

## Et si Mellon avait eu raison contre Roosevelt ?

PAR PHILIPPE RIÈS  
ARTICLE PUBLIÉ LE MERCREDI 17 JUILLET 2013

Tout ça pour ça ? Depuis l'éclatement de la crise financière globale en 2007, les dirigeants des pays avancés et les banquiers centraux n'ont ménagé aucun effort, la facture astronomique étant payée surtout pas les populations et presque jamais par les banquiers, afin de « *sauver le système bancaire* », victime de ses propres excès. Les « *stratégies* » développées ont varié du délire mafieux, comme en Irlande, à l'hypocrisie moralisatrice version germanique, en passant par le désordre irresponsable à la manière grecque. Et voilà qu'une récente étude publiée par deux économistes de la BRI suggère que la croissance du crédit ne joue aucun rôle significatif dans la reprise économique au lendemain d'une crise financière.

« *Il y a, semble-t-il, un consensus sur le fait que la chute des crédits bancaires au secteur privé va restreindre la croissance économique dans les années à venir. Mais est-ce que ce consensus est correct ?* » interrogent Előd Takáts et Christian Upper dans le document de travail n°416 de la banque des banques centrales, titré ***Credit and growth after financial crises***. Pas toutes les crises financières mais celles qui ont été précédées par une envolée spectaculaire du crédit, précisément la situation ayant conduit à l'implosion de 2007-2008. En tout, 39 crises financières allant, par ordre alphabétique, de l'Argentine en 1995 aux États-Unis en 1990. Les plus anciennes examinées ayant touché les pays d'Amérique latine en 1981, les plus récentes la Turquie, l'Argentine (encore) et la République dominicaine à l'aube du XXI<sup>e</sup> siècle.

« *Contrairement au consensus ambiant, nous constatons qu'un crédit bancaire réduit au secteur privé ne freine pas nécessairement la croissance économique après une crise financière. Les résultats ne montrent aucune corrélation entre la croissance économique au cours des deux premières années de reprise et le niveau de la croissance du crédit pendant*

*cette période. Avec le temps, la corrélation devient statistiquement significative mais reste négligeable en termes économiques* », expliquent les auteurs.

« *Notre contribution principale à la littérature consacrée à la "reprise sans crédit" est d'indiquer que si des booms de crédit ont précédé les crises financières, alors la relation entre la reprise économique et le crédit bancaire au secteur privé est différente : la reprise n'est plus associée de manière négative au désendettement.* » Mieux, les résultats de l'étude démentent la règle qui voudrait que les reprises sans crédit sont moins rapides que les reprises accompagnées par le crédit : « *Après des crises financières de ce type, le financement bancaire au secteur privé est déconnecté de la vitesse de la reprise.* » En moyenne, précisent les auteurs, les 39 crises examinées témoignent que « *les niveaux du PIB réel retrouvent leur niveau le plus élevé quelque huit trimestres après le début de la crise alors que les ratios du crédit au PIB restent très en dessous de leurs sommets pour plusieurs années* ». Évidemment, une telle indication justifie les nombreuses précautions dont les deux économistes accompagnent leurs résultats, la principale étant que la crise financière globale a plongé les pays avancés dans des récessions d'une ampleur et d'une durée inhabituelles.

### Evolution comparée des taux de crédit et de croissance (en semestres) © BRI



« *Bien entendu, nos résultats doivent être lus avec certaines précautions* », écrivent-ils. « *D'abord, nous relatons des corrélations, pas des relations causales. Nous ne sommes pas à même de distinguer la part du désendettement qui reflète des contraintes d'offre – dont on peut penser que l'impact sur la croissance est important – et celle qui traduit une demande de crédit réduite – c'est-à-dire résultant de la faible croissance. Ensuite, les économies actuellement en*

*crise différent de notre échantillon sous plusieurs aspects importants, ce qui fait que les expériences historiques pourraient ne pas avoir d'utilité directe pour les responsables politiques* », reconnaissent Előd Takáts et Christian Upper.

Directe peut-être pas mais indirecte ? *« Nos résultats paraissent utiles pour examiner les défis auxquels sont confrontées actuellement les économies avancées parce qu'elles ont elles aussi connu des augmentations massives de la dette privée avant d'entrer en crise. »* Ce qui impose d'essayer de comprendre ce qui se cache, dans ce type de crises, derrière l'absence de corrélation entre le crédit au secteur privé et la vigueur de la reprise économique.

