Document de travail 15

Octobre 2007

La Fuite en avant dans l'endetttement

Jacques Mistral

Centre des Etudes économiques

L'Ifri est, en France, le principal centre indépendant de recherche, d'information et de débat sur les grandes questions internationales. Créé en 1979 par Thierry de Montbrial, l'Ifri est une association reconnue d'utilité publique (loi de 1901). Il n'est soumis à aucune tutelle administrative, définit librement ses activités et publie régulièrement ses travaux.
En 2005, l'Ifri a ouvert une branche européenne à Bruxelles. Eur-Ifri est un *think tank* dont les objectifs sont d'enrichir le débat européen par une approche interdisciplinaire, de contribuer au développement d'idées nouvelles et d'alimenter la prise de décision communautaire.

Les opinions exprimées ici n'engagent que la responsabilité des auteurs.

ISBN: 978-2-86592-208-6
© Tous droits réservés, Ifri, 2007 - www.ifri.org

Ifri
27 rue de la Procession
75740 Paris Cedex 15 - France
Tél. : 33 (0)1 40 61 60 00-
Fax: 33 (0)1 40 61 60 60
Courriel : ifri@ifri.org

Eur-Ifri
22-28 Avenue d'Auderghem
1040 - Bruxelles, Belgique
Tél. : 00 + (32) 2 238 51 10
Fax. : 00 + (32) 2 238 51 15
Courriel : info.eurifri@ifri.org

Site Internet : www.ifri.org

LA FUITE EN AVANT DANS L'ENDETTEMENT

Introduction

Le XXe siècle a été, comme on le dit souvent, le siècle de l'Amérique. En économie, c'est elle qui a donné le ton en matière de technologie, de management, de modes de vie. C'est elle aussi qui, pendant l'essentiel de ce siècle, a exercé un leadership global, façonnant en particulier les institutions internationales au lendemain de la Seconde Guerre mondiale. Mais c'est elle aussi qui a précipité le monde dans la grande dépression des années 1930 et c'est elle qui a provoqué l'effondrement du *gold exchange standard* au début des années 1970.

En ce début de XXIe siècle, la performance de l'économie américaine a souvent été jugée exceptionnelle. Après avoir successivement surmonté l'éclatement de la bulle boursière, les attaques terroristes de *9/11* et les scandales consécutifs à la faillite d'ENRON, elle est rapidement redevenue l'un des principaux moteurs de la croissance mondiale. Ses succès ont été encensés, mais quel en est le prix ? Présentée depuis des années comme insubmersible, cette économie serait-elle aujourd'hui confrontée à l'heure de vérité, menacée par l'accumulation incontrôlée de la dette ?

L'été 2007 est en effet marqué par de fortes turbulences de marchés faisant suite à la montée progressive des risques immobiliers. Faut-il voir là un aléa conjoncturel assez banal, le marché immobilier étant traditionnellement cyclique, ou bien une véritable crise du crédit à venir ? Beaucoup d'experts et de commentateurs pointaient depuis des mois – et même depuis quelques années pour les plus pessimistes – les risques d'une catastrophe future. Certes, les Cassandre se sont jusqu'ici trompées et il n'est pas suffisant, pour annoncer la déroute finale, de faire référence à quelques chiffres – même s'ils ont de quoi faire frémir : un déficit extérieur de près de 700 milliards de dollars (M$), un déficit budgétaire structurel de près de 400 M$, le dollar qui a perdu la moitié de sa valeur par rapport à l'euro depuis 2001.

L'une des agences de notation, ces firmes souvent accusées de ne pas prévenir les investisseurs de la mauvaise qualité de certains risques, est allée jusqu'à conclure que, sans changement fondamental de politique, les bons du Trésor américain pourraient, dans les vingt ans qui viennent, être ramenés au statut de *junk bonds*, d'obligations pourries. Le danger, cette fois, est il réel ? L'endettement massif constitue-t-il une bombe à retardement ? Comment juger sous cet angle la politique économique et financière de l'Administration Bush ? La politique monétaire menée par Alan Greenspan a-t-elle une part de responsabilité, et laquelle, dans le désordre financier actuel ? Faut-il finalement craindre la répétition du krach de 1929 ? Telles sont les questions qu'aborde le présent article. Il commence par analyser les perspectives financières de l'Amérique d'un point de vue macroéconomique après les deux mandats du président Bush ; on se tourne ensuite vers la révolution

---

Jacques Mistral, professeur des Universités et anciennement ministre, et conseiller financier à l'Ambassade de France à Washington, est directeur des Études économiques à l'Institut français des relations internationales (Ifri). Cette étude préparatoire fera l'objet d'une publication dans le numéro 97 de la revue *Vingtième siècle*, à paraître en janvier 2008.

financière qui a favorisé un endettement exponentiel des ménages et débouché sur la crise de l'été 2007 ; on explore enfin la portée du parallèle qui vient assez naturellement à l'esprit avec la crise de l'entre-deux-guerres.

1/La dette externe, un privilège exorbitant

La question financière présente tant de facettes différentes qu'on peut hésiter sur l'angle d'attaque le plus significatif. Il est courant pour les économistes de voir dans la situation extérieure le résumé le plus parlant. Le déficit extérieur avait atteint un précédent pic sous la présidence Reagan, atteignant 3,5 % du produit national brut (PNB), un chiffre alors jugé non soutenable. Que dire aujourd'hui où le même ratio est proche du double, un niveau sans précédent. La signification de ce premier chiffre est transparente, l'Amérique dépense sans compter. Mais, comme on le sait, il n'y a pas de déficit externe sans contrepartie : la balance des paiements décrit des flux croisés équilibrés et le corollaire du déficit courant est, par construction, l'excédent du compte capital : l'Amérique s'endette parce qu'elle bénéficie d'un financement aisé.

