



II / La stagnation séculaire dans les cycles financiers de longue période

*Michel Aglietta et Thomas Brand**

Le débat sur la stagnation séculaire fait rage aux États-Unis. Il est en revanche moins prégnant en Europe, alors que cette dernière est la région du monde la plus vulnérable. Selon Larry Summers [2014], la stagnation séculaire se caractérise par un état persistant d'incapacité de l'économie à réaliser simultanément le plein emploi, une inflation stable et le maintien de la stabilité financière. Dans cet état, l'économie ne parvient pas à revenir spontanément sur une trajectoire de croissance soutenable lorsqu'elle en est écartée par des mutations technologiques ou démographiques, par la montée des inégalités, ou encore par des déséquilibres financiers de grande ampleur.

La panne de l'investissement constitue l'expression la plus singulière et préoccupante aujourd'hui de la stagnation séculaire car sa persistance contribue à la diminution de la croissance potentielle dans bon nombre d'économies développées. Déjà la panne de l'investissement était le point qui préoccupait le plus Alvin Hansen dans son discours de 1938 où il forgea l'expression de stagnation séculaire, après la rechute de l'économie américaine dans la récession, alors que le New Deal semblait l'avoir sortie de l'ornière [Hansen, 1939]. L'essence de la stagnation séculaire pour Hansen est la faible reprise qui meurt à peine née et les dépressions qui se nourrissent elles-mêmes en laissant persister le chômage.

* Michel Aglietta est conseiller au CEPII et membre du Haut Conseil des finances publiques et Thomas Brand est économiste au Cepremap.

L'actualité d'un tel phénomène est soulignée avec force par plusieurs économistes. Selon le *World Economic Outlook* du FMI d'avril 2015, la forte contraction de l'investissement privé pendant la crise et la reprise atypique sont des caractéristiques partagées par bon nombre d'économies développées. En 2014, l'investissement privé y était 25 % en dessous du niveau qu'il aurait atteint s'il avait suivi sa trajectoire antérieure à la crise. En outre, tous les types d'investissements ont chuté : même si l'investissement résidentiel privé a connu le plus fort déclin, l'investissement productif des entreprises, part la plus importante de l'investissement privé total, explique près des deux tiers de la baisse.

La faiblesse générale de l'activité constitue la cause la plus importante de cette chute de l'investissement. À partir d'études sur les tendances passées, il apparaît en effet que l'investissement actuel dévie peu de la prévision qu'on peut en faire, compte tenu de la faiblesse de l'activité dans les années récentes [FMI, 2015]. De plus, les entreprises citent souvent dans les enquêtes d'opinion la faiblesse de la demande comme principal facteur qui les contraint à ne pas investir. Dans ce contexte, les politiques économiques devraient soutenir la demande par moins d'austérité budgétaire et des politiques monétaires très accommodantes diminuant les taux d'intérêt réels pour abaisser le coût du capital.

Si cette analyse de la faiblesse de l'activité comme source de la chute de l'investissement engendrant la stagnation séculaire se révèle fondée et pertinente à bien des égards, nous choisissons ici d'en développer une seconde, complémentaire, qui souligne l'importance des conditions monétaires et financières et débouche sur des réponses de politiques économiques sensiblement différentes, capables d'arracher l'économie mondiale à la basse croissance sans pour autant relancer le cycle financier.

L'importance des effets monétaires et financiers de long terme

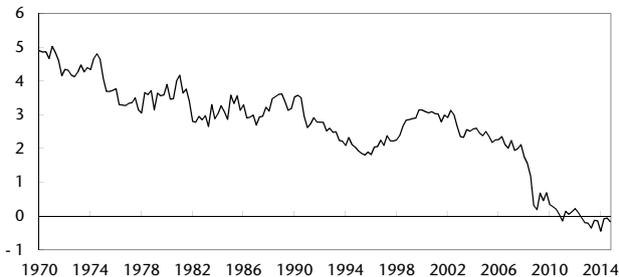
La baisse tendancielle du taux d'intérêt naturel

Il est remarquable qu'Hansen déjà, tout en reconnaissant les vertus de politiques budgétaires et monétaires accommodantes pour sortir de la crise, se montrait sceptique sur le fait que des taux d'intérêt bas encourageraient à eux seuls l'investissement. L'économiste mettait ainsi déjà l'accent sur la théorie de Knut

Wicksell selon laquelle le taux de profit des nouveaux investissements, ou « taux d'intérêt naturel », est le facteur déterminant. Dans ce cadre, le taux d'intérêt est moins le reflet passif de déséquilibres entre épargne et investissement que le fruit de l'interaction entre la productivité marginale des investissements d'un côté, des coûts et des risques de leur financement de l'autre. Pour comprendre l'évolution du taux d'intérêt naturel, et sa baisse tendancielle, qui l'amène aujourd'hui à des niveaux très bas (graphique 1), il est nécessaire de considérer que monnaie et finance ont des effets de long terme.