### **Crédit, taux de change et dette publique**

*« Nous supposons, avancent les auteurs, que les résultats tiennent à la mauvaise qualité de la dette accumulée durant la phase de croissance massive du crédit précédant la crise financière. Alors que la dette est normalement "bonne", c'est-à-dire corrélée positivement avec la croissance économique, un endettement excessif et mal employé révèle un visage sinistre »,* à travers des phénomènes bien étudiés de « gueule de bois », d'entreprises « zombies » et de niveaux d'endettement excessifs qui contribuent tous à réduire la croissance. *« Dans ce cadre, l'absence de corrélation entre le crédit bancaire au secteur privé et la croissance économique peut signifier qu'un montant substantiel de "mauvaise" dette peut avoir été accumulé pendant le boom antérieur à la crise. »* De ce fait, écrivent les deux économistes de la BRI, *« les efforts pour éviter le désendettement peuvent conduire dans la mauvaise direction et détourner l'attention des domaines qui comptent pour la reprise, tels que les réformes de structure ».*

Si le crédit bancaire au secteur privé n'apporte pas de contribution au redressement économique à la reprise au sortir d'une crise financière (autrement dit, les banquiers ayant fait la démonstration de leur nocivité apportent ensuite celle de leur inutilité), quels sont les facteurs qui sont eux corrélés avec la rapidité de la

reprise ? La même analyse empirique de ces 39 crises financières en identifie clairement deux : le taux de change réel et la dette publique.

*« Des dépréciations du taux de change réel sont corrélées non seulement statistiquement mais aussi économiquement à une croissance sensiblement plus rapide »,* expliquent les auteurs. Que cette dépréciation intervienne par le moyen d'une dévaluation « externe » classique (réduction de la parité de la monnaie nationale) ou qu'elle emprunte le chemin bien plus escarpé de la dévaluation « interne » (baisse des coûts des facteurs de production), comme on le voit actuellement dans les pays de la zone euro « sous intervention ». *« Nos résultats concernant le taux de change réels suggèrent que les réformes structurelles qui améliorent la compétitivité, via notamment la réforme du marché du travail, peuvent être utiles »,* « spécialement dans les pays de la zone euro qui ne bénéficient pas de taux de change flexibles », précisent-ils.

En second lieu, *« des ratios de dette publique en baisse sont associés à des reprises plus rapides, c'est-à-dire que l'assainissement budgétaire est lié à une croissance économique plus robuste ».* Même si *« l'impact économique apparaît limité »,* « ce résultat, similaire à celui exposé par Bech et autres (2012), jette le doute sur l'efficacité, au sortir de crises financières, de stimulations budgétaires additionnelles aggravant le déficit ».

Pour qui s'est donné la peine d'observer et de comprendre la crise japonaise (comme nous l'avons fait ici-même depuis plus de cinq ans et ailleurs bien avant ça), l'une des 39 dans l'échantillon mais d'une importance systémique majeure et de nature prémonitoire, les enseignements de cette étude n'ont rien de surprenant. Mais il est significatif que ce qui aurait pu apparaître comme un phénomène *sui generis* relève en fait d'un « patron », d'un modèle. Ce qui n'en rend que plus impressionnante l'accumulation de mesures prises à contre-courant des enseignements à tirer des turbulences antérieures par les responsables politiques qui ont eu à gérer la crise actuelle.

Pendant la première « *décennie perdue* » qui a suivi l'éclatement de la gigantesque bulle spéculative immobilière et boursière nipponne en 1990, les responsables japonais ont en effet multiplié « *les efforts pour éviter le désendettement* ». Citons pour mémoire l'opacité totale sur le niveau des mauvaises créances dans les bilans des banques, avec la complicité active de la haute hiérarchie du ministère des finances, afin de leur permettre de continuer à porter à bout de bras des « entreprises zombies », la survie artificielle de ces morts-vivants bloquant la destruction créatrice nécessaire au rebond économique et constituant une entrave à une concurrence loyale ; la mobilisation sans précédent de la dépense publique dans des investissements inutiles ou nocifs, à finalité clientéliste et financés par le pillage de l'épargne forcée des ménages japonais ; le refus des réformes structurelles susceptibles de rénover un modèle de croissance frappé d'obsolescence et la manipulation sans précédent de la politique monétaire (taux d'intérêt zéro et « *assouplissement quantitatif* ») au service de cet immobilisme. Les résultats sont connus : la dette publique nipponne approche 250 % du PIB, l'archipel en a repris pour une seconde décennie de stagnation économique.

### Purger le système de la pourriture

« *Résoudre des problèmes de dette avec de la dette* » : c'est ainsi que Nassim Nicholas Taleb, l'auteur du célèbre *Cygne noir* (**lire ici**) décrit la politique économique « horrible » de l'administration Obama, dénonçant un gouvernement américain sous influence des lobbies, celui des banques tout spécialement. Au prix d'une envolée sans précédent du déficit budgétaire et de la dette publique et d'un usage frénétique de la planche à billets par la Réserve fédérale, la stratégie américaine s'est résumée à sauver la peau des banquiers. Pour eux, tout va bien, merci. Rien ne l'illustre mieux que le dossier des saisies immobilières (rigoureusement documenté par **Pro Publica**). La politique des banques, principales responsables de la crise des « subprimes », a abouti à « *éviter le désendettement* » des ménages en aggravant – c'est un comble compte tenu du soutien financier reçu – la dépression immobilière, jetant des centaines

de milliers de ménages à la rue et plaçant des millions d'autres « *la tête sous l'eau* » (quand la dette hypothécaire devient supérieure à la valeur du bien). Comme le dit Taleb, faire payer les pauvres pour aider les riches.