Ce financement est, ou plutôt a été, surtout à la fin de la décennie 1990, un financement privé (investissements directs en particulier) séduit par « l'attractivité » du capitalisme américain. Combien de fois n'a-t-on pas lu dans la presse financière : « l'argent coule à flots vers les États-Unis simplement parce que les perspectives y sont plus brillantes !" C'est ce qui se disait aussi de l'Argentine avant la catastrophe finale, mais attention, l'expérience d'autres pays ne nous aide guère et peut même conduire à des erreurs d'appréciation grossière. Ce qui a transformé la crise du peso en catastrophe économique, c'est que la dette argentine était libellée en dollars : de ce fait, la dévaluation du peso a fait exploser la valeur des dettes et provoqué les faillites en chaîne. Rien de semblable n'est à craindre pour l'Amérique qui s'endette dans sa propre monnaie : les pertes en capital consécutives à toute dévaluation du dollar pèseraient sur les détenteurs de ces titres en dollars, principalement les banques centrales asiatiques. Le général de Gaulle, on s'en souvient, avait qualifié cette asymétrie de « privilège exorbitant ». Cela dit, la dévaluation du dollar en 1971 rappelle que même l'économie dominante n'est pas soustraite aux lois d'airain qui empêchent les déficits de « monter jusqu'au ciel ». Qu'en est-il aujourd'hui ?

Après des décennies de déficits externes, les États-Unis, qui avaient cessé d'être créditeurs du reste du monde dès 1985, sont désormais débiteurs nets pour un montant de 2 500 M$, 20 % du PNB et le cumul des déficits – ce que les Américains ont dépensé en faisant appel à l'épargne étrangère –, représente la moitié du PNB. Que l'économie dominante soit ainsi massivement endettée à l'extérieur est peu conforme aux canons de l'analyse et de l'histoire économiques qui avaient, jusqu'alors, toujours considéré les économies les plus avancées comme source d'épargne et de capital pour le reste du monde où, pour les pays avancés, ces capitaux finançaient l'achat de biens d'équipement. C'est le modèle qui s'applique avec succès à la grande époque des impérialismes britannique et, dans une moindre mesure, français au XIXe siècle. Rien de semblable aujourd'hui puisque les exportations de capital proviennent, pour simplifier, de Chine et financent les achats de biens de consommation ou les investissements immobiliers de l'économie la plus riche de la planète : attention là encore à ne pas appliquer des modèles anachroniques !

En réalité, le mouvement circulaire des capitaux et des marchandises dans la zone Pacifique n'a pu connaître les développements que nous connaissons que pour une raison simple, c'est qu'il est dans l'intérêt des deux partenaires, en particulier de la Chine qui pour-

suit une politique mercantiliste conséquente. Cela dit, reconnaître la rationalité de ces comportements ne veut pas dire qu'ils soient immuables, au contraire, il est peu plausible que la banque centrale chinoise continue à accumuler des bons du trésor américain à bas taux d'intérêt *ad nauseam*. C'est pourquoi il y a accord parmi les économistes pour reconnaître qu'un ajustement devra se produire ; la discussion porte sur le calendrier et plus encore sur les modalités de cet ajustement.

Les plus confiants soutiennent que cet ajustement se produira comme dans tant d'autres situations par accumulation de changements marginaux : une dévaluation progressive du dollar renforcerait la capacité exportatrice des États-Unis, l'amélioration des niveaux de vie augmenterait le pouvoir d'achat et donc les importations chinoises, les taux d'épargne de part et d'autre se corrigeraient dans le bon sens, etc. Rien à redire sur le papier. Mais ce qui est souvent étrange dans cette thèse, c'est la confiance placée dans le fait « que personne n'a intérêt à provoquer un ajustement plus brutal » : ce précepte a été enfreint de trop nombreuses fois au fil d'anciennes crises financières pour qu'on lui accorde beaucoup de crédit !

En tout état de cause, et quels que soient les ajustements en matière d'épargne, une dévaluation massive du dollar est indispensable au rétablissement des comptes extérieurs américains. À ce propos, l'ancien président de la Réserve fédérale des États-Unis (FED), Paul Volcker, l'artisan de la victoire contre l'inflation dans les années 1980, a prononcé un jugement pour une fois dépourvu d'ambiguïté en estimant que cet ajustement du dollar avait « 75 % de chances de se produire dans les 5 ans sous forme de *hard landing* ». Il est difficile de faire des pronostics très spécifiques sur le déclenchement d'un tel scénario mais ses grandes lignes sont faciles à décrire : une crise de défiance vis-à-vis du dollar – comme celle traversée à la fin de l'ère Carter – imposerait inévitablement une hausse significative des taux d'intérêt aux conséquences dramatiques sur l'activité.

On entend souvent dire : « oui, mais les choses sont différentes cette fois-ci » ; vraiment ? Il est intéressant à ce propos de se référer à l'évolution des marchés des changes durant l'automne 2004, au moment où s'achevait la campagne présidentielle. La gestion financière de l'Administration sortante était unanimement jugée extravagante : elle avait abouti en quatre ans à multiplier les baisses d'impôt sans maîtriser le moins du monde la dépense comme le voudrait l'orthodoxie de l'État minimal, au contraire, ce fut l'Administration la plus dépensière depuis des décennies et pas seulement en matière de défense et de sécurité. Le bilan financier de l'Administration Bush, c'est un accroissement massif de la dette publique (1 000 M$ en 5 ans) évaporant en quelques exercices budgétaires l'excédent confortable des finances publiques légué par Bill Clinton et son secrétaire au Trésor chéri par Wall Street, Bob Rubin, et, plus significatif encore, ce supplément de dette était intégralement porté par l'extérieur.

De là devait découler une méfiance croissante à l'égard de l'équipe Bush conduisant des publications financières de premier plan comme *The Economist* ou le *Financial Times* à appeler, après beaucoup d'hésitations et au prix de longues circonvolutions, à voter pour John Kerry. C'est dire le degré de suspicion atteint par les investisseurs internationaux face à la perspective d'une réélection de « W » ; elle s'est traduite dans les faits par l'accélération assez brutale du recul du dollar à la fin de l'été 2004. Le risque d'une glissade incontrôlée – on citait alors à Washington des parités pouvant aller à 1,50, voire 1,75 dollar par euro –, fut, cette fois-là, écarté par une intervention énergique du G7 finances à Doha, où les positions de J.-Cl. Trichet en particulier jouèrent un rôle central, donnant de la crédibilité aux engagements financiers alors pris par le secrétaire au Trésor John W. Snow.

