

**Communication au séminaire de politique monétaire de l'Institut
Turgot :Le rôle des déséquilibres bilantiels du secteur privé dans
la crise de 2007-2008**

**Par Alain Boubilil, Président d'AB 2000
Le 21 octobre 2009**

Tout a été dit, ou presque..., sur la crise financière qui s'est déclenché aux Etats-Unis durant l'été 2007, qui a atteint ensuite l'Europe puis s'est propagé en Asie un an plus tard, provoquant la pire récession que l'économie mondiale ait connu depuis les années 30.

Son origine est identifiée: la titrisation pratiquée par les institutions financières américaines. Elles ont prêté à des particuliers et à des entreprises des centaines de milliards de dollars sans s'inquiéter de la capacité de ceux-ci à les rembourser puisqu'elles étaient assurées de revendre leurs créances à des tiers, dans le monde entier, grâce à des montages complexes qui en occultaient le risque.

Il est donc difficile sinon téméraire d'intervenir sur un tel sujet, notamment après l'exposé très complet fait par Antoine Jeancourt-Galignani dans cette même enceinte il y a un mois. Tant d'analyses savantes ont été avancées depuis l'automne 2008 quand on a pris conscience de l'ampleur de cette crise avec les faillites ou les sauvetages par l'Etat de grandes institutions financières, que l'on a peine à croire qu'il y ait quelque chose de nouveau à dire.

Et pourtant, les questions posées par la reine d'Angleterre (comment se fait-il que les économistes n'aient rien vu venir ?) ou par Paul Krugman plus récemment dans le New York Times (pourquoi les économistes ont-ils été aussi mauvais ?) sont restées sans réponse. La seule certitude de Jean Paul Fitoussi, par exemple (Le Monde, 24 septembre 2009), c'est qu'on ne sortira de la crise qu'à condition de vouloir la comprendre.

Tel est l'objet de cette contribution.

Son radicalisme ne doit pas effrayer le lecteur ou déclencher a priori son scepticisme. Il procède d'une rhétorique bien connue des journalistes : si l'on veut être lu ou entendu, il faut simplifier et parfois forcer le trait.

Personne n'a rien vu venir. Il suffit de relire les déclarations des économistes, des banquiers centraux ou de leurs commentateurs habilités que l'on aura pas, ici, la cruauté de citer, pour s'en convaincre.

La raison en est bien plus simple que l'on ne l'a dit : la science économique aujourd'hui, et plus précisément la macro économie, n'est plus en mesure de décrire les phénomènes qui se produisent dans les pays développés et les mécanismes qui les engendrent.

Elle répand des idées fausses parce que les concepts qu'elle manie et les modèles qui les utilisent, ne rendent compte que très partiellement de la réalité.

En conséquence, elle inspire aux décideurs publics des décisions inappropriées. Incapables de prévenir les crises, les économistes offrent en outre des solutions non pertinentes en guise de remèdes.

A la suite de cette crise, on a été prompt à dénoncer les défaillances.

Celles des banquiers d'abord. Certains présidents ont été remerciés. Des dizaines de milliers de licenciements sont intervenus. Les actions des banques ont chuté et les dividendes ont été

réduits. Malgré le rebond boursier et la normalisation des marchés monétaires, qui parierait aujourd'hui sur un retour définitif à la normale ?

Les agences de notation. Elles ont permis la revente des créances en leur accordant le prestigieux label AAA. Leur savante alchimie a transformé des débiteurs pauvres en emprunteurs aussi prestigieux que le Trésor américain ou la banque d'Angleterre.

Les autorités de régulation, ces Commissions et Comités qui se réunissent portes closes pour s'assurer que tout est en ordre et nous rassurer sur le sort de notre argent. Ont-elles repéré ces dérives? Et pourquoi ont-elles laissé faire ?

Les banques ne peuvent dépasser un certain multiple entre leurs fonds propres et le montant de l'argent qu'elles prêtent. Mais leurs profits découlent du volume des prêts qu'elles font et de la capacité de leurs clients à les rembourser. D'où la solution miracle: pour échapper aux foudres des régulateurs, il leur suffisait de revendre leurs créances à des institutions non régulées qui les replaceraient ensuite dans le monde entier. Ces montages financiers sortaient de la juridiction des régulateurs puisqu'ils avaient été conçus pour cela.

Entre 1987 et 2007, le rapport entre les fonds non régulés et les dépôts bancaires est passé de 10% à 40% selon une étude de JP Morgan (FT, 24 avril 2008). Il est difficile de prétendre qu'il s'agissait d'un phénomène marginal ou trop complexe pour être décelé.

Personne ne s'est étonné non plus de la hausse du taux de retour sur capitaux propres des banques, qui était l'objectif avoué de ces manipulations financières. On a préféré l'attribuer au génie de leurs auteurs et leur octroyer de substantielles rétributions.

Restent enfin, les banques centrales, avec, au premier rang, la Réserve fédérale des Etats-Unis et son président d'alors, Allan Greenspan. Il est accusé d'avoir encouragé l'endettement des américains en pratiquant des taux d'intérêt trop bas depuis 2001. Vue l'imagination commerciale déployée par les courtiers et par les banques pour permettre aux emprunteurs de ne rien rembourser au début (de façon à avoir le temps de replacer les créances), on comprend vite que le niveau des taux n'était pas le fond du problème.

