

Une bulle peut en cacher une autre



Carte blanche

Nicolas Baverez

La crise est née de la formation puis de l'éclatement d'une bulle du crédit, au point de rencontrer de la politique monétaire exagérément accommodante conduite par la Fed et du dynamisme d'une innovation financière affranchie des réglementations existantes. Le moindre des paradoxes n'est pas que cette bulle trouve son origine dans les antidotes mis en œuvre pour répondre au krach des marchés d'actions liées aux nouvelles technologies : baisse des taux d'intérêt pour casser la dynamique déflationniste créée par les attentats du 11-Septembre et le krach boursier de 2001 ; réglage macroéconomique par la seule politique monétaire considérée comme l'arme fatale contre l'inflation ; normes comptables IFRS fondées sur le principe de la *Fair Mar-*

ket Value pour contrer les dérives mises en lumière par le scandale Enron ; extension de la notation censée sécuriser les opérations de titrisation. En dépit des multiples preuves d'une inflation incontrôlée des actifs, la bulle de la nouvelle économie a engendré la constitution d'une méga-bulle du crédit. Il faut aujourd'hui prendre garde à ce que l'éclatement de celle-ci ne se traduise par la formation d'une hyper-bulle autour des banques centrales et des dettes publiques. Celle-ci priverait le capitalisme mondialisé de toute capacité de réassurance face à de nouveaux chocs, dès lors que la puissance publique ne disposerait plus ni de la légitimité ni de la capacité de stabiliser les marchés et de ramener la confiance.

Face à l'effondrement simultané du crédit, de l'immobilier et des marchés financiers, face à la violente déflation par la dette

qui peut transformer la récession en dépression mondiale, il n'est d'autre recours que l'intervention massive des Etats et des banques centrales. Aux premiers de recapitaliser les banques et de garantir leur bilan, de soutenir l'activité et l'emploi, de secourir les plus défavorisés et les moins qualifiés. Aux seconds, de diminuer fortement les taux d'intérêt, d'assurer la liquidité et d'assouplir les conditions de refinancement des banques. Ainsi quelque 1 800 milliards d'euros et 4 400 milliards de dollars ont été mobilisés en Europe et aux Etats-Unis pour soutenir banques et assurances. Dans le même temps, les banques centrales se sont ralliées à des politiques monétaires très souples. Les taux directeurs mondiaux ont été abaissés de 4,6 % à moins de 3 % depuis l'été 2007, à l'image de la Fed qui les a ramenés de 5,25 % à 1 %. La Fed comme la BCE se sont substituées au marché interbancaire en augmentant massivement leurs apports de liquidités et en acceptant de refinancer du papier commercial, voire des actifs dits toxiques.

D'un côté, les déficits et les dettes publics des pays développés explosent : déficit de 1 000 milliards de dollars et dette de 72,5 % du PIB en 2009 pour les Etats-Unis ; déficit de 4 % à 5 % du PIB et dette de plus de 70 % du PIB pour la France ; remontée de la dette de 40 % à 50 % du PIB au Royaume-Uni et en Espagne.

De l'autre, les bilans de la Fed et de la BCE connaissent une extension démesurée et une dégradation de leur qualité. La Fed a ainsi plus que doublé la taille de son bilan grâce à des financements spéciaux du Tré-

sor ; dans le même temps, elle a divisé de moitié ses encours de titres publics et multiplié par plus de quinze ses autres engagements, c'est-à-dire la prise de papier commercial et de créances douteuses.

Après le mythe de l'autorégulation des marchés, une nouvelle grande illusion prospère, fondée sur l'affirmation, fautive, selon laquelle un Etat développé ou une banque centrale ne peuvent pas faire faillite. A l'utopie selon laquelle la division à l'infini des risques, en réduisant leur portée, autorisait la croissance perpétuelle de l'endettement des ménages succède la croyance tout aussi erronée qu'il n'est pas de limite à la dette publique. L'espoir est entretenu d'une sortie de crise relativement rapide et indolore.

La démultiplication des dettes publiques et la transformation des banques centrales en banques de marché, voire en structures de défaisance, ne sont nullement la solution à la crise actuelle, mais



Après le mythe de l'autorégulation, une nouvelle grande illusion prospère : un Etat développé ou une banque centrale ne peuvent pas faire faillite

l'assurance de créer une nouvelle et ultime bulle spéculative face à laquelle il n'existera plus de recours. Déjà les premiers signaux d'alerte s'allument.

Il est vital de ne pas rééditer les erreurs commises après 2001 en laissant engorger autour des dettes publiques et des banques centrales la mère de toutes les bulles. Cela implique, au-delà des mesures d'urgence pour relancer le marché interbancaire et contenir la récession, une conscience des priorités de moyen terme qui devront présider à la sortie de crise. Désendettement accéléré des Etats pour leur permettre de retrouver des marges de manœuvre face aux chocs, ce qui implique des hausses d'impôts, notamment aux Etats-Unis. Rupture avec le monopole de la politique monétaire dans le pilotage macroéconomique. Restauration de la fonction de prêteur de dernier ressort et du bilan des banques centrales avec la reprise des risques commerciaux par les marchés. Augmentation des taux d'intérêt pour éviter les excès du crédit facile. Encouragement de l'épargne et de l'investissement pour favoriser les gains de productivité. Le prix à acquitter pour la démesure et la folle exubérance des marchés est exorbitant ; il est hors de question de le redoubler par l'inconséquence des autorités publiques. A moyen terme, l'impératif du retour au réel, donc du désendettement, vaut pour les Etats autant que pour les ménages et les entreprises des pays développés. ■

Nicolas Baverez est économiste et historien

