

La crise économique et financière en Europe et aux Etats-Unis

Compte rendu d'une conférence donnée par Paul Krugman le 31 janvier 2012 à la Maison de l'Amérique Latine, à Paris*

Prix Nobel d'économie en 2008, Paul Krugman défend un point de vue keynésien sur la crise actuelle, en insistant sur le rôle positif que peuvent jouer les dépenses publiques en matière de relance de l'économie, fustigeant par là-même les partisans des plans d'austérité.

Pour lui, le problème de la zone Euro n'est donc pas celui de l'indiscipline budgétaire des Etats (du moins, pas exclusivement), mais plutôt celui de l'importance d'une dette privée (ménages et entreprises) qui, générant une surconsommation, est à l'origine des déséquilibres commerciaux actuels. Paul Krugman a rappelé que la crise qui frappe l'Europe est tout autant économique que politique. Partisan d'un fédéralisme européen, il appelle de ses vœux une véritable gouvernance de la zone Euro, ainsi qu'une prise de conscience politique que les solutions plébiscitées sont inadaptées. En particulier, en plus de sa mission actuelle de contrôle des prix, la Banque centrale européenne devrait pouvoir stimuler l'activité économique, comme c'est le cas pour sa consœur la Réserve fédérale américaine. Cette nouvelle compétence pourrait lui être bien utile en cas de mise en œuvre de la solution préconisée par Paul Krugman pour répondre à la crise : le recours à l'inflation. Cette solution ne peut cependant se substituer à l'engagement de réformes de plus long terme nécessaires pour alléger le fardeau transmis aux générations futures et atténuer une inévitable perte d'influence de l'Europe.

Par Yves LE YAOUANQ** et Nicolas GOVILLOT***

* Cette conférence a été organisée par le cabinet Lunalogic en partenariat avec les *Annales des Mines*.

** Ingénieur des Mines, doctorant à la Toulouse School of Economics.

*** Ingénieur des Mines, Direction générale du Trésor, Service des affaires bilatérales et de l'internationalisation des entreprises.

Quatre ans après son commencement, la crise en Europe n'a toujours pas été résolue et n'est malheureusement pas en passe de l'être. A partir de ce constat simple mais inquiétant, Paul Krugman s'est attaché, lors d'une conférence donnée le 31 janvier 2012 à la Maison de l'Amérique Latine, à tordre le cou aux solutions proposées par les gouvernements européens. Fondées sur une mauvaise compréhension des causes profondes de la crise, ces propositions ne feraient, selon lui, qu'aggraver les maux qu'elles sont censées combattre.

UNE ERREUR DE DIAGNOSTIC

Avec sa démarche humble, sa barbe poivre et sel et son regard rieur, l'éminent économiste, récompensé en 2008 par le prix Nobel d'économie pour ses travaux sur le commerce international, est à la fois un homme sympathique et un pédagogue hors pair, convaincu de l'importance d'apporter au public une information de qualité sur les grands enjeux économiques. Ses chroniques publiées dans le *New York Times*, ainsi que son *blog*, qu'il alimente presque quotidiennement, s'appuient sur les travaux de chercheurs - dont lui-même - pour décrypter les événements macroéconomiques de l'actualité. Depuis 2008, il s'efforce ainsi de défendre un point de vue keynésien sur la crise en cours, en insistant sur le rôle que les dépenses publiques peuvent jouer dans la relance de l'économie et en se montrant très critique à l'encontre des partisans de coupes budgétaires massives. Son exposé du jour offre un bon résumé de ses arguments, qu'il développe en les appliquant au cas particulier de l'Europe. Selon lui, la zone Euro se trouve dans une impasse en raison d'une erreur initiale dans le diagnostic de l'origine de la crise ; et elle est menacée par l'application de remèdes dangereux parce qu'inadaptés. Le débat européen a en effet été outrageusement dominé par la question de la dette : les solutions proposées par les différents gouvernements (la fameuse « règle d'or », en France, les plans d'austérité dans de nombreux pays, ou les interventions de certains experts dans les médias) nous ont incités à croire que le problème se résumerait à la question du déficit. Mais, pour Paul Krugman, cette conception est erronée : la dette publique ne provient généralement pas d'une gestion laxiste par les gouvernements. Au contraire, le problème résulte de la dette privée contractée par les ménages et les entreprises au cours des décennies précédentes, qui est devenue publique lorsque la crise a éclaté, les gouvernements ayant été contraints d'augmenter leurs dépenses afin de compenser le désendettement des acteurs privés. Preuve à l'appui : un premier graphique [présenté lors de la conférence, mais non repris ici] montre une croissance très importante de la dette privée aux Etats-Unis (qui passe de 20 % du PIB à presque 100 % du PIB entre la fin de la Seconde Guerre mondiale et nos jours), jusqu'à ce que le choc de 2008 vien-