Graphique 1. Taux d'intérêt naturel américain

(du 1^{er} trimestre 1970 au 4^e trimestre 2014)



Source : version mise à jour des estimations de Laubach et Williams [2003], qui définissent le taux d'intérêt naturel comme le taux d'intérêt de la banque centrale compatible avec une économie à son plein potentiel, une fois les chocs transitoires d'offre et de demande éliminés.

Cycle financier et stagnation séculaire

Les conditions monétaires et financières affectent l'économie réelle d'au moins deux manières : d'une part, en amplifiant le cycle économique, d'autre part, en l'empêchant éventuellement de s'enrouler autour d'un sentier de croissance soutenable. L'évolution de ces conditions est captée à travers celle du cycle financier, qu'on définit comme un processus mû par une logique de *momentum*, c'est-à-dire d'amplification endogène entre prix des actifs et endettement, en trois temps [Aglietta, 2008 ; Borio, 2014]. Dans la phase d'élan tout d'abord, la croissance du crédit et la hausse du prix des actifs (immobiliers, actions) se renforcent mutuellement. Cette phase est souvent lente, avec peu de volatilité de la production et des prix et justifiée par une forme d'innovation (changement technologique, innovation financière, libéralisation

financière). Les bulles et les déséquilibres qui se forment font grossir les vulnérabilités présentes dans l'intermédiation financière. Ces vulnérabilités, en se connectant, provoquent ensuite la réalisation du risque systémique, ou « moment Minsky » [Minsky, 1986], et la propagation de la crise financière. Ce qui déclenche le retournement n'est pas nécessairement un événement économique majeur ; par exemple, une hausse minime du taux d'intérêt de la banque centrale ou un événement de crédit chez un prêteur secondaire, événements qui n'auraient pas eu grande influence si les bilans n'étaient pas déjà tendus à l'extrême par le levier d'endettement. Enfin, des phases de désendettement sont nécessaires pour redresser la rentabilité du capital et faire repartir l'investissement. Le cycle financier entraîne ainsi dans l'économie réelle une interaction entre le cycle économique et la croissance potentielle qui débouche éventuellement sur une « stagnation séculaire », dont la durée dépend notamment des politiques économiques mises en œuvre pour en sortir. C'est le point crucial : il n'y a pas indépendance entre la croissance potentielle et le cycle des affaires, car les deux composantes des évolutions du PIB sont co-influencées par le *momentum* du cycle financier.

La trappe de dette induite par des politiques économiques asymétriques

Des politiques économiques asymétriques, qui ne cherchent pas à contenir la bulle au moment de la hausse, mais freinent la baisse des prix des actifs après le retournement, induisent mécaniquement une baisse tendancielle des taux d'intérêt et une hausse tendancielle de la dette privée. Cela crée une sorte de trappe de dette dans laquelle il devient difficile d'élever les taux d'intérêt sans nuire à l'économie [Borio, 2014]. Les flux d'endettement qui avaient dopé la croissance, en stimulant l'immobilier et la consommation des ménages financés à crédit, s'accroissent en un stock de dettes qui l'entrave ultérieurement. Pour combattre cette force dépressive, la politique monétaire se lance dans une fuite en avant, visant à abaisser le coût du service des dettes passées, favoriser leur renouvellement et encourager un nouvel endettement net. Le phénomène des taux d'intérêt bas s'autoentretient dans ce cas et nourrit un nouvel endettement et un cycle financier d'une ampleur encore plus grande.

Dès lors que la finance est mue par des cycles financiers de longue durée et de grande ampleur, l'approche historique est éclairante pour comprendre que les époques de basse croissance

persistante sont des dépressions prolongées, soit amples, soit contenues, qui suivent des crises financières systémiques.