Le procès qu'on lui fait n'est pas le bon. Il faut l'avoir entendu répondre avec conviction à ceux qui s'inquiétaient du déficit des paiements extérieurs de son pays qu'il était le résultat d'un déséquilibre structurel... chez les autres !! L'excès d'épargne chez les partenaires des Etats-Unis provoquait, selon lui, une sous-consommation pénalisant les exportations américaines, ce qui générait un déficit dont son pays n'était donc pas responsable. Et ce déficit était d'autant moins répréhensible qu'il était financé sans difficultés. Il n'existait donc pas.

Reconnaissons que deux ans après le début de la crise, cette position est encore largement partagée, notamment vis-à-vis de la Chine et de l'Allemagne puisqu'elle a été au cœur des négociations sur le communiqué final de Pittsburgh.

Il faut aussi se souvenir de l'incroyable « mode anglaise », plus précisément londonienne qui a sévi en France entre 2000 et 2007, parallèlement d'ailleurs avec la poussée du déclinisme français. La croissance du Royaume-Uni, comme celle des Etats-Unis n'était-elle pas la preuve de la supériorité de leur système et de la vanité des arguments de ceux qui, au nom du respect des équilibres, la mettait en doute?

Il serait excessif d'accabler Allan Greenspan et ses collègues car les économistes de toutes tendances ont adhéré, sous une forme ou une autre, à ces raisonnements. L'aveuglement a été collectif. Son origine est conceptuelle : **le taux de croissance du PIB est-il encore un indicateur pertinent pour juger de la réussite ou de l'échec d'une nation, donc d'une politique ?**

I La fin du paradigme de la croissance du PIB, ou l'échec de la macroéconomie

Les déséquilibres mentionnés ci-dessus étant largement identifiés, seule leur signification et leurs conséquences auraient du faire débat.

Ces dernières années, l'économie américaine, comme ses sœurs anglaises et espagnoles et jusqu'à ses petites cousines irlandaises et islandaises, avaient suscité l'admiration grâce à une croissance nettement plus élevée qu'en Europe continentale ou qu'au Japon, espaces comparables sinon par la taille du moins par le niveau de développement.

Cette supériorité mesurée par le taux de croissance, c'était aussi celle du modèle économique et social américain et de ceux qui s'en inspirait. Pour atteindre ce niveau de performance, il fallait donc s'en imprégner, faire des « réformes ». La dimension politique, sinon idéologique de cette analyse n'était pas absente et n'a pas disparue avec la crise.

Un certain consensus s'était fait autour de ce qui était alors censé être à l'origine de cette réussite : l'allègement de la fiscalité sur les hauts salaires, sur les revenus du capital, sur la fortune et sur les bénéficiaires des entreprises, sur ce qu'à l'OCDE, on a baptisé d'un merveilleux euphémisme « les facteurs mobiles de production » ; venaient ensuite la « flexibilité » en matière d'emploi, la primauté de l'équilibre budgétaire et la condamnation sans appel de l'endettement public. Enfin, on prônait une distinction plus claire entre ce qui relevait de la solidarité et ce qui concernait l'assurance, entendez par là une plus grande privatisation du système de protection sociale, santé et retraite au premier chef.

Ce qui de tout temps avait relevé de l'Idéologie, était désormais invoqué, grâce au paradigme de la croissance, au nom de la Raison. Le débat demeure mais notre propos n'est pas de l'alimenter. Il se situe au niveau du concept même de production et de croissance. Quelle est sa signification véritable ?

Inventé au lendemain de la Seconde Guerre Mondiale avec la Comptabilité Nationale dans le but d'éclairer les gouvernements sur les progrès accomplis pour reconstruire le monde, le concept mesure ce qu'un espace national produit chaque année et quelle est son évolution d'une année sur l'autre. Les économistes ont modélisé la production grâce à une fonction mathématique qui décrit le rôle des facteurs de production, le capital et le travail, lesquels incorporent une dose de progrès technique.

Le modèle fonctionne comme une identité algébrique : le produit augmenté des importations (les ressources) est égal à ce qui est consommé, à ce qui est investi et à ce qui est exporté, augmenté ou diminué suivant les cas des variations de stocks. **L'équilibre entre les ressources et les emplois décrit l'économie et le propre de la politique économique est d'agir sur cette équilibre.**

Mais cette description est extraordinairement lacunaire. Quid à la fin de chaque année de ce qui a été épargné? Quid de l'accumulation des richesses? Quid de l'équilibre des marchés où s'échangent les actifs accumulés ? Et quid de l'influence sur les agents économiques de la détention d'un patrimoine et de l'évolution de sa valeur? Au delà de « l'effet de richesse » souvent invoqué à la suite des travaux de Pigou dans l'entre-deux-guerres mais jamais intégré dans les modèles, aucune considération n'est apportée à la situation patrimoniale des agents économiques, sauf quand il s'agit de l'Etat. Ceci tranche, naturellement, avec les modèles micro-économiques ou, par exemple, le taux d'actualisation fait le lien entre la valeur présente et future d'un actif ou d'une dette.