Même constat en Europe, sans les excès que permet la situation encore dominante du dollar. La crise de la dette souveraine des pays européens, et pas seulement dans la périphérie de la zone euro, est à l'évidence avant tout le résultat d'un transfert massif de la dette bancaire, domestique et étrangère, sur le « compte » du contribuable. Grèce, Irlande, Espagne, Portugal, Chypre. Mais aussi Italie (Monte dei Paschi di Siena), Belgique et France (Dexia), Royaume Uni (Northern Rock, RBS, Lloyds TSB...), et même la « vertueuse » Allemagne. Avec d'innombrables dégâts collatéraux, à commencer par « l'austérité fiscale » (avant tout pour les ménages et les entreprises non-financières).

Tout cela au nom du rétablissement du « crédit » (effort voué à l'échec, au demeurant) dont l'étude des économistes de la BRI suggère qu'il est sans incidence sur l'ampleur et la rapidité du rebond économique après une crise financière consécutive à l'éclatement d'une bulle spéculative.

Aurait-on pu faire autrement ? Dans les propres termes du président américain Herbert Hoover, que l'on cite rarement complètement, la solution alternative avait été définie en 1929 par son secrétaire au Trésor, le banquier Andrew Mellon : « *M. Mellon n'avait qu'une seule formule : "liquider le travail, liquider les actions, liquider les fermes, liquider l'immobilier". Il était convaincu que quand les gens souffrent d'un délire inflationniste, la seule manière de le purger est de le laisser s'effondrer. Il pensait que même une panique n'était pas une mauvaise chose en soi. Elle purgera le système de la pourriture. Les coûts et les styles de vie extravagants s'effondreront. Les gens travailleront plus dur, vivront une vie plus morale. Les valeurs s'ajusteront et les gens entreprenants arracheront les débris à ceux qui sont moins compétents.* »

Discours caricatural, et **abondamment caricaturé**, hors d'un contexte historique qui ignorait l'État providence à venir. D'autant plus quand on continue à propager la fable d'une « reprise » fabriquée par le New Deal de Roosevelt (**lire ici**). Il ne s'agirait plus aujourd'hui de « liquider » les fermes (en Europe, la politique agricole commune s'en est chargée de longue date). Quant au « travail », les montants considérables mobilisés pour sauver les banques auraient été mieux employés à renforcer directement le filet de protection sociale, à restructurer les dettes privées (par la contribution, notamment, des porteurs d'obligations bancaires), à cantonner et liquider (en effet) les actifs pourris, afin de permettre à la destruction créative schumpetérienne de faire son œuvre, y compris dans la sphère financière.

Six ans plus tard (la crise éclate en août 2007), la pourriture prospère toujours au cœur du système. La formidable manipulation des prix des actifs par les banques centrales a créé de nouvelles bulles spéculatives, en particulier sur les obligations d'État et les actions (le Dow Jones à 15 000 points). Mais la création de crédit est toujours en panne (**comme le reconnaît Benoît Coeuré**, membre du directoire de la BCE). Et les finances publiques, déjà mal en point avant la crise, sont sinistrées. Résultats d'une politique consistant à injecter une quantité massive de liquidité dans un réseau aux canalisations percées et victime de détournements massifs. Mais l'argent n'a pas été perdu pour tout le monde...

**Directeur de la publication** : Edwy Plenel

**Directeur éditorial** : François Bonnet

**Le journal MEDIAPART est édité par la Société Editrice de Mediapart (SAS).**

Durée de la société : quatre-vingt-dix-neuf ans à compter du 24 octobre 2007.

Capital social : 32 137,60€.

Immatriculée sous le numéro 500 631 932 RCS PARIS. Numéro de Commission paritaire des publications et agences de presse : 1214Y90071.

Conseil d'administration : François Bonnet, Michel Broué, Gérard Cicurel, Laurent Mauduit, Edwy Plenel (Président), Marie-Hélène Smiéjan, Thierry Wilhelm. Actionnaires directs et indirects : Godefroy Beauvallet, François Bonnet, Gérard Desportes, Laurent Mauduit, Edwy Plenel, Marie-Hélène Smiéjan ; Laurent Chemla, F. Vitrani ; Société Ecofinance, Société Doxa, Société des Amis de Mediapart.

Rédaction et administration : 8 passage Brulon 75012 Paris

**Courriel** : contact@mediapart.fr

**Téléphone** : + 33 (0) 1 44 68 99 08

**Télécopie** : + 33 (0) 1 44 68 01 90

**Propriétaire, éditeur, imprimeur et prestataire des services proposés** : la Société Editrice de Mediapart, Société par actions simplifiée au capital de 32 137,60€, immatriculée sous le numéro 500 631 932 RCS PARIS, dont le siège social est situé au 8 passage Brulon, 75012 Paris.

Abonnement : pour toute information, question ou conseil, le service abonné de Mediapart peut être contacté par courriel à l'adresse : serviceabonnement@mediapart.fr. Vous pouvez également adresser vos courriers à Société Editrice de Mediapart, 8 passage Brulon, 75012 Paris.