Servis par une conjoncture brillante et par quelques mesures d'habillage habiles, les premiers exercices budgétaires du second mandat se sont présentés sous un jour moins défavorable, facilitant temporairement un meilleur équilibre du marché des changes. Fonda-

mentalement, toutefois, le problème financier américain reste non résolu et pèse sur cette économie comme une épée de Damoclès. Après bien d'autres, l'avertissement récent du patron du Government Accounting Office, l'équivalent de notre Cour des comptes, sonne comme un réveil particulièrement brutal : David Walker va jusqu'à comparer à l'effondrement de la Rome antique le sort promis à l'Amérique écrasée par « l'irresponsabilité fiscale » et « l'explosion de la dette » ! Ce n'est pas que l'équation soit impossible à résoudre, loin de là. La réponse est connue, un mélange d'économies de dépenses et de majorations de recettes, une potion amère si souvent appliquée ailleurs sur les conseils du Fonds monétaire international (FMI) et inévitable à terme, même pour l'Amérique. La question intéressante à ce stade n'est pas le détail technique des mesures ou leur chiffrage, d'excellentes propositions circulent à Washington sur ce thème depuis plusieurs années déjà ; non, la vraie question est : le système politique américain est il en mesure de trouver une issue ? La réponse courte est « peu probable ».

Traitant de finances publiques, serait-il, pour nous Français, judicieux de faire ici référence à la IVe République ? L'incapacité du Congrès – dont il faut se souvenir qu'il détient les clés en matière de budget et de fiscalité – suggère à l'évidence des comparaisons significatives. L'incapacité de choisir « entre le beurre et les canons » en est depuis le déclenchement de la guerre d'Irak le symptôme le plus évident mais on pourrait aussi mentionner l'abandon par facilité des règles de discipline budgétaire appliquées pendant la décennie 1990 (règles dites « Paygo » arrivées à terme au début du mandat Bush) ou l'impossibilité de procéder à des réformes structurelles unanimement reconnues urgentes depuis longtemps (comme par exemple celle de l'*Alternative Minimum Tax* qui donne aux États-Unis le douteux privilège d'être – jusqu'ici – le seul pays développé doté non pas d'un mais de deux impôts sur le revenu tous deux condamnés pour leurs défauts manifestes).

Cela dit, la comparaison avec la IVe République serait à certains égards trop optimiste. La particularité fondamentale de l'Amérique reste sa méfiance à l'égard du gouvernement, sa haine de l'impôt. Il n'est pas excessif de parler à ce propos d'œillères idéologiques puisque ce ne sont que des arguments de cette nature qui aboutissent à rejeter des options souvent recommandées par les organisations internationales comme le FMI ou l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) parce qu'ils ont fait leurs preuves dans tous les pays industrialisés : l'utilisation de la TVA, une plus forte taxation de l'essence, une intervention publique plus rationnelle en matière d'assurance santé pour ne citer que trois exemples. Non, le système budgétaro-fiscal américain actuel se résume, du point de vue de l'électeur, à la formule « all gain, no pain » : l'échec de l'Administration Bush à réformer les retraites, alors que c'était le sujet sur lequel le président nouvellement élu avait déclaré dans son discours sur l'« État de l'Union » de janvier 2005 vouloir engager son capital politique, et la farce de la réforme des dépenses de santé où la Maison-Blanche brandissait l'étendard des comptes de santé individuels pour aboutir à des centaines de milliards de dollars de dépenses supplémentaires en sont les deux meilleurs exemples récents.

D'une certaine manière, la présidence de George W. Bush lègue ainsi à l'Amérique le pire de deux mondes : d'un coté, les réformes proposées pour « développer l'initiative et la responsabilité individuelles » en matière sociale ont – à l'exception de la réforme du *welfare* adoptée pendant la présidence Clinton –, abouti à un échec. On a souvent prêté à Karl Rove l'ambition de mettre fin à l'ère ouverte par le *New Deal* de Franklin D. Roosevelt, son départ sans gloire en août 2007 sonne le glas de ce projet politique ; les Américains n'adhèrent pas autant qu'on le dit au thème de l'État minimal, on le vérifiera dans les prochaines élections présidentielles où le thème de la santé jouera sans doute un rôle central. Mais, d'un autre coté, la culture de la facilité véhiculée depuis Reagan par le thème « un problème, une baisse d'impôt » (l'expression *a tax relief* d'usage constant est bien plus parlante !) conduit à refuser au gouvernement fédéral non seulement les moyens financiers d'exercer les responsabilités qui sont les siennes (on a mentionné les retraites, on pourrait aussi bien évoquer les dépenses d'infrastructure notoirement insuffisantes ou le budget du Pentagone

financé, en forçant à peine le trait, par l'épargne chinoise !) mais aussi les moyens d'effectuer des choix publics rationnels (ne serait-ce que le pouvoir pour l'administration de négocier, comme le ferait n'importe quel acteur privé, le prix des fournitures achetées à l'industrie pharmaceutique).

Au total, l'Administration Bush lègue une situation budgétaire interne incontrôlée et un pays divisé et peu préparé à répondre aux défis financiers auxquels il fait face ; une situation financière externe fortement déséquilibrée et une opinion publique dont on a vu à plusieurs reprises la méfiance vis-à-vis de l'extérieur. Dans un tel contexte, beaucoup considèrent un atterrissage brutal comme probable, et ce depuis déjà au moins deux ans. Malgré ces craintes et ces mises en garde répétées, l'Amérique a pourtant poursuivi jusqu'à une date récente sa trajectoire ascendante. Nous nous tournons maintenant vers la dette des ménages et la politique monétaire qui ont été les moteurs de cette croissance et qui sont aussi la clé pour comprendre la crise financière de l'été 2007.