ne plonger l'économie dans la récession et fasse exploser l'endettement public. La situation est similaire en Europe : la Grèce mise à part, la plupart des pays européens connaissent une baisse de leur dette publique concomitante avec une envolée de leur dette privée, cela jusqu'en 2008. Comment, dès lors, ne pas considérer cette dernière comme le nerf de la crise ? Et pourquoi, *a contrario*, incriminer comme principal facteur de la crise la supposée indiscipline budgétaire des Etats ?

UNE HELLÉNISATION DU DISCOURS

L'erreur commise par les gouvernements européens est d'avoir généralisé le diagnostic du laxisme budgétaire, avéré dans le cas de la Grèce, aux autres Etats européens, après avoir considéré, à tort, que la hausse des taux souverains était due aux mêmes causes. Or, si la Grèce rencontre effectivement un problème de solvabilité en raison d'une évasion fiscale massive et d'une faible efficacité de ses dépenses publiques, cela n'était pas le cas des autres pays avant 2008, ceux-ci ayant presque tous fait diminuer leur taux d'endettement (correspondant au ratio dette publique/PIB). L'Irlande et l'Espagne dégageaient même un excédent budgétaire jusqu'en... 2007 ! L'envolée des niveaux d'endettement n'est donc pas la cause de la crise, mais, au contraire, l'une de ses conséquences les plus spectaculaires. Si l'endettement est devenu aujourd'hui un réel problème, il serait illusoire de penser pouvoir résoudre la crise en l'attaquant sous le seul angle de la réduction de la dette. Paul Krugman nous invite au contraire à comprendre les causes profondes qui ont plongé l'Europe dans cette situation.

Les trente années de relative stabilité qui ont précédé la crise avaient amené la majorité des économistes à croire que les grandes questions de macroéconomie avaient été résolues : que les cycles économiques étaient désormais bien compris et que la perspective de risques systémiques à grande échelle était peu probable. Cette confiance généralisée explique, par exemple, le fait que le niveau d'endettement croissant des ménages américains ou espagnols n'ait pas été considéré comme préoccupant. Dès que la crise a éclaté, l'inquiétude qui s'est emparée des acteurs de l'économie (en particulier du secteur privé, qui réticent à investir face à une demande en berne, est devenu créateur net) a pourtant entraîné les conséquences que l'on connaît aujourd'hui : une augmentation des déficits publics, une hausse du chômage et un ralentissement de l'économie (voire, pire, une récession). L'Europe connaît aujourd'hui ces mêmes difficultés, mais, alors que les Etats-Unis disposent d'un budget fédéral et d'une forte mobilité du travail, il faut ajouter aux problèmes européens des difficultés additionnelles liées à l'existence d'un espace monétaire unique sans qu'existent un gouvernement fédéral et un marché du travail commun.

DES DÉSEQUILIBRES À L'ÉCHELLE DE L'EUROPE

Dans les années 2000, le fossé s'est en effet creusé entre les pays compétitifs et exportateurs (les bons élèves, au premier rang desquels figure l'Allemagne) et les pays de la « périphérie » (en particulier la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie, que Paul Krugman désigne par l'acronyme anglais « GIPSI »), qui ont vu leur compétitivité décliner. Le solde extérieur de l'Allemagne, ramené à son PIB, est ainsi passé de - 0,5 % à 1,5 % en dix ans, tandis que celui des GIPSI chutait de - 0,5 % à - 2 %. L'arrivée massive de capitaux en provenance des autres pays européens (Paul Krugman utilise même à ce sujet le terme de « bulle ») a provoqué dans les GIPSI une hausse des salaires bien plus rapide que celle des gains de productivité : leurs salaires ont convergé avec ceux du Nord de l'Europe sans que la productivité suive le même chemin. De ce fait, les GIPSI sont tous importateurs nets depuis les années 2000. Le problème de la zone Euro n'est donc pas seulement celui de l'indiscipline budgétaire des États ; il s'agit avant tout des déséquilibres commerciaux. Rééquilibrer les soldes extérieurs passe bien sûr par une redistribution des dépenses : autrement dit, les pays créditeurs (en particulier l'Allemagne) doivent dépenser plus, alors que les pays débiteurs (les GIPSI) doivent dépenser moins. Cela nécessite aussi, et surtout, que les salaires relatifs des seconds chutent, par rapport à ceux