Pour résumer, l'appréciation portée sur la situation de l'économie par les économistes repose uniquement sur les comptes d'exploitation et pas sur les bilans. Elle était peut-être pertinente en 1960. Elle ne l'est plus aujourd'hui. Quel analyste financier oserait prétendre qu'il peut juger une entreprise sur son compte d'exploitation, en ignorant son bilan ? Qui se risquerait à faire des prévisions sur le sort d'une entreprise, sans tenir compte de sa situation financière, de son endettement et de sa structure au regard des actifs ?

La science économique, et plus exactement la macroéconomie, ressemble à la physique d'avant Einstein : elle ignore la quatrième dimension, le temps, c'est à dire la trace du passé, dans les comptes des agents. Elle est donc parfaitement impuissante à décrire toute une série de phénomènes qui interagissent entre eux et peuvent déclencher des déséquilibres majeurs, porteurs de ruptures. **C'est très exactement ce qui s'est produit en 2007.**

Ironie de l'histoire, en France, un aréopage d'intellectuels convoqué par le Président de la République, pour réfléchir aux moyens de stimuler la croissance, remettait sa copie au moment précis où le monde allait entrer dans l'une des pires récession de son histoire.

Conscient, tardivement, des doutes qui pesaient sur la portée de ce chiffre magique, le taux de croissance, sur le fétichisme qu'il déclenchait (Alfred Stiglitz, Les Echos, 14 septembre 2009) on convoquait à la hâte...Mai 68 !

Beaucoup a déjà été dit, et depuis longtemps, sur l'incapacité de l'indicateur à rendre compte des dégâts sur l'environnement, de la valeur des biens publics et des avantages que l'on peut tirer de services collectifs ou gratuits. En outre, pas plus que la croissance, la consommation de biens marchands n'est un indicateur de satisfaction pour ne pas parler du bonheur.

Sen et Stiglitz, dans le cadre de la mission qui leur avait été confiée ont répété, en les modernisant, des critiques vieilles de près d'un demi siècle. Espérons que l'appareil statistique progressera dans la voie qu'ils ont tracé, sinon ouverte, et fera œuvre de pédagogie.

Mais on ne pouvait attendre d'eux qu'ils remettent en cause les principes de l'analyse économique. Tel est pourtant ce qui est à l'ordre du jour.

On ne peut plus se borner à expliquer qu'il existe une sphère réelle et une sphère financière (Main Street où l'on fait ses achats et Wall Street où l'on place son argent comme on le dit parfois aux Etats-Unis) qui coexistent mais qui obéissent à des règles différentes sans précisément intégrer dans les modèles les interactions de l'une sur l'autre. Au delà de considérations littéraires sur l'effet de richesse, l'analyse économique ne formalise pas les interactions entre les agrégats des deux sphères, la consommation et l'investissement d'un

côté, les actifs et les dettes de l'autre. Par la magie de Wall Street, Main Street est toujours financée. Toujours, sauf jusqu'au jour où cela s'arrête. **C'est ce qui vient de se produire.**

La première leçon des événements de 2007-2008, c'est bien que les deux sphères ne font qu'une et qu'il faut les considérer comme un tout. Aux économistes de le reconnaître et de forger de nouveaux modèles qui décriront enfin la réalité.

Les outils de mesure sont imparfaits, Sen et Stiglitz ont confirmé ce que l'on savait depuis longtemps. Mais ils sont aussi obsolètes. Ils ont été conçus au lendemain de la guerre, à un moment où les pays sont ruinés, où leur stock de capital est dérisoire. Les pays développés ne sont plus du tout dans cette situation.

Après un demi-siècle de paix et d'accumulation, le comportement des agents économiques n'est plus uniquement dicté par leurs revenus. L'épargne accumulée, leur capital, sa liquidité, l'analyse faite sur l'évolution du prix des actifs qui le composent, les facultés d'emprunt, etc.. tout cela influe sur l'équilibre général au même titre que l'évolution du pouvoir d'achat.

Et c'est encore plus vrai des entreprises en économie ouverte, dont la génération de liquidités peut-être placée, ou employée à racheter un concurrent ou réinvestie en actifs productifs. Les profits d'hier ne font plus seulement les investissements d'aujourd'hui et les emplois de demain. Ils peuvent, grâce à l'endettement, faire aussi les acquisitions de demain.

On a mis un certain temps à en prendre conscience parce qu'une part significative de l'accumulation de richesse intervenue entre 1970 et 1985 avait été confisquée par l'inflation. Les épargnants ont été spoliés et les Etats qui s'étaient endettés à taux fixe ont vu leur dette considérablement allégée. Mais ce n'est plus le cas depuis vingt ans.

Les dernières décennies ont été marquées dans certains pays développés (Europe continentale notamment à l'exception de l'Espagne) par une formidable accumulation d'épargne. Et cette épargne, au lieu d'être laminée par l'inflation s'est en outre valorisée. Bien avant l'apparition en Chine des excédents que l'on observe depuis cinq ans, de nombreux pays avaient connu un enrichissement sans précédent.

Et, autant des trésors d'intelligence ont été déployés pour trouver comment placer ces capitaux, autant, du côté de la réflexion économique, ce fait nouveau considérable, de nature à saper les fondements même de la discipline, a été complètement ignoré.

D'où l'incapacité des économistes à mesurer toute la portée des premiers craquements intervenus durant l'été 2007. La présence simultanée aux Etats-Unis (et en Angleterre) d'une croissance forte, d'un déficit très important des comptes extérieurs et d'un grave déséquilibre bilantiel des ménages américains et anglais, aurait dû susciter une toute autre réponse que le sophisme d'Allan Greenspan, lequel n'exprimait répétons-le que le consensus des experts.