L'histoire financière balbutie : un emballement du crédit et des prix de l'immobilier qui explosent *in fine*

Comme Reinhart et Rogoff [2009] le soulignent avec force, les crises financières de grande ampleur provoquent une dépression dans la production, l'emploi et l'accumulation du capital. Trois périodes au moins dans l'histoire des économies développées modernes illustrent cette trajectoire. Lors de la Grande Déflation des années 1873 à 1896, le désendettement a été très lent avec de multiples rebonds et retombées en récession. Durant la Grande Dépression des années 1930, le désendettement s'est fait par destruction de capital. Il a été violent, rapide, et a désorganisé le système économique et fragmenté l'économie mondiale au point que la reconstruction a été très difficile et a exacerbé des tensions sociales et politiques qui ont mené à la guerre. Dans la stagnation séculaire où nous sommes engagés depuis 2008, l'endettement a continué à progresser après la crise financière, alors que la croissance potentielle ralentissait dans les pays développés comme dans les pays émergents. Il est dès lors utile de comparer plus avant l'influence des institutions sur ces différents profils.

La Grande Déflation de la fin du XIX^e siècle

La Grande Déflation a sans doute plus de ressemblances avec la dépression contenue qui a débuté en 2008 que la Grande Dépression des années 1930. L'événement inaugural commun dans les trois cas reste une crise financière.

La crise, qui a éclaté en mai 1873 à Vienne et qui s'est propagée à toute l'Europe, a eu comme cause immédiate une gigantesque spéculation immobilière financée par des dettes émises pour le compte de sociétés immobilières par un nouveau type de banques à succursales. Incapables de récupérer leurs créances hypothécaires, les banques ont fait faillite par centaines dans les grandes villes du continent européen : Vienne, Berlin et Paris. La crise bancaire a immédiatement déclenché une violente récession avec les mêmes effets d'amplification qu'à l'automne 2008.

Manquant de liquidités, les banques ont cessé de se faire confiance. Les prêts interbancaires se sont gelés ou sont devenus très coûteux. La crise s'est immédiatement propagée aux marchés

boursiers et aux secteurs économiques amont (sidérurgie et cimenterie) et s'est répercutée sur les chemins de fer américains qui se finançaient par émissions d'obligations, soit sur les marchés financiers européens, soit à Wall Street entraîné dans la crise par contagion. La crise s'est également propagée à l'agriculture mondiale et aux industries alimentaires avec la baisse de la consommation.

Aux États-Unis, la fragilité du système bancaire, dépourvu de banque centrale, la dépendance aux financements étrangers et les dettes issues de la guerre civile (1861-1865) ont déclenché une crise monétaire due à la pénurie d'or. La différence avec la crise de notre époque, qui donne l'impression d'un moins grand sinistre, est principalement due à la différence de système monétaire. Les contraintes de l'étalon or ne permettaient pas, en effet, l'énorme création de liquidité par les banques centrales qui a été engagée à partir d'octobre 2008.

Au-delà des raisons immédiates, cette crise résultait surtout des déséquilibres qui se sont formés au cours de la longue phase de croissance euphorique qui l'a précédée. Après l'échec des révolutions de 1848 et l'exploitation des mines d'or de Californie à partir de 1849, l'urbanisation et les chemins de fer ont été les vecteurs de l'accumulation du capital ; ce qu'on a appelé la seconde révolution industrielle. Comme l'a montré Schumpeter [1939], toute grande vague d'accumulation du capital entraîne des excès financiers pariant sur l'hypothèse que les actifs ainsi créés vont s'apprécier indéfiniment et que par conséquent les échafaudages de dettes construits pour les financer seront toujours solvables.

Le manque de flexibilité dans la création de liquidité centrale et la fragilité du système financier américain ont fait de la déflation la caractéristique essentielle de la dépression contenue qui a duré de 1873 à 1896 (tableau 1). Cette dépression a été un long marasme économique, bien différent de la chute vertigineuse de la production américaine de 1930 à 1934, mais beaucoup plus proche de ce que nous vivons. Ce marasme a été fait de résurgences de crises financières. Après la crise inaugurale qui a duré quatre ans (1873-1877), le retour des crises bancaires s'est produit de 1882 à 1884, puis entre 1890 et 1896. Entre ces épisodes de crise financière, l'économie américaine a connu des phases d'expansion. Cette expansion dans la déflation a surtout été l'apanage des nouvelles puissances industrielles qu'étaient l'Allemagne et les États-Unis.

Tableau 1. **Variation des prix de gros du milieu du XIX^e siècle à 1913**
(en % sur les périodes)

| | 1849-1873 | 1873-1896 | 1896-1913 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|
| États-Unis | + 67 | - 53 | + 56 |
| Royaume-Uni | + 51 | - 45 | + 39 |
| Allemagne | + 70 | - 40 | + 45 |
| France | + 30 | - 45 | + 45 |

Sources : U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States : Colonial Times to 1970*, et Mitchell [2007] pour les pays européens.