des premiers, pour permettre aux GIPSI de retrouver de la compétitivité (voir l'encadré 1).

LE LEVIER BUDGÉTAIRE : LA RIGUEUR, UN SACRIFICE INUTILE ?

On comprend, dès lors, que les différents plans d'austérité adoptés par les gouvernements européens ne soient pas judicieux en cette période de crise. Ou, pour paraphraser Paul Krugman, qu'« ils ne s'attaquent qu'à l'un des aspects du problème ». Dans le contexte actuel, les remèdes risquent en effet d'être pires que les maux. Les coupes franches dans les dépenses ne peuvent qu'amener à un cercle vicieux bien connu : diminution de la demande (due à l'inquiétude grandissante des ménages), réticence à embaucher (de la part d'entreprises qui manquent de débouchés) et diminution de la demande des ménages (en raison d'un niveau de chômage élevé). Il s'ensuit un ralentissement général de l'économie, qui, à son tour, réduit les recettes fiscales, augmente le ratio dette/PIB et grève encore davantage les comptes publics (voir l'encadré 2 de la page suivante).

Si les politiques budgétaires des pays du « centre » de l'Europe restent contractionnistes, comment espérer un retour à l'équilibre budgétaire des différents États membres ? Si la Banque centrale européenne persiste à maintenir un faible niveau d'inflation, comment réduire les salaires des pays endettés ? Pire : si, comme aux

Encadré 1**L'Europe n'a pas, contrairement aux Etats-Unis, le « privilège exorbitant » du dollar**

Les Etats-Unis, régulièrement considérés comme vulnérables en matière de commerce extérieur, maintiennent leur dette extérieure nette à environ 25 à 30 % de leur PIB, alors que leur balance commerciale est régulièrement déficitaire d'environ 3 % du PIB. Ce miracle est rendu possible par le « privilège exorbitant », documenté par les économistes français Gourinchas et Rey. Le « privilège exorbitant » est l'avantage conféré aux Etats-Unis par le rôle de monnaie internationale du dollar : tous les pays demandent des dollars, ce qui abaisse le coût de la dette des Etats-Unis et oriente l'épargne internationale vers les actifs sûrs en dollars, comme les bons du Trésor américain. Les résidents américains, qui diversifient leur risque avec l'achat de titres étrangers à plus fort rendement, deviennent de ce fait les « capital-risqueurs » du monde entier. Les Etats-Unis pris dans leur ensemble distribuent donc de faibles rendements en échange de hauts rendements risqués, ce qui leur permet de bénéficier d'un effet de levier (si la dette rémunère 2 % à hauteur d'environ 130 % du PIB, il suffit, pour équilibrer la balance des paiements, d'un rendement de 2,6 % sur des créances représentant 100 % du PIB ; la dette extérieure nette est alors de 30 % du PIB, mais son coût net est nul). Gourinchas et Rey montrent dans leurs travaux récents que cette position risquée est gagnante en moyenne, mais qu'elle s'inverse en situation de crise mondiale, où les Etats-Unis jouent alors le rôle d'assureur mondial, le reste du monde profitant toujours des rendements sans risque américains, tandis que les Etats-Unis perdent sur leurs créances.

Encadré 2**La nécessité d'une vision dynamique du ratio dette/PIB**

Les efforts des pays européens se concentrent aujourd'hui sur la réduction de leur ratio dette/PIB, afin de rendre crédible leur politique économique et de diminuer le coût de leur endettement. Des équations statiques (descriptives) permettent de décrire les facteurs d'évolution de la dette et du PIB.

