Portes fermées, danger

▶▶▶ Suite de la chronique de Jean Pisani-Ferry

Le troisième exemple porte sur les aides aux entreprises. Le plan automobile français a été assorti d'engagements de maintien de l'emploi, alors même qu'il y a production à baisse de 40 % depuis un an. Comment un constructeur peut-il maintenir ses effectifs quand la demande s'effondre, sinon en supprimant des emplois au détriment d'autres sites de production ? Les Tchèques et les Slovaques ne s'y sont pas trompés, qui ont immédiatement protesté.

Mais pourquoi les gouvernements prennent-ils le risque d'agraver la crise ? Au moins sait-on que par aveuglement ou malice c'est sans doute parce qu'ils sont comptables devant leurs citoyens de l'usage de l'argent public. Or dans un espace politique qui reste national, ces derniers sont en droit de demander que le produit de leurs impôts soit consacré à alléger leurs problèmes plutôt que ceux de leurs voisins. Il en irait différemment s'il a démocratie était supranationale. Mais tant que ce n'est pas le cas (et la perspective ne se rapproche pas), il y a objectivement contradiction entre les principes de la politique démocratique et l'efficacité collective face à la crise.

Il y a trois ans, Manfred Wennemer, PDG du fabricant de pneus Continental, justifiait la suppression d'emplois à Hanovre en expliquant qu'il avait des devoirs à l'égard de l'ensemble de ses salariés dans le monde. Aucun dirigeant d'entreprise bénéficiant d'une aide publique ne pourrait s'exprimer ainsi aujourd'hui. Quelles que soient les intentions, l'intervention économique de l'Etat-nation aliène les compromis des multinationales.

Dans ces conditions, les Etats doivent, ensemble, faire le partage entre les mesures temporairement admissibles, et celles qui doivent être absolument évitées. Ce pourrait être l'objet-objectif du prochain G20, en avril à Londres. ■

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

L'éclairage Il faut se rendre à l'évidence, trop d'établissements financiers américains sont insolvables. Une seule solution : la recapitalisation

Le nouveau plan Obama ne sauvera pas les banques

Par Martin Wolf

Depuis le début de la crise, deux points de vue opposés s'affrontent sur la source du malaise : soit le système financier. Selon le premier, il s'agit essentiellement d'un effet de panique. D'après le second, il s'agirait d'un problème d'insolvabilité.

Selon le premier de ces points de vue, les prix des « actifs toxiques » sont descendus en dessous de leur valeur à long terme et dans certains cas sont désormais impossibles à vendre. La solution, avancée par beaucoup, serait que le gouvernement crée un marché et rachète ces actifs, ou bien garantisse les banques contre d'éventuelles pertes. C'est le raisonnement qui avait présidé à la mise en œuvre, aux Etats-Unis, du programme Troubled Asset Relief Program (TARP) par Henry Hank Paulson, le précédent secrétaire au Trésor.

Selon le second point de vue, un nombre assez important d'établissements financiers seraient insolvables : leurs actifs vaudraient moins que leurs dettes. Le Fonds monétaire international (FMI) estime que les pertes potentielles sur les seuls actifs de crédits américains s'élèvent désormais à 3 200 milliards de dollars (1 713 milliards d'euros). Un chiffre qui recoupe presque exactement les dernières estimations de Goldman Sachs. Nouriel Roubini, professeur à la Stern School of New York University, a même récemment déclaré au *Financial Times* que d'après lui, les pertes enregistrées sur les actifs américains atteindraient 3 600 milliards de dollars. Heureusement pour les Etats-Unis, la moitié de ces pertes se produiront à l'étranger. Mais le reste du monde n'posera inévitablement, à mesure que l'économie mondiale implosera, les énormes pertes enregistrées à l'étranger – sur les dettes souveraines immobilières et industrielles – affecteront en retour les établissements américains, entraînant des conséquences désastreuses.

Des décideurs rationnels devraient élaborer des solutions en s'attendant au pire

Personnellement, je suis convaincu que c'est ce second point de vue qui est correct et se vérifiera de plus en plus avec la détérioration croissante de l'économie mondiale.

Mais le fond du problème n'est pas là. La question est de savoir si, face à de telles incertitudes, il est légitime de fonder sa politique sur l'espoir de voir les choses s'arranger. La réponse est clairement non : des décideurs rationnels devraient élaborer des solutions en s'attendant au pire. S'il s'avérait qu'ils ont péché par excès de pessimisme, le résultat serait simplement un système financier surcapitalisé. Mais si le choix de l'optimisme devait se révéler erroné, on se retrouverait avec des banques zombies et un gouvernement discrédité. Il n'y a certainement pas de quoi hésiter longtemps devant un tel choix.