Quels ont été les changements structurels provoqués par la Grande Déflation ? La première dimension a été la concentration industrielle : les cartels en Allemagne, les trusts aux États-Unis. Cette concentration a réduit l'excès de capital qui s'était accumulé dans l'essor antérieur. La deuxième a été le recul du libre-échange en dehors du Royaume-Uni : tarifs Méline en France, tarifs Mac Kinley aux États-Unis. La troisième a été l'extension du colonialisme à la recherche de débouchés extérieurs.

La Grande Dépression des années 1930

Les années 1920, baptisées *Roaring twenties* sur le plan financier, mais aussi culturel avec l'expansion urbaine, ont été marquées aux États-Unis par un essor des nouvelles technologies de l'information et de la communication (radio), et des nouveaux moyens de se déplacer (véhicules à moteur). Comme le rappellent Eichengreen et Mitchener [2003] dans leur analyse quantitative du système financier de l'époque, une masse importante de crédits était disponible grâce aux réserves d'or qui avaient fui l'Europe pendant la guerre, aux politiques de la nouvelle banque centrale américaine (créée en 1913) et aux innovations financières avec de nouveaux fonds d'investissement (*trust funds*) et des crédits à la consommation pour l'achat d'automobiles. Car l'automobile a commencé à transformer l'économie urbaine et, avec elle, la consommation par les ménages de biens durables. Le crédit a aussi nourri le boom immobilier résidentiel et celui de l'immobilier commercial dans les grandes villes comme New York ou Chicago. La spéculation s'est déchaînée en Floride, exacerbée par les agissements frauduleux de Charles Ponzi. La crise immobilière de 1926 a éclaté lorsque la Fed a fini par monter son taux d'intérêt. Cette crise a alors donné un coup d'arrêt à la progression du revenu des ménages et s'est propagée à l'agriculture.

Après cette première crise, un boom purement financier s'est levé sur les marchés d'actions à Wall Street en 1928-1929. La crise d'octobre 1929 est restée à ce moment-là une crise cantonnée à ces marchés, sans grand effet sur l'économie réelle, mais a fragilisé les banques ainsi que les autres fonds d'investissement. Il a fallu attendre l'automne 1930 pour connaître la première crise bancaire américaine qui a entraîné une violente contraction du crédit, amené les emprunteurs à réduire leurs dépenses et provoqué la chute de la consommation comme de l'investissement. La déflation qui s'ensuivit a été suffisamment forte pour détruire la stabilité financière dans son ensemble et enfoncer l'économie dans la dépression. Ce qui a rendu l'économie si vulnérable est le levier élevé de la classe emprunteuse au cours de la phase de prospérité d'avant 1929 [Fisher, 1933]. Le retournement du cycle a précipité une vague de faillites dans toute l'économie, accélérant le retournement. À côté de cette propagation directe, il y en a eu une indirecte, d'une importance plus grande encore. La déflation qui a accompagné ce retournement a en effet redistribué la richesse des emprunteurs vers les créiteurs. Le déclin de leur richesse nette a incité les emprunteurs à réduire leurs dépenses courantes et futures, tandis que les détenteurs de liquidité attendaient la baisse ultérieure des prix, aggravant le retournement. Jusqu'en mars 1933, le fardeau de la dette réelle a ainsi augmenté de 40 % du fait de la chute des prix et des revenus.

Mais les enchaînements liés à la dynamique financière interne aux États-Unis n'expliquent qu'une partie de ce qui a rendu la Grande Dépression aussi dévastatrice. Les interdépendances internationales ont joué un rôle décisif dans la profondeur et la durée de la crise.

Le monde d'après guerre était très hétérogène, miné par d'énormes dettes publiques des pays belligérants et par l'instabilité politique en Europe et en Asie. Les conséquences dramatiques du traité de Versailles avaient été perçues tout de suite par Keynes dans *The Economic Consequences of the Peace* [1919]. Les charges financières imposées à l'Allemagne ne pouvaient que déstabiliser son économie et déchaîner les passions nationalistes. Car les Réparations imposées par l'intransigeance de la France, jointes à l'énorme dette interne, avaient provoqué une monétisation systématique jusqu'à la destruction de la monnaie par l'hyperinflation en novembre 1923. La restauration monétaire de 1924, associée à une réduction de la dette externe de l'Allemagne, apparut comme

un miracle. Mais la remise sur pied du système bancaire par des prêts à court terme en provenance de Wall Street allait impliquer étroitement les États-Unis dans la catastrophe mondiale à venir. Car, pas plus à cette époque qu'à la nôtre, les banques d'affaires n'étaient aptes à guider le capital américain dans une perspective de long terme, d'autant que les risques politiques étaient partout : montée du national-socialisme en Allemagne, révolution soviétique, fragmentation politique en Chine, instabilité endémique en Amérique centrale, politiques monétaires contradictoires au Royaume-Uni et en France.

