

Les voies d'une sortie de crise

Exemples historiques et solution européenne

par Michel Aglietta*

Depuis la Deuxième Guerre mondiale, différents pays ont eu affaire à de graves difficultés. En les examinant, on comprend que pour sortir de la crise par le haut, une politique de croissance est nécessaire à l'échelle européenne. Cela demande de revoir profondément la gouvernance de l'Europe.

Une résolution radicale de la crise suppose d'abord de reconnaître que la Grèce est insolvable, et d'en tirer les conséquences – notamment en traitant la question des pertes subies par ses créanciers. Elle exige ensuite de gérer l'impact de cette situation sur la dynamique des marchés et d'éviter la contagion. Cela implique une transformation du rôle de la Banque centrale européenne, qui doit apparaître comme un prêteur de dernier ressort. Mais avant d'énoncer les axes d'une politique qui mènerait à une transformation profonde de la gouvernance en Europe, il faut prendre appui sur des exemples historiques.

Face à un problème grave de soutenabilité des finances publiques, on peut repérer quatre modes de consolidation budgétaire de grande ampleur.

Consolidations budgétaires

Le premier est l'hyperinflation. L'exemple le plus connu est l'Allemagne de 1923. La principale vertu de cette solution est d'annihiler la dette interne – on détruit de la monnaie et ce faisant, on fait en quelque sorte disparaître les créances. Mais cette solution force à renégocier la dette externe. Pour l'Allemagne, ce fut le plan Doze de 1924. Et surtout, vu les dégâts considérables en interne, plus personne en Europe n'est prêt à accepter cette solution. Encore aujourd'hui, cela reste un souvenir traumatisant pour les Allemands, qui explique en grande partie leur obsession sur l'inflation.

Deuxième mode de consolidation, la destruction de capital. L'exemple majeur, ici, c'est bien sûr la Grande Dépression, avec un enchaînement de faillites bancaires, qui entraînent un effondrement économique et des faillites d'entreprises. Le capital réel est détruit, et avec lui la dette adossée au capital. C'est une façon particulièrement brutale de se débarrasser des dettes, et le cycle de destruction de capital se perpétue jusqu'à la récupération par le bas. Lors de la crise de 1929, il a fallu attendre 1933, après une baisse cumulée de 30 % du PIB américain, pour que les autorités décident de mettre un terme à la dégringolade. En Russie, lors de la longue dépression entamée en 1991 et qui a culminé avec la crise du rouble en 1998, on a vu une destruction de 60 % du PIB avant d'atteindre le plancher.

Le troisième mode de consolidation est la stagnation à la japonaise, un exemple moins connu du grand public mais qui dure depuis vingt ans et que les économistes ont eu tout loisir d'étudier. L'Europe, d'une certaine façon, en prend le chemin, mais il faut savoir qu'il lui sera difficile de suivre longtemps cette voie, car elle requiert des conditions : il faut un État, une nation, et une banque centrale qui applique en permanence, et sur une longue durée, une politique de taux d'intérêts égaux à zéro. Cela exige bien sûr de la part de l'État japonais une politique d'ajustement budgétaire permanent, pour éviter d'entrer dans une spirale à la baisse. Il faut également, pour que cela fonctionne, une forte demande externe, et de grandes entreprises possédant la force industrielle pour satisfaire cette demande. Si la dette japonaise, qui représente environ 220 % du PIB, reste soutenable, c'est aussi que 95 % de la dette publique est

* Économiste, ancien professeur à l'université Paris X, conseiller au Centre de prospective et d'information internationale (Cepii), Michel Aglietta est l'auteur de nombreux ouvrages dont *La Crise* (Michalon, 2008), qui a reçu le prix de l'Excellence économique. Ces pages sont une étape d'un travail en cours, un ouvrage à paraître début 2012 chez le même éditeur, sur l'Union économique et monétaire.

détenue par les résidents. Il s'agit d'une épargne captive : l'essentiel de l'épargne des ménages japonais est porté par le système postal, qui oriente l'essentiel des flux vers les emprunts d'État. Les investisseurs institutionnels sont quant à eux obligés par leur statut d'acheter de la dette publique. L'État japonais n'a donc aucun problème pour placer ses obligations et emprunter à un taux très bas. La charge de la dette est ainsi maintenue artificiellement à un niveau soutenable, et les recettes fiscales suffisent à la financer. Et tout cela contribue à ce que l'on pourrait nommer un désendettement contrarié de la dette privée.