- ✓ l'augmentation de la dette d'une année sur l'autre est égale à la somme des intérêts payés sur la dette lors de l'année en cours (n) et du déficit primaire (dépenses publiques moins les impôts). $B_{n+1} - B_n = rB_n + G - T$ (B étant traditionnellement utilisé, pour désigner le fardeau (*Burden*) de la dette), r désignant le taux d'intérêt, G la dépense publique et T , les impôts).
- ✓ le PIB est la somme de la consommation intérieure, de l'investissement privé, des dépenses publiques et du solde de la balance commerciale. $Y = C + I + G + X - M$ (Y , qui désigne le PIB, est l'initiale du mot anglais *Yield*, qui signifie « rapport », « produit »).

Mais si ces équations permettent de rendre compte du présent, en détaillant la contribution de chaque facteur à l'évolution de la dette et du PIB, elles ne peuvent expliquer le présent, et encore moins prévoir l'avenir. En effet, si l'on peut, par exemple, aisément séparer, dans la production des entreprises, ce qui est consommé de ce qui est investi, il est en revanche très difficile de décrire les effets croisés des différentes variables. Une augmentation du déficit public par la dépense publique augmente à la fois la dette et la production d'aujourd'hui. Quels seront, demain, ses effets sur les impôts, sur la production, sur les exportations ? Il faut, pour pouvoir répondre à cette question, adopter une vision dynamique. Les institutions financières utilisent ainsi des modèles de prévision comportant jusqu'à plusieurs milliers de variables.

Etats-Unis, les coupes budgétaires se font majoritairement au détriment des dépenses d'investissement (ou du capital humain, c'est-à-dire dans l'éducation), le pays « sacrifie son futur en même temps qu'il sacrifie son présent »... Le FMI lui-même se montre pessimiste quant aux perspectives de rééquilibrage des comptes publics des GIPSI, prévoyant une augmentation de la dette jusqu'en 2015 dans tous ces pays (à l'exception notable de la Grèce). On observe déjà ces effets : le ratio dette publique/PIB du Portugal devrait passer de 107 % en mai 2011, date à laquelle le FMI a octroyé son aide à ce pays, à 118 % l'an prochain, alors que toutes les mesures du plan d'ajustement ont été respectées... et que l'économie portugaise s'est écroulée. Minée par l'effondrement des GIPSI, qui représentent un tiers de son PIB, l'Europe se dirigerait tout droit vers la récession.

Le discours de Paul Krugman tranche sans doute avec la plupart des propos entendus sur le sujet, notamment chez les responsables politiques. La mode est à l'austérité, après avoir été à la relance, en 2008. Difficile, dans ce contexte, de faire entendre une voix discordante : Paul Krugman a rappelé que son collègue Olivier Blanchard, aujourd'hui économiste en chef du FMI, prêchait dans le désert, en 2006, lorsqu'il s'inquiétait des déséquilibres de l'économie espagnole (notamment de sa bulle immobilière). Le point de vue de Paul Krugman est toutefois loin d'être isolé : un nombre croissant d'économistes pointe du doigt les problèmes de compétitivité et se montre critique à l'encontre de plans d'austérité destinés à « résoudre un problème qui n'est même pas intervenu ». L'agence de notation Standard & Poor's elle-même justifiait ainsi la dégradation de la note de la France et d'autres pays, le 13 janvier 2012 : « Nous pensons que l'accord [européen] s'est construit sur une compréhension partielle des sources de la crise (...). Selon nous, les problèmes financiers rencontrés par la zone Euro sont aussi une conséquence des déficits extérieurs et des divergences de compétitivité croissantes entre le cœur de la zone monétaire et sa "périphérie" ». Cette annonce fut pourtant interprétée par certains comme un nouvel appel à davantage de rigueur...

LE LEVIER MONÉTAIRE : « L'INFLATION N'EST PAS LE PROBLÈME, ELLE EST LA SOLUTION »

Dès lors que le problème est posé en ces termes, que faire pour remédier au manque de compétitivité des pays de la périphérie ? La solution la plus naturelle, la fameuse « dévaluation compétitive », est bien entendu impossible dans une union monétaire (ce qui sert parfois d'argument aux partisans d'une sortie de la Grèce de la zone Euro, au bénéfice de ses exportations)... En l'absence de l'Euro, cette solution aurait été naturellement mise en œuvre afin d'absorber la

hausse trop rapide des salaires dans les pays de la périphérie : les pays concernés auraient procédé à un rééquilibrage monétaire. Le débat qui avait précédé la construction de la zone Euro avait établi qu'un espace monétaire unique protégerait ses pays membres lors des situations de crise, mais uniquement en cas de chocs symétriques (ce qui est un résultat bien connu de la théorie de la zone monétaire optimale - la situation dans laquelle l'Europe se trouve aujourd'hui illustre parfaitement ce point).

