

Krugman, d'une crise à l'autre

Thomas MELONIO

La nouvelle version du livre de Paul Krugman sur « l'économie dépressive » tombe à point nommé. Enrichie de plusieurs chapitres traitants de la crise mondiale qui se déroule sous nos yeux, elle permet de situer les événements récents dans l'histoire de la mondialisation financière, qui est celle de l'instabilité permanente.

Recensé : Paul Krugman, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton, New York, 193 p.

En 1999, Paul Krugman analysait, dans *The Return of depression economics*, les causes et conséquences des crises mexicaine, asiatique, argentine, russe ou encore du marasme économique japonais. La crise financière actuelle nous vaut le plaisir d'une réédition augmentée de plusieurs chapitres traitant de la crise financière de 2007/2008.

La première moitié de l'ouvrage décortique les crises des années 1990, caractérisées surtout par des défauts des dettes souveraines ou des ajustements violents – et souvent excessifs – des cours des monnaies de pays émergents. Krugman y revient sur les difficultés qu'ont connues ces pays lorsque, à partir des années 1980, la liberté de circulation des capitaux était devenue un précepte quasi divin. La plupart des pays émergents, constate le célèbre économiste, auraient besoin à la fois d'une politique monétaire indépendante (car leurs cycles économiques ne sont pas suffisamment corrélés à ceux des grandes puissances monétaires) et de cours de change fixes (pour attirer les investissements étrangers et financer leur dette à un coût raisonnable et constant). Ces deux options étant incompatibles entre elles, chaque pays, en fonction des options qu'il retient, connaît la crise de son système. D'où la succession des crises des dernières décennies, dont le scénario est toujours le même ; les pays émergents adoptent des régimes de change fixe qui finissent pas exploser.

On trouvera ainsi, dans ce petit manuel des crises, un ensemble cohérent et fourni qui donne quelques idées pour lutter contre les crises financières et en particulier pour en limiter les conséquences sur l'économie réelle. Krugman observe par exemple que si une monnaie est surévaluée, il est inutile pour un État d'essayer de la défendre, car les réserves de change d'une banque centrale d'un pays émergent sont généralement inférieures aux ressources mobilisables par des acteurs financiers internationaux pour pousser à la dévaluation. Autrement dit, l'acharnement thérapeutique n'est pas une solution. On se rappelle à ce titre l'attaque « coordonnée » par George Soros sur la livre britannique au tout début des années 1990, attaque qui obtint effectivement la dévaluation. L'ajustement par le taux de change semble aussi nettement moins douloureux que l'ajustement par les salaires et les prix (qui peut prendre des années) ou que la hausse des taux d'intérêt, souvent utilisée pour lutter contre la baisse d'une monnaie mais qui réduit l'activité réelle.

De façon désormais classique, Krugman rappelle aussi l'incongruité des préconisations du FMI au cours des années 1990, époque où le Fonds exigeait hausse des taux d'intérêts et baisse des dépenses publiques en cas de crise (Thaïlande, Indonésie, Corée 1997) ; ce qui en théorie devait rétablir la crédibilité d'une monnaie ou d'un État ne faisait en réalité qu'aggraver le mal. Il salue le récent changement de politique du FMI, matérialisé en 2008 par les prêts consentis à l'Ukraine, l'Islande, la Hongrie ou la Biélorussie, l'autorisation dans ce cadre des plans budgétaires de relance et une tolérance en matière macroéconomique plus forte (le FMI a réduit le nombre et la rigueur des conditions posées aux pays en demande d'assistance). D'autre part, la disparition progressive des *currency boards* permet d'espérer de moins forts soubresauts de change pour les pays émergents.

L'expérience japonaise

Pour décrypter la crise actuelle, c'est cependant du côté japonais qu'il faut regarder. L'enlisement nippon n'est en effet pas sans ressemblance avec le choc encaissé par les États-Unis et l'Europe depuis l'été 2007. L'inflation du prix des actifs et la bulle immobilière de la fin des années 1980 au Japon s'est en effet traduite par un surendettement des ménages, la constitution de créances douteuses dans les portefeuilles des institutions financières, des paniques et des faillites bancaires... On connaît la suite : une économie amorphe, que ni la baisse des taux d'intérêt (portés à 0% par la Banque centrale) ni la multiplication des plans de relance (au prix d'un endettement public considérable) ne parvinrent à dynamiser. Krugman rappelle les causes de ces échecs multiples, allant du manque de confiance des

consommateurs, qui épargnent le pouvoir d'achat qui leur est épisodiquement injecté par le gouvernement, en passant par les anticipations de déflation, qui amènent les particuliers à reporter leurs achats et les entreprises leurs investissements. Sortir de cette trappe à liquidité s'avère particulièrement difficile, puisque cela suppose soit de parvenir à augmenter significativement la consommation et les investissements, soit de réduire le niveau d'endettement du pays, soit de stimuler les anticipations d'inflation (<http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/12/17/a-whiff-of-inflationary-grapeshot/>) pour éviter que tous les acteurs économiques ne sombrent dans l'attentisme généralisé.