2/ La dette interne, moteur d'une croissance artificielle

On présente souvent – pour des raisons qui semblent s'imposer d'elles-mêmes – le capitalisme moderne comme un capitalisme « actionnarial ». C'est un résumé tentant, ce peut être un résumé trompeur. Si l'on veut choisir un terme pour synthétiser ce qui a nourri la période de croissance récente aux États-Unis et ce qui fait la nature du problème financier dans lequel se débattent les marchés en cet été 2007, ce n'est pas l'actionnaire qu'il faut mettre en avant, c'est le crédit. L'explosion de la dette encouragée par les effets de l'innovation financière et surtout par la conduite de la politique monétaire est le véritable fil conducteur qui permet de comprendre aussi bien la dynamique de l'économie réelle que le développement de la sphère financière à partir des années 1990, nous aborderons successivement ces deux aspects.

L'essentiel de la vaste littérature consacrée aux performances de l'économie américaine s'intéresse au « coté de l'offre » (*supply-side economics*), à l'innovation technologique, aux gains de productivité. Aux entreprises, la « nouvelle économie » a en effet offert d'immenses possibilités de rationalisation des chaînes de conception, production et distribution des biens et services. Mais il ne faut pas se tromper de diagnostic : ce que l'accélération des gains de productivité a surtout favorisé, pendant la décennie 1990, ce n'est pas le plein-emploi, c'est l'économie de main-d'œuvre ; ce n'est pas la prospérité pour tous, c'est le déplacement du partage des revenus en faveur des profits ; et c'est finalement l'absence d'inflation par les coûts en période de plein-emploi.

Le génie d'Alan Greenspan a été de percevoir précocement cette nouvelle donne (il faut pour être complet ajouter les importations asiatiques à bas prix qui ont contribué autant que les transformations du marché du travail à la faible inflation) et d'en tirer le plus audacieux des paris, une politique monétaire activiste au service exclusif de la croissance. La croissance rapide qui s'en est suivie a été célébrée à chaque réunion du G8 et enviée par tous les autres grands pays industriels ; c'est une croissance qui, pendant la décennie 1990, doit autant à la demande des ménages qu'à l'investissement productif. C'est en effet aux ménages que l'innovation financière libérée par les technologies de l'information, les réseaux et les modèles de gestion du risque ont servi en premier lieu en dégageant de nouvelles et prodigieuses ressources. La rationalisation de l'offre a rendu la croissance plus productive, la consommation et l'investissement immobilier ont, pour l'essentiel, fait la croissance et l'emploi.

L'éclatement de la bulle Internet en 2001 marque à cet égard un tournant important puisque c'est la fin d'un cycle ascendant particulièrement brillant ; compte tenu des excès déjà observés à la fin de la décennie 1990, on pouvait attendre une correction cyclique prononcée. Rien de tel ne se produisit et, rétrospectivement, c'est la brièveté de la récession qui frappe à l'observation des courbes de croissance. C'est là qu'on mesure l'effet véritable de la politique monétaire, un effet très différent de celui décrit dans les manuels d'économie, puisque l'investissement productif – durablement déprimé par la suraccumulation ayant accompagné la période dite « d'exubérance irrationnelle » – est resté inerte. Comment la politique monétaire a-t-elle pu exercer de si puissants effets sur la consommation et l'investissement logement ?

On discute souvent l'efficacité de la politique monétaire en traitant de sa capacité, en partie psychologique, à ancrer dans les esprits des anticipations peu inflationnistes ; mais lorsqu'il s'agit de stimuler la croissance, cela met en jeu des canaux de transmission beaucoup plus puissants, plus développés aux États-Unis que dans la zone euro, et qui ont, à partir de 2000, massivement stimulé la demande de crédit des ménages et la renégociation des dettes anciennes aux taux plus bas que permettait la politique de la FED. Si la dette des entreprises est en net recul après les chocs entre 2000 et 2001 (de 550 M$ en 2000 à 200 M$ en 2003), celle des ménages explose de 580 M$ en 2000 à 1250 M$ en 2005. Pendant cette même période, l'épargne des ménages ne cesse de diminuer pour devenir négative à partir de l'été 2005 (le taux d'épargne des ménages traditionnellement peu élevé recule de 7,7 % en 1992 à 2,3 % en 2000 et à… -0,5% en 2005).

La disparition de l'épargne chez les ménages américains est sans doute l'un des phénomènes macro- et microéconomiques les plus stupéfiants de la dernière décennie. Contrairement à tous les enseignements de l'histoire et de la théorie économiques, les effets conjugués de la hausse du revenu national, du vieillissement et de l'innovation financière n'ont pas abouti à l'excès d'épargne que redoutait Keynes, au contraire, ce qu'ont fait les ménages américains, c'est un pari sans précédent où la préparation de l'avenir ne repose plus que sur la hausse espérée des valeurs d'actifs, financiers ou immobiliers.

Avant d'expliquer les ressorts de cette transformation qui tiennent à une nouvelle ingénierie financière, notons que cette efficacité démultipliée de la politique monétaire a, dès le départ, un prix élevé : on voit bien, sans être prix Nobel d'économie, la différence entre une reprise reposant sur le financement plus aisé d'actifs productifs (dont l'exploitation permettra le remboursement de la dette) et celui d'actifs immobiliers où le crédit sous-jacent est exposé à tous les aléas, au premier rang desquels le chômage qui peut frapper le ménage endetté. À partir de là, et pour éviter de tels aléas, la Banque centrale ne pourra avoir d'autre priorité que d'éviter le ralentissement conjoncturel et le sous-emploi qui dégraderaient la qualité de cette dette et fragiliseraient les bilans où elle figure : la politique monétaire est en quelque sorte prise à son propre piège, point sur lequel, naturellement, on reviendra.