La réduction pure et simple des salaires est, quant à elle, entravée par des barrières aussi bien politiques qu'économiques (en l'occurrence, une forte rigidité nominale). En Irlande, par exemple, pays souvent cité comme exemple d'ajustement réussi, les salaires ont beaucoup moins diminué depuis 2008 qu'ils n'avaient augmenté les années précédentes ; de plus, ce pays a subi une plus forte contraction dans les secteurs intensifs en travail - par exemple, dans le BTP - que dans les secteurs intensifs en capital - comme les secteurs technologiques tournés vers l'exportation -, ce qui ne risque pas de contribuer à la baisse du chômage.

La solution proposée par Paul Krugman repose sur le recours à l'inflation. Selon lui, une inflation contrôlée à hauteur de 4 % est souhaitable puisqu'elle permettrait de regagner 20 % de compétitivité relative dans les GIPSI en cinq ans et ce, sans trop de douleur. Solvable, cette politique serait acceptée par les marchés financiers. Aux yeux de Paul Krugman, l'augmentation de l'inflation permettrait en outre une plus grande flexibilité dans l'ajustement à la baisse des taux d'intérêt, en cas de crise. La difficulté serait, au départ, de *bootstrapper* l'inflation, c'est-à-dire de la provoquer volontairement en l'absence de fondamentaux économiques inflationnistes. Paul Krugman a rappelé que si les Etats-Unis ne sont pas entrés en récession après la Seconde Guerre mondiale, c'est grâce à leur inflation, qui a effacé la dette privée qui avait sévi dans les années 1930.

Le stimulus dont l'économie aurait besoin aujourd'hui serait donc d'une double nature : fiscale et monétaire.

EST-CE AUSSI FACILE QUE CELA ?

Il existe pourtant des obstacles pratiques à la mise en place de ces solutions. Le premier d'entre eux relève de la conscience historique de notre continent en matière d'inflation : tout le monde a en mémoire ces scènes surréalistes, dans l'Allemagne de la République de Weimar où, suite à une incontrôlable montée des prix, l'achat d'un pain exigeait une brouette de billets de banque ! Plus proche de nous, l'exemple du Zimbabwe nous rappelle que, lorsque l'inflation devient plus élevée, elle devient aussi plus volatile. Le spectre de l'hyperinflation est lui-même à

l'origine du mandat confié à la Banque centrale européenne, qui est chargée uniquement du contrôle des prix ; en comparaison, la Réserve fédérale américaine a, en plus, pour mission de stimuler l'activité économique. Tout au plus la BCE a-t-elle pu jouer les funambules, en décembre dernier, avec le refinancement à trois ans des banques européennes, pour un montant total de 489 milliards d'euros (des banques qui ont aussitôt acheté des obligations souveraines, en particulier en Espagne). La BCE a ainsi soutenu la dette souveraine sans l'acheter. Paul Krugman regrette presque que cette action ait eu lieu avant une résolution définitive de la crise de la dette sur le plan institutionnel, car les gouvernements seront de ce fait moins pressés de trouver des solutions communes.

Paul Krugman pense que les dangers liés à l'hyperinflation sont à relativiser, et que les risques de dérapage sont minimes, avec des taux d'inflation modérés de l'ordre de 4 % ; reste selon lui, l'obstacle politique : celui de convaincre les responsables des gouvernements et de la BCE.