Le risque auquel les États-Unis font aujourd'hui face est bien celui d'entrer dans cette phase de *deleveraging* [l'effet de levier inversé] qu'a connu le Japon, avec des ménages et des entreprises qui n'ont plus confiance en l'avenir et désinvestissent, aux côtés d'un État qui multiplie les plans de relance et accroît sa dette sans parvenir à compenser la léthargie des acteurs privés. Ce risque est d'autant plus élevé qu'aux États-Unis les ménages ont connu deux éclatements de bulles spéculatives, qui ont sérieusement grevé leur patrimoine. Aujourd'hui, l'endettement des ménages américains pour acquérir des logements et la baisse spectaculaire du prix de ceux-ci font que 12 millions de ménages américains ont un patrimoine négatif. Par ailleurs, sur les 8 000 milliards de dollars détruits par la baisse du marché de l'immobilier, 7 000 environ pèseront directement sur les ménages et 1 000 sur les institutions financières. Cet « effet richesse à l'envers » sera donc particulièrement difficile à inverser.

D'autre part, si le système bancaire américain est touché, ce n'est rien à côté de la crise que connaît le *shadow financial system* (les institutions financières autres que les banques). Depuis le milieu des années 1990, le crédit s'est considérablement développé en dehors des banques aux États-Unis, échappant souvent à toute régulation ou application de quelconques ratios prudentiels. Et Krugman d'énumérer ces poétiques segments du marché du crédit qui tanguent ou disparaissent¹. Presque la moitié du marché du crédit américain opère en dehors ou en marge des règles prudentielles classiques. La Fed, en prêtant aux banques et en baissant ses taux de refinancement, ne règle donc qu'une petite partie du problème de *credit crunch*. Il n'est pas du tout évident qu'une reprise du crédit par les banques suffise à compenser la baisse du crédit immobilier, la baisse de l'encours sur les cartes de crédit, etc.

¹ Quelques exemples : Auction-rate securities (400 milliards de dollars n'encours en 2007), Asset-backed securities (2200 milliards), Assets financed overnight in triparty (2500 milliards), actifs gérés par les hedge funds, (1800 milliards), actifs gérés par des banques d'investissements (4000 milliards)

L'observation des taux d'intérêt accordés aux PME ou des taux des crédits hypothécaires (<http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/12/26/mortgage-rates-are-still-too-high/>) laisse d'ailleurs Krugman (et nous avec) assez pessimiste(s) de ce point de vue.

Tous ces éléments invitent à relancer l'économie de manière massive, car le point de PIB injecté en 2008 aux États-Unis n'est pas à la hauteur des défis exposés plus haut. Krugman plaide pour un plan de l'ordre de 4 points de PIB, en appuyant la demande par des dépenses publiques. Il se montre en revanche assez sévère avec l'idée de faire reposer un scénario de relance sur des avantages fiscaux donnés aux entreprises ou aux particuliers, estimant risqué de leur sous-traiter la décision effective d'investissement à un moment où ne pas investir n'est plus une option. Parmi les débats sur la nature des dépenses prioritaires, on pourra s'interroger, à l'instar de Thomas Friedman, sur la pertinence de subventionner sans condition écologique l'industrie automobile (http://www.nytimes.com/2008/12/14/opinion/14friedman.html?_r=2), la consommation d'hydrocarbures (<http://www.nytimes.com/2008/12/28/opinion/28friedman.html>) ou encore la construction de routes (cette dernière proposition étant formulée par Krugman, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/12/22/bad-anti-stimulus-arguments/>).

Enfin, le dernier élément du débat porte sur les séquences d'un plan de relance et la nécessité d'y inclure des mesures à effet immédiat, pour éviter le piège habituel des relances keynésiennes : une fois que les mesures lentes (les investissements publics) produisent enfin leurs effets sur l'économie, la conjoncture est déjà repartie à la hausse et les plans de relance sont généralement pro-cycliques. On ne peut en effet que regretter que les plans de relance nationaux viennent si tard, dix-huit mois après le début de la crise financière, si bien que le champ des options de relance se réduit plus ou moins à choisir entre des mesures à effet immédiat mais sans grand effet de long terme (baisse de TVA par exemple) ou investissements de préparation de l'avenir, avec le risque que leur effet de relance tarde à se matérialiser. Néanmoins, répond Krugman, l'ampleur de cette crise laisse penser qu'elle durera et que les plans d'investissement, concrétisés mi-2009 ou même à début 2010, arriveront certes tard mais pas trop tard.

Texte paru dans www.laviedesidees.fr, le 5 février 2009

© laviedesidees.fr