Le dernier plan de sauvetage proposé le 10 février par le secrétaire au Trésor, Tim Geithner, serait pertinent s'il ne s'agissait qu'illiquidité était le principal problème. Offrir des garanties et racheter une partie des actifs toxiques tout en limitant les injections de capitaux aux moins de 350 milliards de dollars restant disponibles dans le TARP, ne suffirait pas à résoudre le problème d'insolvabilité. Identifié par certains observateurs avertis. En réalité, tout programme de garantie ou de rachat d'actifs toxiques est une façon inefficace, inutile et injuste de sauver des établissements financiers insuffisamment capitalisés : inefficace, car pour rétablir la solvabilité des banques, le gouvernement devra acheter de grandes quantités d'actifs douteux à des prix excessifs ou offrir des garanties excessivement généreuses ; inutile, parce que de grosses injections de capitaux ou des échanges massifs de dettes contre actions constituent de meilleurs moyens pour recapitaliser les banques ; injuste, enfin, parce que cela signifie que d'énormes subventions seront versées à des établissements qui ont failli et à des particuliers qui ont acquis des actifs pourris.

Pourquoi donc l'administration américaine s'engage-t-elle dans ce qui apparaît comme une mauvaise voie ? Peut-être espère-t-elle que les choses tourneront bien. Mais il semble surtout que, en réalité, elle ne se soit pas demandé ce qu'il fallait faire pour avoir la certitude de réussir. Elle s'est demandé, au contraire, ce qu'elle pouvait faire de mieux en tenant compte de trois contraintes arbitraires qu'elle s'est imposées à elle-même : pas de nationalisation ; pas de pertes pour les actionnaires ; et plus un dollar de la part du Congrès. Mais pourquoi une nouvelle administration, confrontée à une crise si grave, ne tente-t-elle pas de changer les termes du débat ? Cette timidité est déprimante.

Etant donné qu'il est impossible, aujourd'hui, de lever de grandes quantités de capitaux privés, on doit donc procéder à une recapitalisation selon l'une des deux méthodes indiquées plus haut. Toutes deux ont leurs inconvénients : une recapitalisation publique est un sauvetage de créanciers et implique donc un contrôle gouvernemental temporaire ; des échanges dettes contre actions auraient un impact négatif sur les marchés des obligations, les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Mais un choix s'impose.

S.M. Geithner ou Lawrence Summers, responsable du conseil économique national, s'adressaient aux Etats-Unis comme à un pays étranger, c'est ce qu'ils leur diraient, et sans ménagement. Dominique Strauss-Kahn, le directeur du FMI, a dit la même chose au début du mois de février en Malaisie, mais en y mettant les formes.

Le conseil le plus avisé reste celui que les Etats-Unis donnaient aux Japonais et à d'autres dans les années 1990 : admettre la réalité, restructurer vos banques et, surtout, liquider immédiatement les établissements zombies. C'est une question importante mais secondaire de savoir si la bonne réponse consiste à créer de nouvelles « bonnes banques » en laissant périr les anciennes banques faillies, comme le recommande mon collègue William Buiter (*London School of Economics*), ou de nouvelles « mauvaises banques » en laissant survivre les vieilles banques nettoyées. Pour ma part, je serais plutôt favorable à la première solution car la culture des vieilles banques me paraît trop toxique.

En posant la mauvaise question, M. Obama prend un pari extrêmement risqué. Il aurait dû décider de nettoyer ces ecuries d'Augias que sont les banques. Il devrait revoir sa copie – s'il n'est pas déjà trop tard. ■

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

Le livre
A contre-courant

Krach, boom... et demain ? Pour enfin comprendre la crise et l'économie mondiale
Marc Touati
Dunod, 216 pages, 17 €

Ils ont été aveugles sur l'ampleur non puis l'explosion de la bulle immobilière américaine, l'ampleur de la crise bancaire qui en a découlé, comme sur la nature spéculative et irrationnelle de la flambée des cours des matières premières ou de l'euro à l'été 2008. Aujourd'hui, l'opinion dominante chez les économistes est d'un pessimisme noir quant aux risques de dépression et de déflation, notamment aux Etats-Unis. L'intérêt de l'ouvrage de Marc Touati – un économiste qui n'a pas sa langue dans sa poche et s'en dans un langage compréhensible par tous – est précisément de ne pas céder au consensus et de ne pas suivre les opinions des marchés à court terme.

Ayant mis en garde de longue date contre l'aspiration d'une bulle immobilière en France, ayant jugé cet été les niveaux du pétrole et de l'euro beaucoup trop élevés et spéculatifs, Marc Touati mérite d'être lu. Bonne nouvelle, selon lui, « *l'On le Sam devrait progressivement retrouver le chemin d'une croissance soutenue à partir du printemps 2009* », évitant une récession durable grâce à la baisse des prix du pétrole et des taux d'intérêt et grâce aux plans de sauvetage de l'économie – notamment les investissements prévus par Barack Obama dans les nouvelles technologies de l'énergie.