Si le point de vue dominant n'a pas été contredit, c'est parce qu'en ne regardant que les flux économiques (la croissance de la production) et non les actifs et les passifs de l'économie américaine, on n'avait qu'une vue très partielle de la réalité. Les maisons qui étaient construites comme les voitures achetées à crédit entraient bien dans le décompte du PIB... **mais elles n'étaient pas payées.**

La titrisation a été un palliatif à l'insuffisance d'épargne. Le placement à l'étranger des créances a servi à financer le déficit extérieur. Et les économistes ne se sont pas posé la question de savoir si le recours à une technique financière était capable durablement de remédier à un déséquilibre fondamental pour la simple raison que celui-ci était de nature bilantielle, par construction ignoré dans la théorie donc dans les modèles.

Notons au passage que l'endettement n'a pas concerné que le secteur immobilier. L'encours du crédit à la consommation consenti aux familles américaines est passé de 6400 à 18 000 milliards de dollars entre 2000 et la fin 2006. Là aussi la titrisation, au rythme de 100 milliards par mois a permis de compenser l'insuffisance des capitaux propres des banques.

C'est bien parce que la réflexion économique, quelle que soit l'école de pensée dont elle se réclamait (Keynésienne ou « eau de mer » pour reprendre la classification savoureuse de Krugman en faisant allusion au fait que les universités plutôt libérales sont situées en bord de mer, ou « eau douce » pour les monétaristes de Chicago), a fait complètement l'impasse sur cette dimension bilantielle que les économistes ont été aussi dépourvus de réponse quand la crise est intervenue.

II. L'approche bilantielle (BSA ou Balance Sheet Approach)

La macroéconomie, avec ses bases de données, les comptabilités nationales, et ses modèles n'a pas cherché à formaliser les interactions inévitables qui existaient entre la situation financière des agents économiques et les lois qui régissent la production et les échanges.

Ainsi les institutions financières ont prêté, grâce à la titrisation, aux ménages américains et anglais des sommes que ceux-ci n'étaient pas forcément capables de rembourser. Les maisons ont été construites, les voitures ont été fabriquées ou importées, les inscriptions dans les universités ont été acceptées (car les étudiants s'endettent pour payer leurs études), les transactions ont été conclues et ont donc été inscrites dans les comptes de l'année. Seulement elles n'ont pas été payées : elles ont été simplement inscrites au passif des emprunteurs et à l'actif des institutions financières, ce qui, accessoirement, a provoqué un gonflement des bilans (et des « hors-bilan ») de ces institutions. Et cela, le PIB n'avait pas vocation à le retracer. D'où cette formidable erreur d'appréciation sur la situation de l'économie américaine mais aussi des économies anglaise, espagnole ou irlandaise.

Les économistes et les statisticiens ont donc du pain sur la planche s'ils veulent relever ce défi : donner une vision plus exacte de la réalité économique en ajoutant une seconde dimension à leurs modèles et en estimant les interactions qui existent entre bilans et comptes d'exploitation des agents économiques, donc des nations.

C'est à ce prix qu'ils pourront évaluer les performances réelles des uns et des autres, repérer les déséquilibres et formaliser les choix de politique économique pour y remédier. Ils constateront alors, que, dans les pays développés, croissance et enrichissement ne vont pas de pair et qu'une divergence durable entre ces deux indicateurs est annonciatrice de crises graves. C'est exactement ce qui se produit aujourd'hui.

Un pays A qui connaît pendant dix ans une croissance de 2% avec un taux d'épargne des ménages de 10 % du PNB et un excédent cumulé de ses paiements extérieurs de 10% du PNB est dans une meilleure situation qu'un pays B avec une croissance de 3% par an mais un taux d'épargne de 1% du PNB et un déficit cumulé de ses paiements extérieurs de 45% du PNB.

A la fin de chaque année, les habitants du pays A ont accru leur consommation un peu moins que ceux du pays B, dont la production, en revanche, a cru plus vite. Mais au terme des dix ans, grâce à la magie des intérêts composés, les habitants du Pays A auront une augmentation de la valeur de leurs patrimoines plusieurs fois supérieure à celle observée dans le pays B, avant même toute prise en compte de l'évolution du prix des actifs qui les composent.

Qui n'a reconnu dans ces deux situations les performances de la France et des Etats-Unis entre 1996 et 2006 décrites par le Système de réserve fédérale et l'INSEE? Depuis 1995, le patrimoine des français s'est accru trois fois plus vite que celui de leurs homologues américains (hors effet de taux de change). Et qui oserait prétendre que la performance économique du pays B est supérieure à celle du pays A ?

La défaillance des économistes n'a pourtant pas été générale.

Si personne ne s'est réellement intéressé à l'approche bilantielle dans les pays développés, il n'en va pas de même pour les pays émergents.

Peu après la crise thaïlandaise, Paul Krugman, dans un article destinés aux *Mélanges en l'honneur de Robert Flood*, rédigé en janvier 1999 et publié par le M.I.T., et intitulé « Bilans, le problème des transferts et les crises financières » suit cette approche sans toutefois la théoriser et lui donner un caractère général.

