

Le plan Paulson n'est pas une bonne solution à la crise

Les mesures prises par le secrétaire américain au Trésor vont durement pénaliser les ménages et fournir une bouée de sauvetage aux investisseurs les plus irresponsables

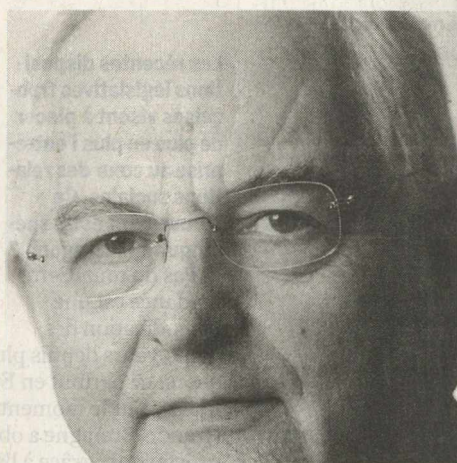
Les situations désespérées exigent des mesures désespérées. N'oublions pas pour autant que des décisions hâtives pourraient façonner le système financier pour une génération. La célérité est essentielle, mais mettre en place un nouveau régime convenable ne l'est pas moins.

La crise a depuis longtemps franchi le stade où les gouvernements pouvaient laisser le secteur privé se sortir seul d'affaire, avec un petit coup de pouce des banques centrales. Aux États-Unis, le sauvetage de la banque d'affaires Bear Stearns a été le moment où cette option s'est volatilisée. Mais les événements des trois dernières semaines – le sauvetage de Fannie Mae et de Freddie Mac, la faillite de Lehman Brothers, la vente de Merrill Lynch, le sauvetage d'AIG, la quête de sécurité sur les marchés et la décision de Morgan Stanley et de Goldman Sachs de devenir des holdings bancaires régulés – ont rendu inévitable une solution d'ensemble. L'opinion publique américaine attend des actes. La question est de savoir si ces actes seront adéquats. Pour y répondre, nous devons nous mettre d'accord sur le type de défi auquel est confronté le système financier américain et sur les critères permettant de juger de la façon dont ce défi doit être relevé.

Quelle est la nature du défi ? La réponse donnée par Henry Paulson, le secrétaire américain au Trésor, à l'occasion de l'annonce de son plan de sauvetage est qu'« aujourd'hui la faiblesse sous-jacente de notre système financier, ce sont les actifs hypothécaires illiquides [dont on n'arrive pas à fixer le prix, NDLR] qui ont perdu de leur valeur à mesure que se développait la correction du marché immobilier. Ces actifs illiquides étouffent les flux de crédits qui sont d'une importance vitale pour notre économie ». C'est donc l'illiquidité, et non l'insolvabilité, qui est le principal défi. En créant un marché pour les actifs toxiques, M. Paulson espère enrayer la spirale de la chute des prix et des banqueroutes.

Nous devrions adopter un point de vue plus large sur les événements. Le montant cumulé de la dette américaine est passé de 163 % du produit intérieur brut (PIB) en 1980 à 346 % du PIB en 2007. Deux secteurs sont responsables à eux seuls de cette hausse : les ménages, dont l'endettement est passé de 50 % du PIB en 1980 à 71 % en 2000 et à 100 % en 2007 ; et le secteur financier, dont l'endettement est passé de 21 % du PIB en 1980 à 83 % en 2000 et à 116 % en 2007. Les bilans du secteur financier ont explosé, tout comme sa rentabilité affichée.

Comme le passif net américain par rapport au reste du monde n'était que de 17 % du PIB, fin 2007, la quasi-totalité de cette dette est, virtuellement, l'actif d'une autre entité et devrait s'annuler. Mais lorsque le montant de la dette est énorme et la situation économique difficile, il y a de fortes chances de voir un grand nombre d'entités faire faillite. Et lorsque les gens redoutent une insolvabilité générale, les prêteurs cessent de prêter et les endettés cessent de dépenser. Ce qui peut entraîner la « *debt deflation* » décrite par l'économiste américain Irving Fisher en 1933 et vécue par le Japon dans les années 1990. Vu la récente explosion du niveau d'endettement, il est peu probable que le défi réside dans une mauvaise évaluation des seules



L'ÉCLAIRAGE
DE MARTIN WOLF

titrisations des crédits hypothécaires toxiques. Beaucoup d'individus et d'institutions ont procédé à des paris à effet de levier qui ont, depuis, mal tourné. Leur dette ne peut être remboursée. Les créanciers réagissent en conséquence.

