

# Va-t-on réussir ?



Carte blanche  
Jean Pisani-Ferry

**D**ix jours après le lancement des plans de sauvetage des systèmes financiers, les marchés du crédit sont loin d'être retournés à la normale. Le taux auquel les banques se prêtent les unes aux autres a certes un peu baissé, mais la crainte de manquer de liquidités est telle qu'un prêt à quelques semaines coûte nettement plus cher qu'un prêt à quelques jours et, surtout, le volume des crédits interbancaires reste très faible. Parmi ces acteurs qui, jusqu'à l'été 2007, se faisaient mutuellement crédit sans même y penser, la confiance n'est visiblement pas encore revenue. Quant à émettre des emprunts à plus long terme, il n'en est pas question encore, à moins d'une garantie publique.

Le remède conçu par les gouvernements et les banques centrales est pourtant singulièrement vigoureux. Rom-

pant avec l'attentisme antérieur, ceux-ci ont décidé de s'attaquer simultanément aux trois problèmes qui paralysaient les systèmes financiers : les doutes sur la solvabilité des banques (par l'injection de capital public), la course à la liquidité (par la fourniture de monnaie par la banque centrale, à taux fixe et sans trop d'exigences sur les contreparties) et la crise de confiance (par la garantie des dépôts et des emprunts émis par les banques en contrepartie de crédits à l'économie). Autant que les montants sans précédent alloués à cette action, son caractère coordonné et systématique indique bien qu'il fallait bousculer les tabous pour enrayer la thrombose financière et éviter la dépression économique.

Le diable, cependant, se niche dans les détails, et ceux-ci diffèrent d'un pays à l'autre. Après avoir longtemps répugné à s'engager dans le « socialisme financier », le gouvernement américain a emboîté le pas aux Européens avec le

zèle des convertis. Dès le 14 octobre, il annonçait que l'Etat fédéral allait devenir actionnaire de neuf grandes banques et combien il apporterait à chacune. En Europe, l'exécution se fait pays par pays, et elle est plus hésitante. Or tant qu'on ne sait pas exactement quelles banques vont être recapitalisées, chacune prétend qu'elle se porte au mieux, et que seules, sans doute, ses concurrentes ont besoin d'être aidées.

Comme les gouvernements n'ont, en plus, pas résisté à la tentation – compréhensible – de faire la morale aux banquiers, en soumettant l'apport de capital à des conditions sur le comportement de crédit, la rémunération des dirigeants ou les dividendes versés aux actionnaires, les candidats à la recapitalisation ne sont pas légion. Même au Royaume-Uni, où Gordon Brown a désigné des volontaires, certaines banques ont rejeté l'offre. La leçon des crises passées, notamment au Japon, est pourtant claire : en ce genre de circonstances, la logique de l'honneur et celle de la morale doivent céder le pas à celle de la survie.

La course de vitesse est en effet engagée : le stress financier nous précipite dans la récession parce que chaque jour qui passe, les ménages deviennent plus prudents tandis que les entreprises rognent leurs projets d'investissement et affutent leurs plans de licenciement ; symétriquement, les sinistres financiers ont toute chance de se multiplier avec la récession et d'accroître la méfiance des prêteurs. L'interaction entre stress finan-

cier et récession est toujours et partout funeste.

Plus fondamentalement, la crise signe, pour plusieurs années, la fin de l'économie d'endettement. Même si le crédit est rapidement dégelé, et si de nouvelles baisses de taux viennent en réduire le prix, la violence du stress restera dans les mémoires et marquera les comportements. Cela s'applique aux entreprises et aux institutions financières elles-mêmes : beaucoup de celles dont la rentabilité reposait sur un endettement massif ont déjà disparu, les autres vont devoir se restructurer, accroître leur capital et réduire leur dette. Cela s'applique aussi aux ménages américains, dont l'appétit de consommation n'avait jamais fait défaut : pour quelque temps au moins, ils ne peuvent plus espérer s'enrichir sans épargner.

Cela s'applique enfin à nombre de pays émergents, qui finançaient sans peine des déficits extérieurs de 5 % à 10 % du PIB (voire de 20 % en Letto-

nie) : ils voient les capitaux les quitter et sont revenus frapper à la porte du FMI.

Par-delà la crise financière elle-même, il apparaît ainsi que le temps des cigales est fini, que le désendettement est en marche et qu'il prendra des années. La question est de savoir qui va pouvoir remplacer tous ces consommateurs manquant à l'appel. Il faut espérer qu'en Chine ou chez les producteurs de pétrole, la demande intérieure va prendre le relais d'une demande extérieure défaillante. Mais cela ne suffira pas à maintenir la demande mondiale à un niveau suffisant.

Cela pose la question de la politique budgétaire. Keynes nous a appris qu'il revient à l'Etat de s'endetter quand plus personne, dans l'économie privée, ne veut le faire. Cette perspective suscite évidemment beaucoup de réticences, ne serait-ce que parce que de nombreux Etats se sont endettés lorsqu'ils auraient dû épargner. Cependant les erreurs du passé ne justifient pas d'en faire de nouvelles.

Il serait malvenu, dix jours seulement après le plan de sauvetage financier, d'annoncer un plan de relance budgétaire. Il faut encore espérer qu'on pourra s'en passer. Mais il est temps d'y réfléchir, vite et, là aussi, sans tabous. ■

Jean Pisani-Ferry est économiste et directeur de Bruegel, centre de recherche et de débat sur les politiques économiques en Europe.  
Courriel : chronique@pisani-ferry.net

«  
Plus fondamentalement,  
la crise signe,  
pour plusieurs années,  
la fin de l'économie  
d'endettement  
»