expansionnistes. Un nouvel équilibre macroéconomique général apparaîtra ensuite en e_2 .

Comme nous l'avons déjà dit, la situation dans une trappe à liquidité est un peu différente. Dans ce cas, la politique monétaire ne fonctionne plus que très peu, voire plus du tout à un certain moment. Un élargissement de l'offre monétaire conduit alors encore à peine à une baisse des taux, les entreprises et les ménages préférant simplement conserver l'argent comptant si les taux passent trop nettement en dessous de zéro. L'économie se trouve dans une situation de sous-utilisation et la courbe IS coupe la courbe LM dans sa partie horizontale. Il y a donc des limites à ce que les décideurs monétaires peuvent faire dans ce cas. La figure (b) montre que la politique budgétaire peut encore faire la différence. L'impact sera peut-être encore plus grand car l'effet de *crowding-out* évoqué ci-avant ne se produira pas ici. Une politique budgétaire expansionniste ne conduira pas immédiatement à une hausse des taux en raison de la présence de grandes réserves de liquidités. En d'autres mots, le multiplicateur budgétaire sera plus grand qu'en situation normale, ce qui est cohérent avec de précédentes études du FMI comme celles déjà citées plus haut.

Conclusion

Le cœur du problème en 2008 trouve son origine dans la dérégulation et le *shadow banking*. L'opacité de celui-ci explique pourquoi très peu ont vu venir la crise. Une fois que les contours de cette crise systémique sont devenus plus clairs, il a été possible, à partir des connaissances économiques disponibles, de ramener relativement rapidement l'économie mondiale dans des eaux plus calmes. Une politique budgétaire et monétaire expansionniste a alors permis d'éviter

⁷ Dans l'hypothèse d'une offre monétaire et d'une demande spéculative d'argent inchangées.

une nouvelle Grande dépression. Mais malgré ces premiers résultats positifs, les vieilles visions économiques sont ensuite tombées aux oubliettes. Des idées comme « l'austérité expansionniste » ou la « limite de 90 % d'endettement » ont pu compter sur une grande attention, mais ne reposaient pas sur des bases théoriques suffisantes. La crainte que des mesures monétaires non conventionnelles comme l'assouplissement quantitatif ne débouchent rapidement sur une inflation excessive a peut-être retardé l'intervention de la BCE, obligeant celle-ci à miser à l'excès sur les économies budgétaires. L'absence d'une monnaie propre et l'impossibilité de faire baisser encore un peu plus des taux déjà à zéro font que les économies ont pesé lourdement sur la croissance, améliorant ainsi à peine la situation budgétaire.

Au contraire, dans une situation de trappe à liquidité, il est judicieux de miser plus sur les investissements publics. La raison est que dans ce cas, la politique monétaire perd très nettement de son efficacité et que les multiplicateurs budgétaires sont plus grands qu'en temps normal en l'absence d'un effet de *crowding-out*. Une politique budgétaire plus expansionniste peut donc contribuer à sortir l'économie de l'impasse. La question la plus importante ne consiste donc pas à savoir pourquoi si peu ont vu venir la crise, mais plutôt pourquoi les idées du passé ont été si facilement ignorées. Le problème n'est pas que les bons modèles économiques n'existaient pas, mais qu'ils n'ont pas été utilisés suffisamment. Un modèle IS-LM simple constitue un bon point de départ pour mieux comprendre le monde après 2008, même si ces théories datent déjà des années trente du siècle précédent. Même s'il ne s'agit certainement pas d'un modèle infaillible ou permettant de tout expliquer, il n'en permet pas moins de tirer plusieurs leçons certes provisoires mais aussi importantes des dernières années. Il explique aussi pourquoi, près de huit ans après la chute de Lehman Brothers, la reprise économique reste aussi maigre, pourquoi le risque de déflation subsiste et pourquoi les taux sont historiquement faibles.

Références

- ALESINA, A. et ARDAGNA, S., « Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending », *NBER Working Paper*, n° 15438, janvier 2010.
- BLANCHARD, O. et LEIGH, D., « Are we underestimating short-term fiscal multipliers? », *IMF World Economic Outlook*, octobre 2012.
- CECCHETTI, St. et SCHOENHOLTZ, K., « Negative Nominal Interest Rates: Back to the Future? », février 2015, www.moneyandbanking.com/commentary/2015/2/9/negative-nominal-interest-rates-back-to-the-future.
- DALLARD, P., « The London Millennium Footbridge », *The Structural Engineer*, vol. 79, n° 22, 2001.
- DECLERCK, G., « Belgische economen: 9 op de schaal van Richter », *De Tijd*, août 2011, www.tijd.be/markten_live/nieuws_aandelen/Belgische_economen_9_op_de_schaal_van_Richter.9089235-3455.art.
- LEIGH, D. et al., « Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation », *IMF World Economic Outlook*, octobre 2010.
- MEEUSEN, W. et WILLEMÉ, P., *Macro-economische theorie: ingeleid en voortgezet*, Diegem, Kluwer, 2002.
- RAJAN, R.G., *Fault Lines, How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton, Princeton University Press, 2010.
- RAJAN, R.G., « Has Financial Development Made the World Riskier? », Jackson Hole Speech, août 2005.
- REINHART, C. et ROGOFF, K., « Growth in a Time of Debt », *NBER Working Paper*, janvier 2010.