Les excédents de dollars accumulés dans les banques japonaises avaient incité celles-ci, avec la bienveillance de la Banque du Japon, à les prêter à des entreprises étrangères en Asie plutôt que de les céder sur le marché, ce qui aurait accru les pressions à la baisse du dollar. C'est ainsi que les entreprises thaïlandaises s'étaient lourdement endetté en dollar, là aussi avec le soutien et même la garantie, de la Banque centrale de Thaïlande. Ce qui devait arriver, arriva. La Banque centrale ne put maintenir la parité du bath. Celui-ci s'effondra et la moitié des entreprises du pays furent acculées au dépôt de bilan face à des pertes de change insoutenables. C'est ainsi que la crise asiatique débuta.

Pourtant, suivant les critères traditionnels, l'économie thaïlandaise était saine, avec une croissance qui se modérait, une inflation limitée et une gestion prudente des finances publiques. Paul Krugman remarque qu'en outre, aucun signe avant-coureur des crises financières classiques n'avait été décelé. Pourtant c'est bien, conclut-il, le choc de la dévaluation sur les bilans des entreprises qui a plongé le pays dans la crise.

Les économies asiatiques s'étant remises de leurs déboires, la réflexion sur les causes des crises financières n'allait pas s'interrompre pour autant, notamment au FMI qui lança une vaste réflexion sur la « Balance Sheet Approach ». Celle-ci donna lieu à un rapport (Working Paper N° 02.210, décembre 2002) rédigé par un groupe d'économistes où figurait Nouriel Roubini, qui devait acquérir plus tard une large notoriété en ayant été l'un des premiers à mesurer l'importance de la crise des sub-primes. Le document, avant publication, avait été revu par Tim Geithner, qui allait devenir Secrétaire d'Etat au Trésor dans l'administration Obama, mais suivant la tradition, il n'engageait pas le Fonds.

Le rapport mettait en évidence le rôle des déséquilibres bilantiels des agents privés (surendettement, endettement en devises étrangères, décalage excessif de maturités, volatilité des garanties) dans les crises financières récentes qui se révélaient être d'une nature différente

des crises de balance de paiements classiques où une gestion publique mal maîtrisée assortie d'une volonté de s'accrocher à une parité débouchait inévitablement sur une crise de changes.

Le rapport recommandait d'améliorer l'information sur les données bilantielles du secteur privé, de construire des matrices destinées à mettre en évidence les risques de déséquilibres potentiels dans la situation financière des agents privés susceptibles de provoquer des crises et d'enrichir la surveillance des Etats-membres sous tous ces aspects. Mais à aucun moment ces experts n'imaginaient que leurs recommandations devraient s'appliquer aux pays développés.

Les tentatives de modélisation auxquels ils se livraient où qu'ils citaient n'avaient pour objet que de faire ressortir les situations de rupture annonciatrice de crise. Ils ne poussèrent pas la réflexion jusqu'à considérer que désormais la modélisation de l'équilibre général d'une économie devait intégrer les actifs et les passifs.

Depuis 2002 et jusqu'à la crise de 2007, ces réflexions n'ont pas progressé. En particulier, aucune attention n'a été portée aux conséquences macroéconomiques du surendettement du secteur privé. Bien au contraire, la quasi-totalité du débat s'est focalisé sur l'endettement public. Ironie de l'histoire, si le Royaume-Uni avait été membre de l'eurozone, il aurait été félicité pour son parfait respect des critères de Maastricht. Quant à l'Espagne et à l'Irlande...

Au delà d'une révision drastique des modes d'appréciation des performances économiques des nations, qu'il incombe aux économistes de mettre en forme et de modéliser et que les statisticiens doivent nourrir en collectant les données pertinentes, c'est aussi la politique économique qui ne peut plus ignorer la dimension bilantielle et qui doit désormais l'intégrer.

Le débat intervenu lors de la réunion officieuse des banquiers centraux à Jackson Hole en août 2009 sur la nécessité ou non de lutter contre les bulles financières montre que ces questions sont désormais à l'ordre du jour mais que les concepts et les outils font encore défaut.

III Les nouveaux enjeux de la politique économique

Un bouleversement conceptuel tel que l'appréhension de la situation d'un pays par les bilans des agents économiques n'est pas sans conséquence sur les outils de la politique économique qui ont été essentiellement forgés pour intervenir sur les revenus.

Le séminaire de l'Institut Turgot étant consacré à la politique monétaire, on ne mentionnera que pour mémoire la politique des revenus, la question des retraites et la politique budgétaire avant de tracer quelques pistes de réflexion pour la politique monétaire.

La politique des revenus

Sous ce vocable « années 60 », que personne n'oserait aujourd'hui reprendre tel quel à son compte, figurent pourtant la fixation des bas salaires quand existe un salaire minimum, la politique des charges sociales et la fiscalité directe sur les ménages qui influent directement sur leur situation financière et la demande qu'ils adressent à l'appareil de production.

Si l'on fait abstraction des considérations politiques relatives à la justice sociale et à un éventuel objectif de réduction des inégalités, la théorie économique était jusqu'à présent insensible aux questions de répartition. Seule comptait la demande globale.