Tournons-nous à présent vers les critères permettant de juger de l'intervention. Tout d'abord, celle-ci devrait traiter du risque systé-

« Oui, il y a peut-être une place pour une intervention du marché à l'égard des titres toxiques. Mais c'est une façon coûteuse et inefficace de faire face au principal défi actuel »

mique. Deuxièmement, elle devrait limiter les dégâts aux mécanismes incitatifs. Troisièmement, elle devrait être réalisée à un coût et à un risque minimum pour les contribuables. Enfin, et ce n'est pas le moindre aspect, elle ne devrait pas être contraire aux principes de justice sociale. Le problème fondamental avec le plan Paulson tel qu'il est proposé est qu'il n'est ni nécessaire ni efficace. Il n'est pas nécessaire puisque la Réserve fédérale est capable de gérer l'illiquidité au travers de ses nombreuses opérations de prêt de dernier recours. Il n'est pas efficace puisqu'il ne peut faire face à l'insolvabilité qu'en achetant des actifs pourris à un prix bien supérieur à leur valeur réelle, ce qui entraînera de fortes pertes pour les contribuables et fournira une bouée de sauvetage inespérée aux investisseurs les plus irresponsables.

De surcroît, ces actifs sont illiquides précisément parce qu'ils sont extrêmement difficiles à évaluer. Même s'il s'efforce de l'éviter, le gouvernement risque de remplir ses coffres de quantités énormes de créances douteuses surévaluées. Les pouvoirs discrétionnaires accordés au Tré-

sor sont tout aussi inacceptables. Un tel fonds devrait être géré professionnellement, sous contrôle indépendant. Enfin, si le gouvernement américain entend venir au secours des investisseurs incompétents, il devrait également apporter une aide plus substantielle aux emprunteurs pauvres et souvent mal informés. Mais par-dessus tout, le plan de gestion de la crise doit être capable de remédier de manière aussi ciblée que possible à la décapitalisation qui menace le système financier. Un débat passionnant sur la façon dont il conviendrait de procéder se déroule actuellement dans le cadre du Forum des économistes sur le site du *Financial Times* (FT.com). Aux diverses contributions, dont le commentaire de Dominique Strauss-Kahn, directeur général du Fonds monétaire international, j'aimerais ajouter celle de Luigi Zingales, professeur à l'école supérieure de commerce de l'université de Chicago (« *Why Paulson is wrong* », www.chicagogsb.edu/igm/).

Le moyen le plus simple de recapitaliser les institutions financières est de les obliger à émettre des actions et à cesser de payer les dividendes. Si cela ne devait pas fonctionner, on pourrait recourir à la conversion forcée des dettes en actions. L'intérêt des échanges dettes contre actions serait qu'ils occasionneraient des pertes pour les créanciers, lesquelles sont essentielles pour la santé à long terme de n'importe quel système financier. L'avantage de tels plans est qu'ils ne coûteraient pas un sou d'argent public. Leur inconvénient résiderait dans leur effet perturbateur et leur extrême impopularité : il faudrait procéder à l'évaluation des institutions bancaires et, par conséquent, les entités sous-capitalisées seraient contraintes de renforcer leurs fonds propres.

Si, comme il est probable, un plan aussi douloureux pour le secteur financier se voyait d'emblée rejeté, la meilleure alternative serait alors que le gouvernement injecte des actions préférentielles dans les institutions décapitalisées, selon les conditions définies par Charles Calomiris, de l'université Columbia. Cela équivaldrait à un sauvetage, mais un sauvetage qui contraindrait le comportement des bénéficiaires, notamment en ce qui concerne le paiement des dividendes. Ce qui serait grandement préférable au versement de bénéfices à des gens qui ne le méritent pas via l'achat massif de « papier toxique » surévalué.

Quelle est donc ma conclusion ? Oui, il y a peut-être une place pour une intervention du marché à l'égard des titres toxiques. Mais c'est une façon coûteuse et inefficace de faire face au principal défi actuel. Ce dont nous avons encore plus besoin, c'est d'un moyen clair et efficace de désendetter et de recapitaliser le secteur financier, l'idéal étant de le faire sans toucher aux fonds des contribuables. Si ces fonds doivent être utilisés, ils doivent également être injectés d'une manière aussi ciblée et contrôlée que possible. Une action d'ensemble est essentielle, comme en a décidé M. Paulson. Mais laissons les États-Unis prendre le temps de définir une façon d'agir satisfaisante. ■

Cette chronique de Martin Wolf, éditorialiste économique, est publiée en partenariat exclusif avec le *Financial Times*. © FT. Traduit de l'anglais par Gilles Berton.