L'explosion de la dette des ménages aux États-Unis constitue la meilleure introduction à l'univers financier du début de XXIe siècle ; mais ce que l'on découvre en en prenant une vue plus systématique est proprement fascinant et il n'est pas excessif de parler à ce propos de révolution. La réglementation, les produits, les acteurs n'ont plus grand-chose à voir avec ce qu'ils étaient il y a seulement 15 ans. Le succès de cette révolution a reposé sur la conjonction de trois facteurs : sur le plan réglementaire, la libéralisation ; sur le plan technologique, l'innovation en matière de traitement de l'information et de modélisation ; enfin, et peut-être surtout, une matière première abondante, expliquons-nous.

D'un point de vue macroéconomique, la politique monétaire menée par Alan Greenspan est une politique audacieuse, exagérément audacieuse selon certains, mais il s'agit de pratiques connues dont les rebondissements – et la rhétorique qui les accompagnait dans la bouche du « Maestro » – ont fait le délice des experts. Le regard est très différent si l'on

adopte un point de vue financier, celui de cette industrie particulière dont le métier est précisément de « faire travailler l'argent ». Que représente, sous cet angle, cette baisse des taux (qui les a amenés, rappelons-le, à 1 %) et les a longuement maintenus à des niveaux négatifs en termes réels ? En pratiquant des taux aussi bas, la FED a mis à la disposition de l'industrie financière pendant plusieurs années une matière première gratuite ; mieux encore, en dévoilant régulièrement ses intentions, c'est-à-dire en garantissant les conditions de crédit futures, l'utilisation de cette matière première était sans risque ! La comparaison qui vient à l'esprit en matière d'histoire monétaire, c'est la découverte de l'or en Californie… L'industrie financière dans son ensemble, les plus talentueux et les plus audacieux de ses acteurs surtout, se sont engouffrés dans cette aventure.

Parmi toutes les créations de la finance moderne, ce sont surtout les dérivés de crédit qu'il faut évoquer en premier parce que ce sont les produits qui illustrent le mieux l'ingéniosité qui s'est emparée de la sphère financière, ont eu la croissance la plus rapide, fondent la doctrine nouvelle d'une mutualisation optimale des risques… et sont finalement à l'origine des inquiétudes observées aujourd'hui sur les marchés. Les dérivés de crédit sont des instruments financiers dont la valeur « dérive » de celle de titres obligataires émis par des institutions non étatiques, c'est-à-dire soumises au risque de faillite. Le principe consiste à dissocier plusieurs types de risques imbriqués au sein de l'actif initial, créant ainsi de nouveaux instruments pouvant répondre de manière différenciée aux attentes des différentes catégories d'investisseurs.

Détenir une obligation, par exemple, c'est prendre une série de risques : son prix peut baisser par suite d'une tension sur les taux (risque de taux d'intérêt), parce que la courbe de demande peut se modifier suivant la maturité (risque de duration) ou parce que le risque de défaut est, pour telle ou telle raison, révisé à la hausse par les investisseurs. Les dérivés permettent de séparer ce dernier risque des deux précédents (on parle alors d'un *Credit Default Swap* ou CDS), ce qui permet à certains de détenir l'obligation (et de percevoir une partie de son rendement) tout en se protégeant de ce risque, et, corrélativement, à d'autres investisseurs moins averses au risque et à la recherche de meilleurs rendements, de spéculer sur ces probabilités de défaut en se rémunérant par le prix du risque sans avoir à acquérir l'obligation elle-même. Dans le prolongement de cette technique ont été créés des produits plus sophistiqués, offrant de nouvelles possibilités d'arbitrage et d'échange, les *Collateralised Debt Obligations* ou CDOs : un CDO est une collection de titres, obligations, crédits, mortgages… réunis dans une sorte d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) découpé en différentes tranches auxquelles sont attachés des couples risques-rendements différents. En bref, ces techniques ont ouvert la possibilité de faire crédit… tout en se défaussant (ou en croyant se défausser) du risque encouru.

La liquidité à bas prix et la création de ces produits sont à l'origine d'une véritable explosion de la sphère financière. Selon le Mc Kinsey Global Institute, le montant total des actifs financiers a plus que doublé entre 1995 (62 000 M$) et 2005 (140 000 M$) passant de 218 % à 316 % du PNB mondial. Quant aux produits dérivés, qu'ils portent sur les taux ou sur les changes, leur montant atteindrait en 2006 selon l'International Swap and Derivatives Association, le montant astronomique de 286 000 M$, six fois le PNB global. Il s'en est suivi une véritable révolution pour l'industrie financière en particulier parce que les marchés de capitaux se sont dans une large mesure substitués aux banques comme vecteur de l'intermédiation financière ; de ce fait, les banques elles-mêmes, écartées de leur métier traditionnel de financement à long terme de projets liés à l'activité productive, se sont plus tournées vers les activités de banque d'investissement en développant massivement le crédit à l'égard de ces nouveaux opérateurs.

Dans ce contexte, les craquements financiers de l'été 2007 sont tout sauf imprévus : les avertissements étaient pratiquement quotidiens depuis des mois dans la presse financière, le président de Citibank lui-même, William Rhodes, n'avait il pas signé dans le *Financial Times*

au printemps 2007 un éditorial intitulé : « A market correction is coming, this time for real ». Toutes les vertus mais aussi tous les risques associés aux nouveaux instruments et aux politiques des nouveaux investisseurs, *hedge funds* et *private equity*, avaient été disséqués et se trouvent sans surprise à l'œuvre dans la crise de l'été 2007 :

- 1/Il est d'abord justifié – comme l'avait fait Alan Greenspan à plusieurs reprises –, d'affirmer que la décomposition des risques en favorise, en principe, une meilleure allocation et contribue par conséquent à une plus grande efficacité du système financier dans son ensemble. Mais, naturellement, transférer le risque ne veut pas dire l'éliminer ; le corollaire en est un phénomène de sélection adverse, les investisseurs les plus capables sélectionnant les meilleurs couples risques-rendement et renvoyant le solde à des parts plus obscures du système financier ; les déboires de certaines banques allemandes en mai-juin sont de cet ordre, il aurait mieux valu pour elles ne pas toucher à des produits qualifiés par les spécialistes eux-mêmes de « toxiques », c'est tout dire ! Mais, lira-t-on dans la presse spécialisée, il s'agit là d'un processus darwinien de sélection des meilleurs qui ne présente pas de risque systémique intrinsèque.