La mauvaise nouvelle, c'est que la zone euro risque, elle, de s'enlisser dans la crise. Elle devrait « *rester sur la voie de l'atonie au moins jusqu'à l'automne prochain* ». Comme lors des chutes d'activité de 1995 et 2002, le Vieux Continent pointerait à apercevoir le bout du tunnel. En investissant davantage dans la recherche et le développement, en sachant mener des relances budgétaires massives mais aussi revenir à l'excédent budgétaire grâce au retour de la croissance, l'économie américaine ferait une fois de plus la différence.

D'autant qu'elle bénéficie, soulignons M. Touati d'un atout de taille : la Réserve fédérale américaine (Fed) a réagi très vite et très fort face à la crise, tandis que la Banque centrale européenne a encore augmenté ses taux d'intérêt en juillet 2008, quand la zone euro était déjà entrée en récession. ■

Adrien de Tricornot

Les acteurs de l'économie Pierre Jacquet
Clément Juglar, aux origines des crises

La crise bancaire et financière que nous vivons actuellement est loin d'être la première du genre, même si l'ampleur de ses répercussions en fait un événement historiquement remarquable. Cependant, la récurrence de telles crises dans l'Histoire suggère que s'en prendre uniquement aux banques pour les erreurs commises ne revient qu'à effleurer la partie émergée de l'iceberg. D'une part, parce que des forces nécessairement plus profondes et plus systémiques que le seul comportement imprudent ou parfois fraudeur d'investisseurs ou de banquiers sont à œuvre, et d'autre part parce que la répétition des dysfonctionnements sans fin une crise incapacité des pouvoirs publics à mieux structurer la régulation.

Les travaux de Clément Juglar (1819-1905), physicien français devenu économiste, montrent que les problématiques soulevées par la crise actuelle étaient déjà largement à œuvre au XIXe siècle. Juglar a été l'un des premiers à considérer que l'on avait tort d'examiner chaque crise pour elle-même en essayant d'en analyser les causes immédiates ou les particularités et qu'il était plus pertinent de se pencher sur les causes sous-jacentes à leur récurrence.

Dans un livre marquant, *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis* (Guillaumin, 1889 pour la seconde édition), il examine de façon systématique les crises qui ont émaillé le XIXe siècle. Bien entendu, l'économie d'alors s'assemblait peu à la notre : les politiques publiques y tenaient moins de place, la politique monétaire était dictée par le fonctionnement de l'étalon-or et les crises financières se traduisaient systématiquement par un problème de disponibilité du numéraire. Mais la nature monétaire de Juglar en en reste pas moins instructive.

Tout d'abord, il note qu'une nation se trouve toujours dans l'un des trois états suivants : période de prospérité, période de crise ou période de liquidation.

Au cours de la période prospère, les prix enflent, le crédit est abondant et soutient la hausse des prix, les comportements spéculatifs se nourrissent de cette hausse et l'amplifient, et on assiste à « *l'exagération du commerce interieur à des prix enflés par la spéculation* ».

Puis, un moment arrive où, pour une cause ou une autre, le dernier détenteur ne pouvant écouler les biens à un prix supérieur, tous les échanges s'arrêtent, et les prix s'effondrent. La crise que Juglar définit par l'arrêt de la hausse des prix, atteint tous les industriels et commerçants, et tou-che les recettes de tous les agents publics et privés, entraînant un ralentissement brutal des affaires, une augmentation des déficits, le chômage massif des ouvriers et la diminution de la consommation.

Rien de nouveau

Vient ensuite le temps de la liquidation. Toutes les conditions sont réunies pour que le cycle reprenne. L'assainissement de la situation devenant propice à une reprise de l'activité et peu à peu à l'émergence de nouveaux excès.

Ce que dit Juglar de la psychologie collective reste également d'actualité notamment lorsqu'il affirme que c'est surtout pendant les crises que l'on se préoccupe des moyens de les éviter. Aujourd'hui encore, le besoin de réforme de la régulation n'est perçu qu'en réaction à la crise, à un moment où l'aversion générale au risque rend improbable tout comportement financier excessif. Puis, la liquidation terminée, plus personne ne pense une nouvelle crise possible [« *la hausse des prix fait toujours croire qu'elle sera permanente* », dit-il], et tout effort de régulation ou toute prudence paraissent excessifs au regard du potentiel d'expansion.

Vue sous cet angle, la crise actuelle n'a rien de vraiment nouveau, si ce n'est son ampleur. Elle rappelle certains ajustements du XIXe siècle qui frappaient déjà de façon corrélée les différentes économies. Penser la régulation paraît encore plus difficile dans la mesure où elle doit être nécessairement collective alors même qu'il n'existe pas de gouvernement international pour donner l'impulsion et assurer la mise en œuvre. ■

Pierre Jacquet, Agence française de développement