La crise de 2007-2008 a largement démontré que cette approche était désormais obsolète. Une distribution de plus en plus inégalitaire des revenus, aggravée le cas échéant par une évolution de la fiscalité de moins en moins redistributrice provoquait une baisse du taux d'épargne et constituait un puissant facteur d'incitation à l'endettement des ménages, ceux-ci compensant la baisse relative de leur revenus par une dégradation de leur situation bilantielle.

Tel a été le cas aux Etats Unis depuis 25 ans et au Royaume Uni depuis 1990. Le taux d'épargne étant inversement proportionnel à l'écart au salaire médian, l'incitation à l'endettement était d'autant plus forte qu'une part croissante de la population y avait recours pour compenser l'écart avec le niveau de consommation souhaité.

Les évènements récents montrent qu'un tel modèle n'est pas soutenable et qu'une politique de distribution plus égalitaire des revenus au sein de la richesse nationale permet de réduire les risques de déséquilibres bilantiels des ménages dont on sait désormais qu'ils sont porteurs de crises financières graves.

Le gestion des systèmes de retraite

A partir du moment où la situation financière des ménages est appréhendée dans sa totalité (revenus, endettement et actifs) et où l'on sait que l'épargne accumulée par la génération précédente est transmise concomitamment avec le départ en retraite de la génération suivante, la gestion du système des retraites devient moins problématique et la fiscalité frappant cette transmission peut être un outil efficace de réduction des déséquilibres et de correction de trop fortes inégalités (cas des familles nombreuses par exemple).

La politique budgétaire

Au delà du débat idéologique sur le bien fondé ou non de la dépense publique, la réflexion a porté sur la nature de ces dépenses et, puisque celles-ci apparaissaient relativement rigides, sur leur financement, par l'impôt ou par l'emprunt et dans quelles proportions.

Si l'exigence d'efficacité de la dépense ne saurait être remise en cause et si la nature de celle-ci est l'essence même du débat au sein de la Cité, le débat économique se ramène au financement. Depuis la crise de 1929 et les travaux de Keynes, toute une école de pensée s'est construite autour du rôle stabilisateur en longue période du budget de l'Etat les déficits permettant en bas de cycle de compenser une demande défailante et les surplus en haut de cycle permettant de rembourser les dettes.

Cette pratique est tellement entrée dans les mœurs que tous les Etats se sont massivement endettés, encouragés en outre jusqu'en 1985 par la forte inflation qui agissait à la hausse sur leurs recettes et qui allégeait la charge du remboursement. Le bilan de l'Etat se rééquilibrait mécaniquement au détriment des bilans des autres agents économiques.

L'inflation disparaissant, la dégradation du bilan de l'Etat s'accéléra au point que l'on juge aujourd'hui les nations par leurs taux d'endettement public et que des traités (Maastricht notamment) y font directement référence.

La crise que nous traversons, et qui se traduit par une envolée de l'endettement public jamais observée en temps de paix, conforte-t-elle la thèse du « péché budgétaire » encore énoncée récemment (Les Echos, 9 octobre 2009), après Michel Pébereau, par Jean Peyrelevade ?

Assurément non. Les pays, dont l'endettement public était plutôt modéré, sont ceux qui ont constitué l'épicentre de la crise. Surtout cette crise a montré que le concept même d'endettement public perdait beaucoup de son sens puisque l'Etat n'a pu faire autrement que de garantir les dettes du système bancaire, faisant entrer celles-ci implicitement dans ses propres engagements.

Dans ces pays, ce fut bien l'excès d'endettement privé et non l'endettement public, ce furent les déséquilibres bilantiels des agents privés qui provoquèrent les turbulences que l'on a observé. Dès lors, la politique budgétaire devrait-elle s'affranchir de toute contrainte ?

Certainement pas car elle ne doit pas contribuer à accroître durablement l'endettement global de la nation. Exprimé autrement, on pourrait dire que tant que le taux d'épargne financière des agents économiques privés, principalement des ménages, est supérieur au taux de déficit budgétaire, il n'y a pas de risque de crise car il n'y a pas de détérioration de la situation bilantielle du pays. Le taux d'endettement public n'a donc pas du tout la même signification suivant qu'il a été financé par l'épargne nationale ou pas.

Même peu élevés, les déficits anglais et américains n'étaient pas couverts par l'épargne des ménages et des entreprises américaines ou anglaises mais par les Trésors chinois ou japonais. A l'inverse, le déficit budgétaire élevé de la France, durant les dix années qui précédèrent la crise fut largement financé par l'épargne nationale, même si la dette publique était partiellement détenue par des non-résidents du fait de l'internationalisation des marchés, dette à son tour couverte par les actifs étrangers détenus par les résidents français.

Le niveau du déficit budgétaire importe peu tant qu'il est couvert par l'épargne. Il procède d'un choix politique qui est de répartir entre les générations la charge de la dépense.

Dans cette optique, l'eurozone devrait amender les critères de Maastricht et inventer un « Pacte de stabilité financière » qui imposerait en longue période la contrainte du financement par l'épargne nationale d'un éventuel déficit public.

La politique monétaire

C'est naturellement la politique monétaire qui sera le plus bouleversée par le changement de paradigme et par l'introduction des données bilantielles donc de la « sphère financière » dans le champ de son action, perspective, on s'en doute, bien plus combattu par les institutions financières qu'une éventuelle limitation des bonus des traders.