- 2/Les meilleurs, de leur coté, ne se bornent pas à tracer un jardin à la française dans le paysage financier exotique qui s'est développé depuis des années. La combinaison de la dette et de la titrisation a fait des prouesses, le coût du capital a baissé, la demande a explosé et les investisseurs ont proliféré : les nouveaux acteurs travaillant comme on l'a dit une matière première quasi gratuite et supposée indéfiniment disponible ont extorqué de la valeur et détruit des rentes dans d'innombrables segments de l'économie, par le talent de certains arbitrages de marché (*hedge funds*) ou par la vigueur des restructurations dont ils prenaient l'initiative (*private equity*). Le succès de ces opérations dépendaient cependant de la reconduction des crédits offerts par les grandes banques d'investissement… elles-mêmes devenues trop confiantes dans la capacité des dérivés à reporter sur d'autres les risques engrangés. D'où une offre de crédit devenue disproportionnée, introduisant un risque de hasard moral identifié de longue date et manifeste dans l'explosion de la liquidité observée ces dernières années. Les déboires de Bear Stern puis de Goldman-Sachs qui ont dû injecter des milliards de dollars pour compenser les pertes brutalement encourues par leurs filiales révèlent, au-delà de l'imperfection des modèles mis en œuvre, cette audace démesurée des meilleures institutions financières.

- 3/Le déclenchement de la crise financière de 2007, enfin, n'aurait pas dû constituer une surprise ; à part, évidemment, son calendrier, il était aisément prévisible que l'activité « subprime » connaîtrait une certaine débâcle. Plus personne n'ignore désormais la signification du terme qui désigne le marché du crédit au logement spécialisé sur les emprunteurs les plus risqués. Le seul énoncé des conditions offertes par ces institutions spécialisées à partir de l'été 2005 se passe de commentaire : pas de documentation demandée aux emprunteurs sur leur activité et leur revenu ; période de grâce de 18 à 24 mois à taux d'intérêt modéré ; taux variable sur la suite du crédit (en période de hausse des taux annoncée !) : cela devait se terminer dans le sang. La surprise de l'été, c'est donc qu'un compartiment aussi particulier, et quantitativement assez modeste, ait pu exercer des effets aussi puissants en se diffusant à l'ensemble de la sphère financière. La crise du *subprime* sert bien sûr de révélateur.

Les turbulences de marché de l'été 2007 révèlent l'ambiguïté fondamentale sur laquelle repose depuis des années l'économie de dette et de titrisation, cette ambiguïté a un nom : opacité. Les nouveaux instruments, en effet, sont naturellement, échangés au moment de leur création mais souvent dans des transactions de gré à gré où les prix sont définis par le

recours à des modèles mathématiques sophistiqués. En revanche, le titre une fois cédé, sa valeur n'est pas quotidiennement vérifiée comme l'est le prix d'une action ou d'une obligation sur un marché secondaire. D'où, soudainement cet été, deux questions soigneusement masquées depuis des mois et des mois : dans quels portefeuilles se trouvent les risques ? quelle serait la valeur de marché de ces créances s'ils étaient exposés à ce test ? Ne pouvant plus éluder ces questions, et sans avoir de réponse immédiate, on a observé une crise de confiance généralisée sur les contreparties (quels risques méconnus encourt donc cet emprunteur auquel je m'apprête à faire crédit ? quelle est la valeur réelle de mes propres engagements ?) ; il en est résulté un assèchement brutal de la liquidité interbancaire en août et la nécessité pour les banques centrales de jouer leur rôle de préteur en dernier ressort. Il nous reste à discuter les développements que peut avoir cet épisode et les dilemmes auxquels est désormais exposée la conduite de la politique monétaire, ce que l'on aborde par une comparaison avec la crise des années 1930.

3/La dette et la déflation

Face aux évènements de l'été 2007, une comparaison avec la crise de 1929 vient naturellement à l'esprit. Pour tout historien ou économiste qui s'y engage, l'exercice a quelque chose de fascinant parce que la grande dépression, comme toutes les catastrophes auxquelles a été confrontée l'humanité, conserve aujourd'hui encore une part de mystère. L'interprétation dominante – à laquelle l'actuel président de la FED, Ben Bernanke, a apporté une contribution importante – fait jouer, à la suite de Milton Friedman, un rôle central à la crise monétaire et bancaire. C'est une première étape, mais l'interprétation est bancale et la comparaison biaisée si l'on ne met pas aussi en scène la dynamique économique. On discute successivement ces deux aspects.

Tous les observateurs analysant les années 1930 sont frappés par les faillites bancaires et les bévues de la politique monétaire, deux aspects au regard desquels la situation est manifestement très différente en 2007. On a d'abord peu à craindre, comme ce fut le cas à l'époque, du retrait massif de leur argent par les déposants effrayés ; deuxièmement, les préteurs ont, comme on l'a vu, activement pratiqué la dilution de leurs risques ; surtout, l'art de la politique monétaire a fait d'immenses progrès comme le prouve le succès avec lequel les banques centrales ont réagi aux situations de crise en fournissant aux marchés les liquidités qui ont cruellement fait défaut pendant la grande dépression. Partant de là, on peut raisonnablement défendre la thèse que les choses reprendront fin 2007 leur cours normal, la crise du « subprime » s'interprétant à posteriori comme un coup de torchon corrigeant des défaillances circonscrites. De fait, l'abondance de la liquidité mondiale semble à ce stade constituer la meilleure des assurances contre une propagation de la crise ; la situation financière des entreprises et des banques paraît saine ; les marchés actions ne sont pas surévalués comme ils l'étaient au moment où a éclaté la bulle Internet ; les émergents ne présentent nulle part un risque comparable à ce que nous avons connu dans les années 1990 avec les crises asiatique, russe ou latino-américaines. Au total, on aboutit assez naturellement au constat selon lequel l'activité « subprime » reste un risque localisé ; leur encours se monte à 700 M$ et, en fonction d'hypothèses raisonnables sur les défauts et les décotes, on peut supposer que le montant des pertes envisageables, qui peut être absorbé par le système financier, ne fait par conséquent pas surgir de risque systémique.