L'épargne américaine était lourdement impliquée en Europe centrale, à la fois par les prêts à court terme des banques américaines aux banques allemandes, mais aussi autrichiennes et hongroises, et par les émissions de titres allemands vendus aux États-Unis pour renouveler les dettes arrivant à échéance. Lorsqu'en 1928 la spéculation commença à s'emballer à Wall Street, les prêts sur titres en devinrent le combustible. Les banques américaines n'ont pas renouvelé leurs prêts aux banques étrangères du fait de l'accroissement des rendements des titres américains. Transitoirement, les banques allemandes et autrichiennes purent substituer un financement en provenance de la place de Londres aux prêts américains. C'est pourquoi les banques d'Europe centrale résistèrent la première année qui suivit le retournement de Wall Street en octobre 1929. Mais la première vague de faillites des banques américaines à l'automne 1930 se répercuta sur leurs contreparties en même temps qu'elle provoqua des retraits massifs de capitaux sur la place de Londres. Les banques anglaises coupèrent leur financement international, déclenchant la catastrophe en Europe centrale. La faillite de la banque autrichienne Credit Anstalt en mai 1931 entraîna l'insolvabilité générale des systèmes bancaires en Europe centrale et la dépression économique aux conséquences sociales et politiques désastreuses [Kindleberger, 1973]. L'effet induit sur les États-Unis de l'effondrement économique et financier en Europe centrale renforça les vagues de faillites des banques américaines en 1931 et 1932.

Le retour de l'Angleterre et de la France à la convertibilité or, qui n'était plus qu'un fantôme de l'étalon or, vola en éclats avec la demande de conversion massive des dépôts en sterling sur la place de Londres à l'été 1931, forçant la Grande-Bretagne à la sortie de l'étalon or et amenant la formation de la zone sterling

en septembre 1931. C'est une grande différence avec la période de la Grande Déflation où l'ordre monétaire de l'étalon or s'était renforcé par l'adhésion de l'Empire allemand et la démonétisation de l'argent en France. Contrairement à la Grande Déflation de la fin du XIX^e siècle, la segmentation des échanges internationaux qui suivit la disparition de la liquidité internationale entraîna une implosion du commerce mondial, confirmée par l'échec de la conférence monétaire de Londres en 1933.

Des cycles financiers amples et synchronisés dans les économies développées depuis les années 1980

Le nouvel âge du risque financier

Des forces similaires à celles qui viennent d'être présentées sont perceptibles dans la plupart des pays développés depuis les années 1980. La période dite de Grande Modération, avec une faible volatilité des prix à la consommation et de la production, a été en même temps celle de l'accumulation d'importants déséquilibres financiers conduisant à des crises intermédiaires (crise immobilière du tournant des années 1990, crises multiples des pays émergents, crise boursière du tournant du millénaire) pour aboutir à la grande crise de 2007-2008 qui a initié le retournement. Rétrospectivement, la croissance de cette époque semble avoir été artificiellement gonflée par les bulles spéculatives et la dérive de l'endettement. La phase dépressive qui a suivi la crise révèle la réalité du manque de dynamisme de l'investissement. Les phases expansives du risque financier masqueraient ainsi la prégnance de la stagnation séculaire.

Le phénomène majeur dans le système financier des pays développés depuis les années 1980 est la croissance effrénée du crédit que mettent en évidence Schularick et Taylor [2012] à partir d'une étude sur cent quarante ans et quatorze pays. Croissance du crédit dont ils montrent en outre le fort pouvoir à prédire les crises financières. Nous sommes ainsi entrés dans un âge de risque financier de haute intensité.