Un argument en faveur d'une inflation modérée, avancé par M. Krugman, mais aussi par d'autres économistes (comme Olivier Blanchard, depuis au moins la naissance de la zone Euro) concerne la flexibilité dont la BCE serait dotée en cas de crise. Dans une situation économique saine, avec une inflation de 4 % et un taux d'intérêt directeur de 4 % le taux d'intérêt réel est de 0 %, et la Banque centrale dispose d'une marge de 4 % pour relancer si nécessaire l'activité économique en baissant ses taux. Avec une inflation située à 2 % au début d'une crise, la marge de manœuvre est de 2 % : elle est donc plus réduite. Si l'inflation est encore inférieure et si les taux d'intérêt sont déjà bas, le risque de « trappe à liquidités » apparaît : les agents économiques ont intérêt à garder leurs avoirs et à ne plus investir (et en particulier à ne plus prêter à d'autres agents économiques en qui ils n'ont plus confiance). Avec une inflation faible, la Banque centrale peut se trouver impuissante, incapable de relancer l'économie, même avec un taux d'intérêt à 0 %. Le taux d'intérêt n'est pourtant pas le seul moyen de sortir de la récession, comme l'ont montré notamment les travaux de Ben Bernanke : en cas de « trappe à liquidités », la Banque centrale peut choisir d'alimenter le système financier en liquidités en prenant en pension les titres que la défiance maintenait cantonnés dans le bilan de chaque établissement financier. La Fed mène cette politique depuis le début de la crise de 2008, et la BCE s'en est elle aussi rapprochée. Ce type d'action est validé par Paul Krugman, qui a, le premier, diagnostiqué cette « trappe à liquidités » aux Etats-Unis et dans l'Europe post-crise, et rappelé que, dès lors, les repères traditionnels s'inversaient. En particulier, l'agrégat de la masse monétaire en circulation ne constituait plus un indicateur pertinent de l'inflation potentielle (voir l'encadré 3).

Encadré 3**L'importance de l'expérience de la crise mondiale de 1929 et de la crise japonaise des années 1990 pour la politique monétaire actuelle**

Ben Bernanke, le gouverneur de la Réserve fédérale américaine, a étudié en détail dans ses travaux de recherche économique la gestion de la crise de 1929. Il en a tiré une doctrine fondée sur un engagement monétaire massif en cas de crise économique grave. Paul Krugman a rappelé que son collègue, au début des années 2000, s'inquiétait du manque de vigueur de la politique de la Banque centrale japonaise.

Lors de la crise de 1929, les banques centrales ont mal réagi, en restreignant le crédit et en laissant la défiance s'instaurer dans le système financier. Nous avons à l'esprit les plans de relance keynésiens de Roosevelt, mais à l'orée de la Seconde Guerre mondiale, une reprise vigoureuse n'était toujours pas au rendez-vous. C'est plutôt la politique monétaire qui a été mal gérée.

Les économistes en ont tiré des conclusions, à l'instar de Ben Bernanke, mais aussi de Paul Krugman, qui a étudié en détail la « décennie perdue » du Japon des années 1990. Pour M. Krugman, la Banque centrale japonaise a commis une erreur en relevant ses taux dès les premiers signes de reprise, au début des années 1990. Comme un coup de froid sur des bourgeons à peine éclos, ce changement de politique a pris à contre-pied l'économie japonaise, et l'a fait replonger dans la récession.

UN DÉSENDETTEMENT À ENTREPRENDRE MALGRÉ TOUT

L'argumentation développée par Paul Krugman met l'accent sur le caractère néfaste, à court terme, du désendettement pour l'activité économique. Elle se place donc à contre-courant du credo de la réduction de la dette publique à toute vitesse et à tout prix, qui est aujourd'hui le discours dominant, inspiré notamment par les travaux récents de Carmen Reinhart et de Kenneth Rogoff, deux économistes influents aux États-Unis (voir l'encadré 4).

Paul Krugman omet néanmoins dans son discours (sans doute à dessein), le fait que la réduction du déficit est une préoccupation salutaire à moyen terme : en France, par exemple, nous ne pouvons prolonger une série de déficits budgétaires annuels ininterrompue depuis 1979. Au niveau européen, soixante-huit violations de la règle d'équilibre budgétaire incluse au pacte de stabilité ont été observées sans qu'aucune sanction n'ait jamais été appliquée... Une absorption des dettes par l'inflation ne résoudrait que partiellement la confiance dans l'Euro - sa stabilité politique étant obtenue au prix d'une instabilité de son cours, puisque l'inflation se solderait par une chute du taux de change et

Encadré 4**Selon une étude portant sur huit siècles de données, la dette publique est toxique au-dessus de 90 % du PIB (en moyenne)**