L'approfondissement de la réflexion économique doit conduire à s'interroger sur les conséquences, pour un pays, des différents niveaux d'endettement des agents et des remèdes à apporter, principalement par la politique monétaire puisqu'en dernier ressort c'est elle qui règle la fourniture de liquidités, soit en agissant sur leur prix (taux d'intérêt) soit sur leurs quantité en se plaçant en position de prêteur de dernier ressort.

Pour l'instant, le débat entre responsables politiques comme entre économistes, porte exclusivement sur l'endettement public. L'incidence du niveau et de la structure (maturité,

monnaie dans laquelle sont libellées les créances et les dettes) de l'endettement privé sur les équilibres macroéconomiques a suscité peu d'analyses approfondies et on ne dispose pas, comme on l'a vu, d'un corpus théorique permettant d'intégrer la situation bilantielle des agents dans la description de l'équilibre des marchés de biens et de services. C'est à cela qu'il faudrait remédier en priorité, par exemple en utilisant les matrices bilantielles décrites dans l'étude du FMI.

En France, par exemple, l'appareil statistique devrait être unifié et les compétences de l'INSEE et de la Banque de France mises en commun.

A partir des séries reconstituées qui montreraient l'évolution au fil du temps des données bilantielles des agents privés, on pourrait en tirer des conclusions sur la fragilité et sur l'instabilité des systèmes économiques générateurs de crises et surtout sur l'efficacité de la politique monétaire.

On assigne en général à celle-ci deux missions: contribuer à la stabilité des prix, c'est par exemple le mandat prioritaire, sinon unique de la BCE et financer l'économie pour que soient réalisés les objectifs de croissance et d'emploi.

Il n'est pas excessif de dire que la crise de 2007-2008 a sapé la crédibilité des autorités monétaires. Allan Greenspan a reconnu devant le Congrès qu'il avait assisté à l'écroulement du système de pensée qui avait fondé son action pendant vingt ans.

Rétrospectivement, il est en effet difficile d'attribuer à la politique des taux d'intérêt la stabilité remarquable des prix observée depuis plus de deux décennies. Et quand celle-ci a été brièvement et modestement (en comparaison par exemple à ce qui s'était produit de 1971 à 1982) affectée par la hausse brutale des cours des matières premières, il est également difficile de soutenir que c'est à la suite des erreurs de MM. Trichet ou Bernanke.

Le premier propos de la politique monétaire n'a-t-il pas ainsi été vidé de son contenu ?

A l'inverse, l'action, conforme à leur mandat, des banques centrales sur toute cette période n'a pas empêché la catastrophe financière de 2007. A quoi sert donc cet outil si on ne peut pas lui attribuer la réalisation des objectifs contenus dans son mandat et si en outre, il est incapable de prévenir des dérèglements financiers majeurs qu'il a la charge de surveiller ?

L'économiste néerlandais Dirk Bezemer (Financial Times, 8 septembre 2009) donne une explication simple : « Il était impossible à leurs modèles de prévoir qu'une récession soit provoquée par des dettes, puisque dans leurs modèles, il n'y avait pas de dettes ». Et il ajoutait : « cette modélisation économique du monde où les dettes n'existent pas, il est urgent de la corriger. » Il rejoignait ainsi, pour les pays développés les réflexions faites sept ans plus tôt au FMI à propos de la crise asiatique... et notre propos.

Deux chantiers sont à ouvrir.

Le premier concerne l'évolution du prix des actifs. On appelle cela la prévention des « bulles ». Il est aujourd'hui au cœur des discussions privées entre banquiers centraux. Outre une question de principe, il soulève un problème de fond.

Si on s'accorde généralement à reconnaître le caractère nocif de l'« exubérance irrationnelle » des marchés, personne ne sait comment s'y attaquer ni n'en comprend véritablement les causes. A l'axiome « les prix définis par le marché sont toujours justes » on peine à opposer un mode d'intervention rationnelle sur les prix qui corrigerait cette exubérance.

Et pourtant on saisit mal au nom de quoi l'inflation des biens et des services serait plus dommageable et d'une nature différente de l'inflation des actifs. La réflexion des banques centrales n'en est qu'à ses débuts. Elle ne débouchera que si les autorités politiques, soucieux de prévenir de nouvelles catastrophes, leur donne un mandat clair. Ce n'est pas le cas aujourd'hui, tant les oppositions du système financier sont vives.

La seconde question concerne l'alimentation en liquidités de l'économie.

Dans les modèles économiques traditionnels où seuls les revenus sont comptabilisés, les financements accordés aux agents privés ont pour objet l'acquisition de biens et de services. Le crédit aux particuliers permet l'acquisition d'une maison, d'un bien durable voire finance la consommation courante tandis que le crédit aux entreprises couvre le fonds de roulement et l'investissement productif.

Ce n'est plus le cas aujourd'hui. Même pour les particuliers, les moyens de financement peuvent être dédiés à des opérations purement spéculatives (immobilier aux Etats-Unis ou en Espagne). Et les capitaux prêtés aux entreprises peuvent servir à des acquisitions voire au rachat de l'entreprise elle-même (LBO) quand il ne s'agit pas, purement et simplement d'alimenter des prises de positions spéculatives sur les marchés d'actifs (hedge funds). Dès lors, les enjeux de la politique monétaire changent de nature. En cas de risque de crise systémique, les banques centrales ne peuvent se dérober devant leurs responsabilités et une politique de relance peut complètement manquer son but si les liquidités ne sont pas consacrées au financement de l'activité.