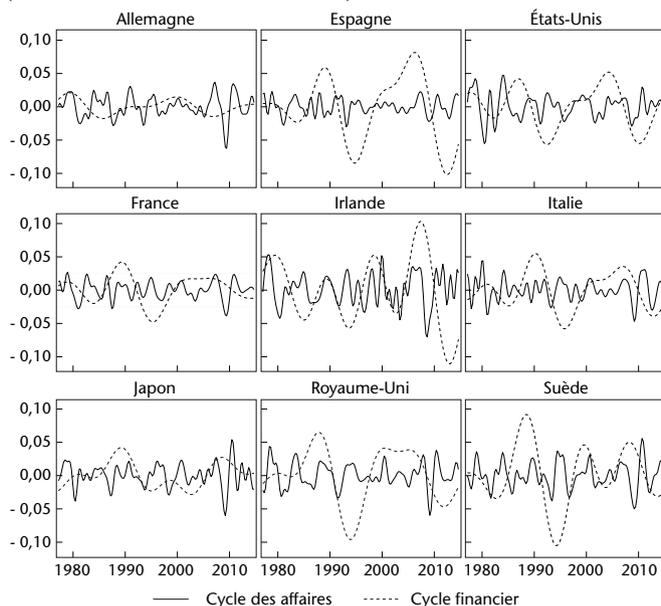
Pour comprendre plus précisément les développements de la finance au cours des dernières décennies et leur impact sur les économies développées, il faut regarder les interactions entre cycle financier et cycle des affaires.

Une mesure du cycle financier et ses enseignements

Pour ce faire, dans la lignée des analyses de Kindleberger [1978] et Minsky [1986], et du travail empirique de Drehmann, Borio et Tsatsaronis [2012] dont nous reprenons la méthodologie pour mesurer le cycle financier, le graphique 2 présente, pour les pays anglo-saxons, mais aussi d'autres pays européens et le Japon, les évolutions de ces deux cycles. Plusieurs aspects en ressortent.

Graphique 2. Cycles des affaires et cycles financiers

(du 1^{er} trimestre 1976 au 3^e trimestre 2014)



Note : dans le prolongement de Drehmann *et al.* [2012], le cycle financier est mesuré à partir de trois variables : la part du crédit dans le PIB, le crédit total au secteur privé non financier et le prix de l'immobilier. Les deux dernières variables sont en termes réels, déflatées par l'indice des prix à la consommation et en logarithme. Les trois séries sont ensuite différenciées par rapport au trimestre de l'année précédente. Le cycle financier correspond à la moyenne de ces trois séries filtrées (séries dont on a extrait la composante de court terme selon la méthodologie de Drehmann *et al.* [2012]). Le cycle des affaires correspond au PIB corrigé des variations saisonnières en termes réels, en taux de croissance par rapport au trimestre de l'année précédente et filtré en extrayant la composante tendancielle.

Sources : BRI, OCDE, calculs des auteurs.

Premièrement, les cycles financiers sont dans l'ensemble de plus en plus importants au cours des quarante dernières années et de plus en plus corrélés entre les pays, en conséquence de la libéralisation et de la globalisation financières engagées dans les années 1980. Cette dernière a en effet permis aux forces financières de jouer à plein, d'abord au tournant des années 1990, puis dans les années 2000, notamment dans les pays anglo-saxons (États-Unis, Royaume-Uni, Irlande) et en Espagne. La décennie perdue du Japon des années 1990 et du début des années 2000 apparaît aussi nettement, après le krach immobilier de la fin des années 1980 et l'incapacité du pays à apurer durablement son système financier. En Suède, le cycle financier est très marqué au moment de la bulle puis de la crise immobilière et bancaire des années 1990, moins prononcé ensuite grâce aux réformes profondes qui ont permis de résorber les déséquilibres antérieurs. La France occupe ici une place intermédiaire avec un cycle financier atténué à partir des années 2000. Seule l'Allemagne fait figure d'*outsider* avec un cycle financier très peu marqué sur toute la période.

Deuxièmement, toutes les récessions du cycle des affaires ne s'expliquent pas par un retournement du cycle financier. Seules les crises les plus graves en termes de production connaissent en même temps un retournement du cycle financier. Cela permet de comprendre par exemple que l'éclatement de la bulle technologique à la fin des années 1990 a eu moins d'impact que la crise actuelle où la bulle immobilière a été alimentée par le crédit. C'est dans ces phases de désendettement prolongé que les risques de stagnation séculaire sont les plus importants.

Troisièmement, l'amorce d'une nouvelle phase haussière des cycles financiers en fin de période (sauf en France) sans reprise forte du cycle économique semble se dessiner, ce qui n'est pas sans inquiéter certains banquiers centraux et pose la question des politiques économiques qui permettraient d'assurer l'inverse : la croissance autoentretenu sans renforcement du cycle financier. C'est en effet la seule configuration dans laquelle un désendettement ordonné peut se produire.

Quelles politiques économiques pour relancer l'investissement tout en modérant le cycle financier ?

Nous avons vu que la finance était tout sauf neutre pour l'économie. Il faut dès lors considérer la stabilité financière comme un

bien public qui nécessite la définition de politiques économiques. L'un des enjeux est notamment de comprendre que les politiques qui échouent à prendre en considération les cycles financiers de moyen-long terme peuvent atténuer les récessions à court terme, mais au prix de récessions plus sévères ultérieurement.