Le modèle japonais est intéressant, mais il est évident au vu de ces éléments qu'il serait quasiment inapplicable en Europe. Tout d'abord, les taux d'intérêts sont trop hauts, ensuite, on ne pourrait contraindre l'épargne privée comme l'ont fait les Japonais, et surtout l'Europe n'est pas un pays, dont l'ensemble des citoyens peuvent se serrer la ceinture pour la survie collective. On retrouve ici la question de l'hétérogénéité, qui contraint énormément les solutions européennes.

La voie de la croissance

Il faut donc considérer avec attention la quatrième voie, qui est celle de la croissance. Le modèle historique, ici, c'est la façon après 1945 dont le Royaume-Uni et les États-Unis ont géré et acquitté leur énorme dette de guerre. Pour les Britanniques, cela représentait 260 % du PIB, et pour les États-Unis 130 %. Pour l'essentiel, c'est une politique de croissance économique qui leur a permis de résorber cet endettement.

Il faut comprendre que la consolidation de ce type de dette est un processus de longue durée. Les Américains en sont sortis vers 1965, et il a fallu encore plus longtemps au Royaume-Uni. Il est donc essentiel de se forger une stratégie de long terme de trajectoire des dettes publiques, et de la faire reconnaître par les citoyens et les investisseurs, puisque ceux-ci ont tendance à désertier. Cela implique un changement profond dans les pratiques budgétaires, où jusqu'à présent on raisonnait surtout au rythme des lois de finances annuelles. Désormais, et c'est déjà le cas, il faudra se montrer capable de présenter des projections et des engagements crédibles.

Un deuxième élément se révèle important dans ce modèle : le taux d'intérêt réel sur la dette a toujours été inférieur au taux de croissance. Il est vrai que les exemples britannique et américain datent d'un temps où les États régulaient la finance. Aux États-Unis, ainsi, l'indépendance de la Fed a été suspendue jusqu'en 1951, et après cette date un objectif clair lui a été fixé de limiter la hausse des taux longs. Aux États-Unis, les taux d'intérêts réels servis par l'État fédéral ont ainsi été négatifs pendant un quart de la période 1945-1980. Et dans le cas britannique pendant la moitié du temps !

Troisième élément, une politique de croissance. À ce titre les premières années sont déterminantes. Aux États-Unis, cela fut le plan Marshall, dont un enjeu essentiel était de ranimer l'investissement interne via l'exportation de biens d'équipements. C'est quelque chose que l'on pourrait envisager aujourd'hui en Europe. La guerre de Corée fut un deuxième facteur de dynamisme pour l'économie américaine, avec une légère remontée de la dette mais un effet positif pour l'économie. Au total, on observe une stimulation publique de 1945 à 1953.

Pour résumer, ce modèle exige une banque centrale dont l'objectif est lié à la gestion de la dette publique, une politique budgétaire tournée vers le long terme, et une impulsion de croissance.

Travailler sur le long terme

Cela nous amène donc à formuler une nouvelle question : qu'est-ce qu'un point de vue de long terme sur les finances publiques ? La situation des États-Unis après 1945 reste spéciale, mais on peut se tourner vers des exemples plus récents, la Suède et la Finlande du début des années 1990. Les deux pays ont connu en 1992-1993 une crise financière grave, sous l'effet de l'explosion de la bulle immobilière. La réponse qui fut apportée à cette crise fut, dans les deux cas, remarquable. Elle tient largement au fait qu'il s'agissait de nations capables d'un fort

consensus politique, relayé par des institutions de la société civile capable de faire vivre ce consensus dans la vie économique. Il y a là un acquis institutionnel très important, notamment l'habitude des partenaires sociaux de conclure des négociations gagnant-gagnant. Cette productivité des institutions est spécifique aux pays nordiques, et il faut bien admettre que l'Europe en est loin. Mais il n'empêche que l'on peut s'inspirer de ce que ces pays ont su mettre en œuvre.