L'ouvrage *Cette fois c'est différent : huit siècles de folie financière*, publié en 2010 par Reinhart et Rogoff, a largement contribué à installer dans le grand public la nouvelle mode de la lutte contre la dette publique. Les deux économistes y montrent qu'au-dessus de 90 % du PIB, la dette publique est généralement contre-productive pour l'économie. Autrement dit, la dépense publique aide *a priori* l'économie (production de biens publics, investissements pour l'avenir, etc.), mais elle devient toxique au-delà d'un certain seuil. Si le caractère toxique de la dépense publique à partir d'un certain niveau paraît évident (dans une économie marchande, la dépense publique doit être permise par des créations de richesses, et la dette ne peut augmenter à l'infini), Reinhart et Rogoff ont été les premiers à démontrer l'existence d'un seuil empirique de toxicité de la dette. Notons que ce seuil de 90 % est statistique et qu'il est forcément différent d'un pays à l'autre, selon que la dette publique résulte davantage d'investissements productifs (qui viendront rapidement effacer la dette) ou davantage de dépenses de fonctionnement payables à crédit (dont les générations futures auront à subir la charge).

s'accompagnerait d'une plus grande volatilité de ce taux, nourrissant ainsi l'incertitude - et elle conduirait à une perte de pouvoir d'achat, tout en élevant considérablement la dette externe nette. Elle ne pourrait donc pas, *de facto*, résoudre le problème de solvabilité.

Si, au contraire, la dépense publique parvient à être contrôlée pour les activités fonctionnelles les moins « rentables » pour l'économie (ou pour les activités publiques qui enregistrent des gains de productivité, par exemple grâce à la réduction du nombre des fonctionnaires des impôts à mesure que le télétravail progresse) tout en la concentrant sur les investissements « rentables » pour le bien-être public comme pour l'essor économique (par exemple, en lançant un grand emprunt pour financer les infrastructures de transport, l'énergie et les technologies de l'information), c'est la martingale permettant de gagner sur les deux volets : la demande agrégée est préservée d'un risque de récession, et la réduction du déficit contribue à un retour de la confiance.

UN LONG TERME À CONSTRUIRE

En effet, selon nous, si la relance consiste seulement à créer des emplois non productifs, elle n'est qu'une victoire à la Pyrrhus sur la crise : elle ne fait que reporter les ajustements nécessaires soit sur la consommation, soit sur la croissance potentielle. Il y a donc une question fondamentale de volonté face à la crise. « Crise », en chinois, c'est la combinaison des signes « danger » et « opportunité ». De même, une crise économique est à la fois le danger d'un frein sévère et durable à l'activité économique, et l'occasion d'une prise de conscience du caractère non soutenable de la trajectoire économique suivie jusqu'alors. Refuser ce diagnostic et vouloir relancer l'économie uniquement par les déficits ou par l'inflation (comme s'y limite l'exposé de Paul Krugman), c'est « cacher la poussière sous le tapis » et reporter injustement la dette sur les générations suivantes. Or, lorsqu'un pays nourrit un déficit public et se trouve en déficit commercial, son problème n'est pas uniquement un problème de compétitivité, c'est un problème de surconsommation (publique et privée) par rapport aux ressources du pays. Un choix cohérent consiste soit à rétablir la balance en consommant moins, soit à forcer la reprise de la consommation, mais, alors, en rééquilibrant la balance commerciale, en travaillant et en produisant plus. Dans les deux cas, les lendemains qui chantent ne peuvent venir que d'un investissement dans la croissance potentielle.

Plus généralement, les solutions proposées par Paul Krugman paraissent judicieuses pour sortir de la crise actuelle et garantir à moyen terme la stabilité de l'économie européenne. Il faut néanmoins garder à l'esprit qu'elles ne nous dispensent pas de réformes de plus long terme, destinées à alléger le fardeau transmis aux générations futures et à minimiser l'inéluctable perte

d'influence que subira l'Europe dans le marché mondialisé. Les leviers de politique économique de long terme ne doivent pas être négligés au profit du court terme : au-delà de la gestion de la crise, les réformes du marché du travail et de la compétitivité, l'investissement dans le capital humain, l'encouragement à l'innovation, le soutien à la transition environnementale et le lancement de grands projets d'infrastructures sont plus que jamais nécessaires.