Même dans ce schéma optimiste, il faut toute fois reconnaître le paradoxe auquel est confrontée la politique monétaire dans l'ère post-Greenspan. La fuite en avant que nous avons caractérisée dans le paragraphe précédent a en effet abouti à la succession, aux États-Unis mêmes et non dans les seules régions exotiques, de crises liées à l'excès de dette ; ce cycle se déroule avec une régularité frappante, il s'est manifesté successivement

par la crise des « savings and loans » (1992-1993), celle de LTCM (1998) et celle de la bulle Internet (2000-2002) avant la présente crise des « subprime ». Que recèle cette observation ? Depuis le début de la décennie 1990, après la victoire remportée contre l'inflation, la dynamique monétaire menée à Washington a jeté le monétarisme aux orties (ce que prouve le désintérêt total dans lequel restent plongées les statistiques de masse monétaire et de crédit) et s'est engagée dans une voie radicalement nouvelle. Ce qui a rendu possible cette nouvelle révolution monétaire, c'est un contexte durable de faible inflation dans lequel la politique monétaire s'est polarisée sur la croissance et l'emploi et sur l'exploration de nouvelles frontières financières. La FED est restée sourde aux mises en garde précoces provenant en particulier d'autres banques centrales et indifférente à l'explosion de la dette et des prix d'actifs. Elle a répondu avec la dernière énergie aux situations de crise répétées mais mollement réagi à l'accumulation des déséquilibres. Il n'est en conséquence pas surprenant que les opérateurs, instruits par ces expériences répétées, aient acquis la conviction que les opérations de sauvetage nécessaires seraient toujours menées à bien en cas de défaillance (phénomène qualifié par les économistes de « hasard moral »). À chaque fois, il est vrai, depuis quinze ans, l'économie s'est remise d'aplomb d'où beaucoup d'observateurs tirent un sentiment de grande confiance à l'égard de la résilience de l'économie et de la finance modernes ; exact, mais en repoussant à chaque fois la difficulté un peu plus loin. Bref, dans les années 1930 une politique monétaire inadéquate avait propulsé l'économie vers les abîmes ; aujourd'hui, la FED sait éviter cette erreur-là mais le chemin est étroit qui évitera que la crise ne s'aggrave sans créer les conditions d'un nouveau cycle « boom and burst ».

Poussant la comparaison au-delà des aspects monétaires, il est maintenant intéressant d'examiner la dynamique économique des années 1920 et des années 1990 : elle met en évidence des similitudes frappantes, « tantalizing » selon Robert Gordon auquel nous empruntons les quelques éléments qui suivent avant de nous séparer de ses conclusions (son analyse s'interrompt en 2000). Pendant les décennies 1920 et 1990, en résumé, on observe des évolutions très proches pour la croissance du PNB réel (3,4 % et 3,2 % en taux de croissance décennal moyen), de l'emploi (1,7 % et 1,3 %) et de la productivité (2,4 % et 2 %), un rythme d'inflation à des niveaux très bas (0 % et 2,8 %), de même que le taux de chômage (3,2 % en 1929, 4 % en 2000), une courbe de Phillips inopérante. Dans les deux cas, on voit aussi le développement de technologies nouvelles et d'application générale (*general purpose technologies* disent les historiens des techniques), l'automobile et l'électricité au début du siècle, les ordinateurs et plus généralement les technologies de la communication à son terme ; le boom des investissements productifs mais aussi de la construction immobilière est commun aux deux périodes et suggère assez naturellement une interprétation du retournement conjoncturel en termes de surinvestissement. Mais comparer 1929 et 2000 ne mène ensuite pas très loin tant les différences deviennent alors évidentes ; à moins bien sûr que 2000 ne soit pas le bon point de comparaison.

Revenons alors sur la reprise 2002-2007. La disparition de l'épargne et l'emballement de l'immobilier sont les symptômes d'une croissance artificielle parce que nourrie par l'explosion de la dette des ménages : l'aisance monétaire a, pour la première fois dans l'histoire économique, vu s'enchaîner pratiquement sans discontinuité deux phases haussières du cycle, celle de la nouvelle économie et celle de la construction Cette caractéristique étonnante témoigne-t-elle d'une capacité sans précédent des politiques économiques à régulariser le cycle ? Ce serait une victoire inattendue des idées keynésiennes que de voir ainsi George W. Bush et Alan Greenspan démontrer que le volontarisme de la politique économique peut mettre la phase baissière du cycle entre parenthèses. Ou bien les échéances ont-elles plutôt été repoussées ? Et qu'advient-il dans ce cas lorsque toutes les munitions – le déficit à grande échelle et les taux réels négatifs – ont déjà été employés pour prolonger une longue phase d'expansion au-delà de son terme attendu ? En bref, l'heure de vérité peut-elle advenir en 2007 ?

Il faut à ce stade prêter attention à une autre caractéristique des années 2000, la menace déflationniste apparue au premier rang des préoccupations de la FED en 2003. Les économistes considèrent la déflation comme l'une des menaces les plus sérieuses qui pèsent sur les économies de marché : en termes réels, la déflation c'est l'affaiblissement structurel de la demande puisque n'importe quel achat sera, demain, moins coûteux ; en termes financiers, la déflation, c'est la liquidation forcée des actifs – et la chute consécutive de leur prix – pour faire face aux contraintes d'endettement ; et le pire des dangers, c'est que le processus une fois amorcé, il n'existe guère d'instrument de politique économique connu pour y mettre fin. Peut-on, pour se rassurer, évoquer Keynes et sa parabole des trous à creuser et à reboucher ? Malheureusement, le Japon a depuis démontré pendant une décennie que les dépenses publiques les plus extravagantes n'étaient pas en mesure de mettre fin à la déflation.