Trois axes définissent cette politique. Le volet macro est marqué par une dépréciation du change, qui se traduit immédiatement par une croissance de la demande externe. Cela évite la récession, en garantissant une reprise rapide. Et le consensus politique peut ainsi se maintenir plus facilement.

Le deuxième volet est une restructuration musclée et immédiate des banques : nationalisations partielles, création de *bad banks* pour loger les actifs toxiques, tout cela a permis aux banques, mises en danger par l'explosion de la bulle immobilière, de reprendre très vite la distribution de crédit, indispensable au reste de l'économie. J'insiste sur la cure d'assainissement qu'a subie le secteur bancaire : à la faveur de sa recomposition, les anciens dirigeants ont été remerciés et une partie des actionnaires a été éliminée.

Le troisième volet est une transformation du système productif, par une politique industrielle bien conçue qui a permis de se repositionner sur les secteurs en développement, comme les nouvelles technologies. Le budget a été largement redéployé, et un effort particulier a été mis sur la recherche et développement et l'éducation. Les résultats sont aujourd'hui spectaculaires, alors que les Finlandais portaient de loin, et que les Suédois connaissaient depuis des années une érosion de leur modèle industriel.

Une question politique et institutionnelle

Ces deux exemples sont des expériences réussies, que l'on ne saurait reprendre à l'identique, ne serait-ce que du fait de la taille de l'Europe et du caractère généraliste de son industrie, qu'on peut certes réorienter mais qu'on ne saurait spécialiser comme l'ont fait ces petits pays. De la même façon, les exemples américain et britannique sont d'une autre époque. Mais on peut cependant tirer des leçons de toutes ces réussites, et repérer des principes.

Le premier, c'est que la gouvernance de l'Europe doit être modifiée, avec une transformation des traités qui verra une avancée vers le fédéralisme et dans ce nouveau cadre une modification du mandat donné à la banque centrale : à l'objectif de stabilité financière doit s'ajouter celui de la croissance. Un enjeu de régulation se fait jour également, avec un élargissement des pouvoirs des trois régulateurs européens. Aujourd'hui, ils se contentent de coopérer avec les banques, qui relèvent des régulateurs nationaux. La crise a rendu évident le besoin d'une politique macroprudentielle de maîtrise du crédit privé, et il est évident que la BCE doit en tenir compte, car en se contentant de mener une politique de stabilité des prix, elle peut à nouveau laisser gonfler des bulles ici ou là.

Cette évolution suppose un dialogue avec la puissance publique, comme c'est le cas partout ailleurs dans le monde. Il faut donc créer une autorité budgétaire européenne. On a déjà fait quelques pas dans cette direction, avec les « semestres européens », qui voient les États présenter des pré-budgets examinés par la Commission en lien avec la situation macroéconomique. Il faut développer ce mécanisme, en y intégrant le Parlement européen, qui pourra émettre des recommandations, et le Conseil européen, qui arbitrera. Et les lois de Finances des différents pays devront respecter ces arbitrages.

Mais tout cela ne pourra marcher que s'il existe une coopération qui aille au-delà du budget, et qui embrasse notamment la politique par rapport au reste du monde (commerce, balance des paiements), l'euro, le *policy mix* européen... L'enjeu est bien pour les autorités de se mettre en état de dialoguer avec la BCE. Il faudra aussi un minimum d'harmonisation fiscale, ce qui passera par la suppression des places *off shore* en Europe, afin d'éviter la mobilité artificielle du capital.

Enfin, comme tous les pays sont en situation de prudence budgétaire, il est temps de passer à une fiscalité européenne – non pas pour distribuer des prestations, mais pour investir.