LA GOUVERNANCE EUROPÉENNE EN QUESTION

L'un des points forts de cette conférence est d'avoir rappelé que l'Europe connaît tout autant une crise politique qu'une crise économique. En effet, les tergiversations européennes ont sapé, dès 2008, la confiance des acteurs de marché dans la capacité de l'Europe à résoudre ses problèmes. La gestion discutable du cas grec a placé les pays de la périphérie dans une situation difficile, faisant augmenter leur taux d'emprunts au fur et à mesure que les gouvernements et les institutions communautaires montraient leurs limites. L'obsession de la rigueur budgétaire est ainsi à l'origine de l'essentiel des tensions. La question de la solidarité avec la Grèce s'est notamment posée en ces termes : les pays « vertueux » doivent-ils faire des efforts pour renflouer les mauvais élèves ? Elle a trouvé son point culminant avec la proposition allemande (certes vite balayée) de mettre la Grèce sous tutelle budgétaire européenne... Une proposition qui « rappelle certains cauchemars », selon les mots de Paul Krugman, et qui mérite donc d'être oubliée au plus vite.

Partisan d'un fédéralisme européen, Paul Krugman y voit une évolution nécessaire pour doter la zone monétaire d'une gouvernance digne de ce nom ; l'Europe souffre aujourd'hui, par exemple, de ne pouvoir financer de grands programmes d'infrastructures au niveau communautaire, à la différence des Etats-Unis. Est-ce là un vœu pieux, ou une proposition réaliste ? Plus fondamentalement, est-ce souhaitable ? L'exemple de la Belgique ne plaide pas en faveur d'un rapprochement entre les nations européennes. Mais les questions de gouvernance progressent, même si elles ne sont pas encore parfaitement résolues : la voie sur laquelle l'Europe s'engage, celle d'un contrôle par les pairs, avec des sanctions réelles en cas de violation du Pacte de stabilité et de croissance doublées d'une règle d'or budgétaire dans chaque pays, paraît suffisante. Reste également la possibilité de créer une autorité de contrôle budgétaire indépendante. Le fédéralisme n'est sans doute pas la seule solution économique possible. Et quand bien même cela serait une solution souhaitable, il s'agit davantage d'une question politique, celle du sentiment d'appartenance à une même nation.

De quoi l'avenir sera-t-il fait ? Paul Krugman conclut que le raisonnement se heurte à une « double impossibilité » : en effet, d'un côté, personne ne veut croire à un

éclatement de la zone Euro, avec toutes ses conséquences, et, de l'autre, il semble improbable que les responsables politiques aient pris toute la mesure de la situation actuelle, et qu'ils soient prêts à mettre en

œuvre les mesures nécessaires... C'est pourtant du dénouement de ce nœud gordien que dépend la stabilité économique et sociale de tout notre continent (voir l'encadré 5).

Encadré 5

Une meilleure réglementation financière n'aurait pas permis d'éviter la crise

La dérégulation du système financier est-elle responsable de la crise, comme l'a demandé le journaliste qui animait la conférence ? Pas directement, selon Paul Krugman. Pour lui, ce n'est pas la réduction de la réglementation – notamment la suppression de la distinction entre banque de détail et banque d'affaires mise en place dans les années 1930 et supprimée par le gouvernement de Bill Clinton - qui a mis en danger notre système ; c'est l'absence de nouvelles réglementations au fur et à mesure que les innovations financières progressaient : le *shadow banking* représente ainsi aujourd'hui 60 % de l'activité bancaire... Par exemple, Lehman Brothers finançait ses activités de moyen terme et de long terme par un refinancement au jour le jour - le « repo » du marché interbancaire -, au lieu d'émettre des titres ayant des maturités diverses - plus coûteuses que le « repo ». Or, le but du marché interbancaire est d'échanger et de mutualiser les liquidités des banques, ce qui leur permet d'optimiser leur trésorerie. Lehman Brothers, en utilisant ce marché au lieu de financements à plus long terme, transformait *de facto* le « repo » en une activité bancaire, qui aurait dû, à ce titre, être mieux régulée.

De même, selon Paul Krugman, l'existence d'une taxe Tobin sur les transactions financières n'aurait eu aucun impact sur la survenue de la crise. Elle aurait peut-être eu des vertus, mais elle n'aurait pas agi sur les causes profondes de la crise.