LIVRES Courte vue

Dérégulation, avidité, spéculation, bulles...
une analyse des dérapages du capitalisme

Les soubresauts de la planète finance ne surprennent pas, Marie-Paule Virard, l'ancienne rédactrice en chef du magazine *Enjeux-Les Echos* : elle avait déjà lancé un cri d'alarme en 2005, avec Patrick Artus, directeur de la recherche économique de Natixis : « *Le capitalisme est en train de s'autodétruire* » (La Découverte). Son nouveau livre donne, dans un style accessible, une remarquable description analytique de la crise financière et de ses ressorts. L'auteur rappelle entre autres que la plupart des grandes crises bancaires ont été précédées de mouvements de libéralisation du secteur financier. Dans ce monde moins contrôlé, la dictature de la création de valeur à court terme, qui s'est instaurée depuis les années 1990, a déréglé le capitalisme.

Les exigences de rendement financier des investisseurs, comme le « retour sur fonds propres » (*return on equity, ROE*) d'au moins 15 % requis par les actionnaires, sont difficilement tenables, dans le cas de stratégies économiques et industrielles classiques. De 2000 à 2007, les entreprises du CAC 40 ont pourtant semblé y parvenir : leurs profits ont presque doublé, et leurs dividendes ont progressé de 255 %. Elles ont aussi multiplié les rachats de leurs propres actions pour soutenir leurs cours de Bourse et réduire leurs fonds propres – en annulant ces titres –, améliorant artificiellement ce fameux ROE. Mais, en même temps, leurs investissements reculaient de 23 % et leur endettement – favorisé par de faibles taux d'intérêt – progressait de 55 %.

Explosion des stock-options des grands patrons ; partage de

juteuses plus-values entre des dirigeants et des financiers associés dans des opérations de rachat d'entreprise par endettement (*leveraged buy out, LBO*) : l'« élite » managériale a été fortement intéressée aux dérives du capitalisme financier et récompensée de cette fuite en avant. Outre-Atlantique, les 1 % les plus aisés ont capté 23 % du revenu national en 2006, soit quasiment un retour à l'avant-crise de 1929 (24 % en 1928), contre 8 % dans les années 1970...

Avec tous ses excès, à l'instar de la spéculation incontrôlée sur les produits agricoles, le capitalisme financier modèle donc une société de plus en plus inégalitaire et instable. Pourtant, renoncer

LA FINANCE MÈNE-T-ELLE LE MONDE ?

Marie-Paule Virard

Larousse, coll. « A dire vrai », 125 p., 9,90 €

à ce système serait « *se condamner tout de suite à produire moins de richesses et à voir celles-ci encore plus mal réparties* », dit l'auteur. Au-delà des réflexions sur une régulation accrue qui corrige davantage les excès passés qu'elle ne prévoit les prochains, Marie-Paule Virard appelle à plus de coopération pour corriger les déséquilibres financiers internationaux. Et à « *réhabiliter l'esprit de responsabilité contre cette "avidité" sans limites que dénonçait déjà Max Weber. Au niveau des nations comme des individus. C'est dire si la bataille n'est pas gagnée d'avance. Raison de plus pour l'engager sans attendre. Soyons réalistes : espérons l'impossible* ». Vaste programme. ■

ADRIEN DE TRICORNOT

PARUTION

UNE HISTOIRE DE L'HUMANITAIRE

par Philippe Ryfman

Spécialiste des organisations non gouvernementales (ONG), avocat et professeur à l'université Paris-I, Philippe Ryfman remonte aux origines des idées philanthropiques et montre leur mise en œuvre à travers l'histoire. Il dresse, de plus, différents portraits de personnalités engagées, de l'infirmerie britannique Florence Nightingale (1820-1910) à l'écrivain et médecin français Jean-Christophe Rufin, devenu ambassadeur de France à Dakar.

Cette connaissance éclaire le débat actuel sur le rôle des ONG. Les nouvelles formes de conflits, les changements environnementaux, l'insécurité et les difficultés d'accès forcent les acteurs humanitaires à « *constamment évoluer* ». Les exigences de gouvernance, de transparence, de qualité ou de « *planétarisation* » s'imposent de plus en plus, et le secteur doit surmonter des obstacles comme « *la tentation d'une sorte de populisme humanitaire* », illustré par l'épisode de L'Arche de Zoé. (La Découverte, coll. « Repères », 122 p., 8,50 €.) A. DE T.