Jean Claude Trichet, Mervyn King comme Ben Bernanke avaient pourtant clamé haut et fort que le rôle de leurs institutions n'était pas de sauver les banquiers. Mais ce dernier s'était empressé d'ajouter dès le 31 Août 2007 lors du séminaire de Jackson Hole qu'il était bien forcé de tenir compte, quand il déterminait la politique de la Réserve fédérale, des risques associés aux turbulences financières.

La FED a dû progressivement assouplir les normes relatives à la qualité des actifs financiers qu'elle acceptait de prendre en dépôt en échange de l'octroi de liquidités aux banques américaines. En même temps les organismes publics de financement au logement voyaient leurs règles de fonctionnement assouplies par le Congrès.

La Banque Centrale Européenne a fait de même. Elle a découvert ensuite que le mécanisme qu'elle avait institué pour refinancer le système bancaire avait été utilisé par certains établissements pour se défaire de leurs créances douteuses. Difficile de leur reprocher puisque leurs concurrents américains et anglais avaient la possibilité de le faire.

Seul un regard acéré sur l'évolution de la situation bilantielle des agents privés peut éclairer les acteurs de la politique monétaire sur la pertinence de leur action. En particulier, la « déflation par la dette » qui intervient quand la chute de la valeur des actifs qui venait en garantie d'une dette rend celle-ci insupportable, est plus facile à prévenir qu'à guérir.

Enfin, on est dans l'ignorance totale des effets à long terme des stratégies de sortie de crise par la fourniture massive de liquidités (« quantitative easing ») qui se traduisent, outre les garanties de l'Etat sur les dettes privées et les prêts massifs du Trésor public aux firmes en difficulté, par le gonflement des bilans des banques centrales (le bilan de la FED est passé de 1000 à 2000 bn\$ en moins d'un an).

Le déficit de réflexion est donc particulièrement net pour la politique monétaire, qu'il s'agisse de la prévention des bulles d'actifs ou des déséquilibres bilantiels des agents privés. Et l'internationalisation des mouvements de capitaux exige que ce déficit soit comblé en associant les autorités monétaires des principaux pays et qu'ils se mettent d'accord sur le constat qui vient d'être dressé.

Tous seront, tôt ou tard, bien forcé d'admettre que malgré les dispositifs techniques qui permettent (pour combien de temps ?) de ne pas intégrer les passifs bancaires garantis par l'Etat dans la dette publique, la différence devient singulièrement ténue entre endettement public et endettement bancaire privé dès lors que les banques centrales se portent garantes.

C'est donc toute une problématique qui est en train de s'inverser à partir de la crise financière. Avant, l'endettement public est critiquable et l'endettement privé financé par le système bancaire sans incidence sur la marche de l'économie. Après, le refus de la mise en faillite des établissements financiers imprudents au nom de la protection des déposants et de la solidarité nationale, aboutit à la mutualisation (ou à la nationalisation ...) des pertes. On ne se pose pas la question de savoir qui va payer à la fin.

En particulier, personne n'est capable de mesurer l'impact de ces mesures sur les économies concernées. Le transfert massif d'endettement des agents privés (familles et institutions financières) vers l'Etat aura-t-il des conséquences sur l'inflation et/ou sur les équilibres budgétaires à venir rendant nécessaires des augmentations d'impôt ?

Quelles techniques de resolvabilisation va-t-il falloir inventer pour réamorcer la pompe de la croissance dans les pays affectés par la crise financière puisque celle-ci résultait du crédit ?

Les banques et leurs régulateurs trouveront certainement un compromis qui se traduira, pour celles-ci, par une baisse significative des retours sur capitaux propres et des profits. Mais il serait illusoire de penser qu'elles abandonneront toute idée d'accélérer leur développement. Elles trouveront autre chose que la titrisation si le marché le demande.

Et les responsables économiques ? Quelles leçons devront-ils tirer ? Deux issues sont possibles.

Ou bien, l'alerte passée après une sévère récession et le ré-échelonnement des dettes, on conserve, avec les mêmes critères et les mêmes raisonnements, le paradigme de la croissance. Le monde poursuivra alors son chemin jusqu'à la prochaine catastrophe.

Ou bien le paradigme est remis en cause, la réflexion, donc le jugement sur les performances des économies est élargi et la politique économique s'enrichit d'instruments destinés à viser un véritable équilibre entre Wall Street et Main Street. Cette crise n'aura, alors, pas été inutile.

CONCLUSION

La crise de 2007-2008 est plus qu'une crise économique et financière. Elle n'est pas une crise comme les autres. Elle se double d'une crise de la pensée économique.

Cette dernière ne sera résolue qu'à trois conditions :

- Un changement de paradigme
- Un effort de recherche pour identifier à partir de l'évolution des données bilantielles des agents privés les facteurs de risque et les mécanismes qui déclenchent les crises comme cela a été fait par le passé pour les crises de balance des paiements
- Une refonte de la régulation pour donner les moyens d'intervenir lorsque ont été identifiés les déséquilibres

Rien pourtant, dans le débat actuel, ne laisse penser que l'on s'oriente dans cette direction, même si les grandes banques centrales commencent à prendre conscience des limites du mode de pensée traditionnelle.