Dans un travail déjà ancien, dont une partie publiée par la revue *Annales ESC* en 1983, Robert Boyer et moi-même avions comparé les crises des années 1930 et des années 1970 et 1980, montré que les mécanismes déflationnistes avaient une grande part de responsabilité pour expliquer la profondeur de la récession entre 1930 et 1932 et attribué la plus grande résilience des économies contemporaines au fonctionnement de marchés devenus moins concurrentiels. Deux traits étaient apparus particulièrement importants à cet égard, la fixation du prix des produits – qui les fait réagir avec rapidité ou pas à toute insuffisance de demande – et la flexibilité du marché du travail, qui permet ou non aux entreprises d'adapter presque instantanément le volume de l'emploi à l'état des débouchés. Au fonctionnement encore très concurrentiel des années 1930 avaient succédé dans les années 1970 et 1980 des ajustements dont on a souvent dit, pour en dénoncer les méfaits, qu'ils étaient plus « rigides » – ils sont en effet à l'origine de la grande inflation des années 1970, mais que l'on peut aussi de manière plus neutre qualifier de visqueux, soulignant ainsi qu'ils atténuaient l'instabilité ancienne.

Ce parallèle jette une lumière nouvelle sur les transformations observées depuis vingt ans. Célébrée en période de croissance parce qu'elle permet des réactions plus rapides et procure donc un avantage concurrentiel, la flexibilité accrue des marchés des produits et du travail réintroduit des mécanismes d'ajustement « à l'ancienne » qui face à un ralentissement exogène, comme celui de l'immobilier aux États-Unis, peuvent propager plus rapidement les déséquilibres. Au fond, les années 2002-2006 pourraient fort bien avoir été une période de déflation latente masquée par un sursaut cyclique assez artificiel. Au moment où celui-ci arrive à son terme, la conduite de la politique monétaire navigue donc entre deux périls : l'inflation, que la Banque centrale européenne (BCE) redoute de longue date et que la FED n'a pris au sérieux que par une réaction tardive à l'excès de liquidité, et la déflation qui pourrait redevenir un danger pressant si le recul de l'immobilier se répercutait significativement sur l'emploi, la consommation et la capacité de remboursement des ménages. Le dilemme de politique monétaire pourrait alors devenir aigu puisque, conformément à l'activisme déployé en 2003-2004, la lutte contre la déflation doit être engagée avec la dernière énergie et surtout de manière préventive.

Conclusion

Deux conclusions se dégagent finalement de cette enquête.

L'Amérique, qui a si longtemps incarné la figure du dynamisme économique, donne aujourd'hui plutôt l'image d'une économie en fin de parcours. Il est tentant de voir dans la conjoncture actuelle une superposition (« à la Labrousse ») de trois retournements cycliques : d'abord le cycle très long de l'après-guerre, expression du fordisme triomphant, celui de

l'automobile, des autoroutes et du mode de vie suburbain – un modèle de croissance vieillissant dès les années 1970 et 1980 ; puis le rebond plus que décennal entraîné par la nouvelle économie dans les années 1990, arrivé à son terme en 2000-2001, avec un parfum de *gilded age*, la concentration de la richesse avec tous ses signes extérieurs, une décennie prolongée par la reprise artificielle de 2002 ; enfin, amorcé en 2005, le cycle court de l'immobilier à haut risque associant tardivement les plus modestes aux espoirs fous de l'inflation perpétuelle des actifs. Tout cela aboutit en 2007 à multiplier les signes inquiétants : faiblesse de l'épargne, poids de la dette, engagements financiers incontrôlés pour le futur en se bornant aux thèmes traités dans cet article, mais il y en a bien d'autres. L'Amérique a découvert avec Katrina le danger qu'il y avait à traiter la conduite des politiques publiques avec mépris et cette prise de conscience a marqué les élections *mid term* de 2006. En 2008, les élections présidentielles (qui occupent déjà le devant de la scène politique) seront bien sûr dominées par la tragédie irakienne mais, face à l'accumulation des échéances financières, le débat de politique intérieure portera inévitablement, à nouveau, sur les rôles respectifs du marché et du « gouvernement ».

Seconde victime de la crise immobilière, l'héritage d'Alan Greenspan, qionze ans de politique monétaire ! Un trait ne trompe pas à cet égard, le changement de climat intervenu à la conférence de Jackson Hole qui, chaque été, constitue à la fin du mois d'août dans le Wyoming l'une des rencontres les plus prisées des banquiers centraux de la planète. Célébré dans cette enceinte il y a deux ans avec tous les honneurs dus à un général victorieux, le nom de l'ancien président de la FED n'a pas été cité en 2007 mais le procès de sa politique a été vertement mené par ses anciens collègues ou successeurs et une autorité comme Martin Feldstein a identifié ses responsabilités dans la débâcle du marché du logement aussi clairement que le permettent de tels exercices. Le génie d'Alan Greenspan a été de faire entrer les politiques monétaires dans une ère post-monétariste ; mais si la politique monétaire a pu dans ce nouveau contexte sembler se désintéresser du prix des actifs lorsqu'ils montent, on vérifie aujourd'hui qu'elle ne peut, comme le prouve le dilemme auquel sont exposés ses successeurs, rester inerte lorsqu'ils baissent : on peut considérer l'inflation des actifs comme souhaitable ou indifférente, l'approche de leur déflation sème, comme toujours la panique, et revoir le classique *Manias, Panics and Crashes* de Ch. P. Kindleberger. À moins, comme le pire n'est jamais sûr, que l'on sorte de cette phase de méfiance et de pessimisme irrationnels comme d'un mauvais rêve. La responsabilité des banques centrales est à cet égard d'éviter de faire des choix sur lesquels l'histoire prononcerait demain un jugement aussi sévère que celui porté pour les années 1930 : le pragmatisme sera plus que jamais leur vertu cardinale, rien à ce stade ne permet de le mettre en doute.