L'indispensable prévention des booms financiers

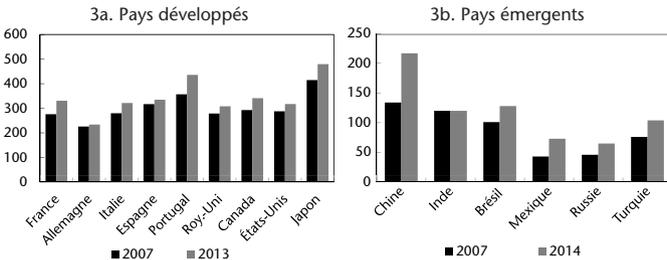
Les booms ne précèdent pas seulement les retournements, ils en sont la cause. Le retournement est endogène. Il est le résultat de vulnérabilités au sein des intermédiaires financiers et de distorsions dans les prix des actifs, qui s'interpénètrent pour les premières et qui s'accumulent pour les secondes. Le retournement entraîne le surendettement et les surcapacités en capital, héritage naturel de l'expansion préalable insoutenable. Dans ce cas, la production potentielle ne doit pas simplement être identifiée comme une production sans tension inflationniste. Comme on l'a dit précédemment à partir des exemples historiques, la production peut être sur une trajectoire insoutenable pendant la phase d'essor alors que sa mesure traditionnelle, qui ne prend pas en compte les déséquilibres financiers, indique le plein emploi et que l'inflation conventionnellement mesurée est stable et basse.

La différence majeure entre la finance actuelle et celle des grandes crises que nous avons analysées ci-dessus tient aux systèmes monétaires pour au moins deux raisons. *Primo*, l'action de prêteur en dernier ressort a été étendue des banques commerciales *stricto sensu* à un large spectre d'intermédiaires financiers pour éviter notamment la contagion de la faillite de Lehman Brothers à d'autres institutions financières, telles AIG ou Citibank. Cette contagion aurait provoqué l'effondrement du système financier. *Secundo*, les grandes banques centrales ont différencié qualitativement la dette publique et les dettes privées, en achetant des titres publics et mettant ainsi cette dette hors marché afin d'éviter les crises aiguës de liquidité. Ce faisant, elles ont pu créer une liquidité flexible, capable de stopper la spirale déflationniste des prix d'actifs et remplacer ainsi le système interbancaire défaillant. La zone euro a été une exception sur ce dernier point, avant que la BCE ne s'aligne à partir de janvier 2015 et mette en place une politique de *quantitative easing*.

Mais il y a un revers à la médaille, comme l'a souligné Summers [2014]. En inondant les économies de liquidité, alors

que les conditions de rentabilité de l'économie réelle ne sont pas rétablies, les politiques monétaires simultanément élastiques entretiennent les vulnérabilités financières sous-jacentes qui font grossir les dettes au lieu de les réduire (graphiques 3a et 3b) et ne suffisent pas à remettre les économies sur la voie d'une accumulation productive.

Graphique 3. Endettement privé et public en % du PIB



Source : Aglietta et Coudert [2015].

Source : calculs de Aglietta et Coudert [2015] à partir de McKinsey Global Institute [2015].

Combiner les politique monétaire, macroprudentielle, fiscale et industrielle

L'une des conditions pour relancer l'investissement productif serait que le taux d'intérêt réel de marché sans risque, qui est la base du coût du capital, passe en dessous du taux naturel. Or la baisse du taux d'intérêt réel de marché est elle-même contrariée par la désinflation. Les politiques pour une reprise durable de l'accumulation du capital productif, au-delà des rebonds conjoncturels sans lendemain de la consommation, impliquent d'inverser cette relation. Il faut donc une combinaison de politiques qui maintiennent le coût du capital à un niveau très bas et qui relèvent le taux naturel. Mais il faut aussi que cette inversion ne crée pas les conditions de réanimation d'une nouvelle phase d'essor du cycle financier. Cette combinaison de politiques n'a été réalisée nulle part jusqu'ici.

Premièrement, la politique monétaire doit continuer à combattre le décrochage des anticipations d'inflation par rapport à la cible de moyen terme par un taux directeur nominal maintenu au voisinage de zéro très longtemps (*forward guidance*) et par une politique d'expansion du bilan de la banque centrale (achat de

titres) tant qu'elle demeure nécessaire pour renforcer l'impact sur les taux longs.

Deuxièmement, la politique macroprudentielle doit freiner le cercle vicieux endettement/prix des actifs. Pour cela, le risque doit être perçu par les acteurs financiers à un niveau suffisamment élevé pendant la phase d'expansion financière pour éviter qu'il ne s'élève de manière destructrice dans les phases de retournement. Il faut donc agir sur les vulnérabilités sous-jacentes de la finance en décourageant les leviers excessifs des emprunteurs et surtout en étendant au *shadow banking* et en gérant de manière contracyclique les instruments qui vont être mis en place dans la régulation prudentielle des banques (ratios de fonds propres et de liquidité).

Troisièmement, la politique fiscale doit inverser le biais structurel des systèmes financiers occidentaux qui incitent délibérément l'ensemble des acteurs économiques à recourir à l'endettement plutôt qu'aux fonds propres. Les législations fiscales qui autorisent les ménages à déduire de leurs impôts les paiements d'intérêts sur les crédits hypothécaires et surtout les entreprises à amputer leurs revenus taxables de la totalité des paiements sur leurs emprunts ont des conséquences dévastatrices. Non seulement ce sont des fuites qui réduisent les revenus des États, mais cela pousse à la spéculation immobilière et accroît sensiblement les inégalités. Du côté des entreprises, cela amplifie les travers de la gouvernance actionnariale en faisant de l'endettement une médiation pour gonfler les revenus des actionnaires et de l'élite managériale tout en réduisant les fonds propres. Il faudrait s'engager dans une suppression progressive de ces subventions qui attisent le cycle financier, la compenser par une baisse de l'impôt sur les sociétés et innover dans des instruments de financement liés aux actions pour favoriser le financement en fonds propres. Cette réforme est radicale et implique une coordination internationale justement parce que le cycle financier est mondial.

Quatrièmement, la politique industrielle doit renforcer les investissements publics d'infrastructures et le développement de systèmes d'innovations complémentaires de l'investissement privé. La transition énergétique, insérée dans les territoires, semble un excellent objectif qui devrait permettre de redresser le rendement du capital en ouvrant de nouvelles sources de productivité.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. [2008], *Macroéconomie financière*, La Découverte, « Grands Repères/Manuels », Paris, 5^e édition.
- AGLIETTA M. et COUDERT V. [2015], « Currency turmoil in an unbalanced world economy », *CEPII Policy Brief*, n° 8, juillet.
- BORIO C. [2014], « The financial cycle and macroeconomics : what have we learnt ? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 45, août, p. 182-198.
- DREHMANN M., BORIO C. et TSATSARONIS K. [2012], « Characterizing the financial cycle : don't lose sight of the medium term », *BIS Working Paper*, n° 380, juin.
- EICHENGREEN B. et MITCHENER K. [2003], « The Great Depression as a credit boom gone wrong », *BIS Working Paper*, n° 137, septembre.
- FISHER I. [1933], « The debt-deflation theory of Great Depression », *Econometrica*, vol. 1, p. 337-357.
- FMI [2015], *World Economic Outlook*, chapitre 3.
- HANSEN A. [1939], « Economic progress and declining population growth », *The American Economic Review*, vol. 29, n° 1, p. 1-15.
- KEYNES J. M. [1919], *The Economic Consequences of the Peace*, Harcourt Brace, New York.
- KINDLEBERGER C. P. [1973], *The World in Depression, 1929-1939*, University of California Press, Berkeley.
- [1978], *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Basic Books, New York.
- LAUBACH T. et WILLIAMS J. [2003], « Measuring the natural rate of interest », *Review of Economics and Statistics*, vol. 85, n° 4, p. 1063-1070.
- McKINSEY GLOBAL INSTITUTE [2015], *Debt and (Not Much) Deleveraging*, février.
- MINSKY H. P. [1986], *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven.
- MITCHELL B. R. [2007], *International Historical Statistics. Europe, 1750-2005*, Palgrave Macmillan, New York.
- REINHART C. et ROGOFF K. [2009] « The aftermath of financial crises », *NBER Working Paper*, n° 14656, janvier.
- SCHULARICK M. et TAYLOR A. [2012], « Credit booms gone bust : monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008 », *American Economic Review*, vol. 102, n° 2, p. 1029-1061.
- SCHUMPETER J. [1939], *Business Cycles. A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill Book Company, New York.
- SUMMERS L. [2014], « Reflections on the new secular stagnation hypothesis », in TEULINGS C. et BALDWIN R. (dir.), *Secular Stagnation. Facts, Causes and Cures*, CEPR Press, Londres, p. 27-38.