

Christian SAUTTER

## HUIT SIÈCLES DE FOLIE FINANCIÈRE

Jérôme Kerviel, ce jeune trader condamné à trois ans de prison et 4 milliards d'euros d'amende (!! ) n'est pas un Pierrot le fou égaré dans un monde sage et raisonnable. Le brûler, comme autrefois les alchimistes, ne rendra pas notre monde financier plus serein. Car c'est la finance elle-même qui est folle et cela depuis des lustres. C'est ce que démontrent avec minutie deux économistes américains, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, dans une somme plutôt compacte: « This time is different » (Princeton university press, 2009 ; vient d'être traduit en français). Leur livre est à la fois puissant et agaçant.

Puissant, parce qu'il s'appuie sur une analyse cyclopéenne des crises subies par 66 pays sur huit siècles. Tout est chiffré, calibré, décortiqué en 460 pages, où la statistique est plus abondante que l'art lyrique.

Agaçant, parce qu'ils défendent une thèse très simple : « Les pays, les institutions et les instruments financiers peuvent changer avec le temps, mais la nature humaine reste la même. » Tous ceux qui disent que la crise que nous traversons aujourd'hui, qu'ils appellent la « deuxième grande contraction », est différente de la dépression de 1929 à laquelle elle peut seule être comparée, se trompent : les mêmes causes produisent les mêmes effets.

Et pourtant, comment ne pas avoir envie que cela soit différent, pour que l'on n'ait pas à revivre le chômage durable, les sauve-qui-peut nationalistes, les tensions internationales, les spectres de la guerre ?

D'ailleurs, les banques centrales n'ont-elles pas mieux réagi cette fois-ci, à l'effondrement du système bancaire américain ? Reconnu par les auteurs comme le meilleur spécialiste de la crise de 1929, Ben Bernanke, le patron de la Fed américaine, a su, avec ses collègues d'Europe et du Japon, prévenir la panique des déposants. Seule la banque Northern Rock (Royaume-Uni) a vu de longues queues de clients venir demander leur argent en septembre 2007 et elle a été promptement nationalisée !

Nos deux érudits commencent par énoncer une évidence : la crise bancaire est banale, affreusement banale. La crise fait partie de la vie économique comme l'orage de la météo. Depuis 1800, le

Royaume-Uni en a connu 12, les Etats-Unis 13 et la France 15. Et les auteurs ne comptent que les tempêtes, pas les ondées.

Une crise bancaire survient quand l'euphorie s'emporte, que gonfle une bulle de crédit qui explose subitement, souvent pour des motifs fortuits. Ainsi, aux Etats-Unis, la même spéculation immobilière a précédé la Dépression et la Contraction : le crédit foncier s'est emballé dès 1925 pour la première, dès 2005 pour la seconde. Chacun a cru, les banquiers compris, que le prix des terrains monterait jusqu'au ciel. L'enchaînement des crises est simple. Les banquiers prêtent à tout va à long terme, alors que leurs ressources sont majoritairement composées de dépôts à vue. A un moment, les déposants perdent confiance et exigent de récupérer leurs sous. C'est la panique et la faillite, sauf si l'Etat intervient massivement en empruntant pour payer les pots cassés. En moyenne des crises bancaires, la dette publique a fait un bond de 86% dans les trois ans qui ont suivi la panique. Et ensuite, les banques rescapées sont devenues ultra prudentes dans leurs prêts aux entreprises, en particulier aux PME.

Deux circonstances viennent souvent aggraver la crise bancaire en lui donnant une dimension mondiale : l'innovation financière (les « subprimes » pour la Contraction récente) et la libéralisation, autrement dit le relâchement des contrôles publics. En 2008, comme en 1929, la crise dont l'épicentre se situe aux Etats-Unis, s'est diffusée à toute vitesse dans le monde entier.

Une fois la crise ouverte et le premier incendie éteint, quel est l'impact sur la croissance et le chômage ? Il est double et durable.

Il a toujours fallu du temps, beaucoup de temps, pour retrouver le niveau de production d'avant crise. Dix ans ont été nécessaires après la crise de 1929. Ce pessimisme lucide rend risibles les affirmations publiques, en France et ailleurs, selon lesquelles la reprise est assurée et la crise derrière nous. Lasaire (un bureau d'études sérieux), rappelle que la production manufacturière, qui avait plongé de 23% en Allemagne et de 16% en France entre la fin 2008 et la mi-2009, n'a remonté la pente que de 7% en Allemagne et de 3% en France entre l'été 2009 et le début 2010. Durant 2010, elle n'a pu combler tout le retard. En clair, l'industrie reste traumatisée par la « Contraction », en Allemagne comme en France, et ne devrait pas retrouver son niveau d'avant crise avant 2012 au mieux. Peut-on raccourcir ce délai de récupération ? Nous y reviendrons.

Non seulement il faut de la patience pour sortir du trou, mais l'histoire montre que les économies repartent ensuite sur une pente plus faible, tout simplement parce que le souvenir de la crise bancaire a rendu timorées aussi bien les entreprises qui investissent que les banques qui prêtent. En conséquence, le chômage, qui a bondi au plus vif de la crise, ne recule que lentement, très lentement. C'est un éternel débat, qui reprend, avec une acuité particulière, à la veille des élections américaines de novembre.

A ce problème du chômage chronique, vient se superposer celui de la dette publique des Etats. Comment s'en débarrasser et dans quel délai ?

Cette dette a été plombée par le sauvetage des banques, par les pertes de recettes dues à la chute de l'activité et à son redémarrage très lent, et enfin par les « paquets de relance », ces massives bouffées d'oxygène qui ont été injectées dans un corps malade. La cause la plus importante, à travers les crises, est l'insuffisance de croissance, qui réduit les impôts et les cotisations sociales. Les dix années qui ont été perdues après 1929 et les cinq années qui sont en voie de l'être après 2008 vont coûter très cher aux Etats.

Comment résorber une dette publique excessive ? L'étude du passé propose trois méthodes.

La première, de loin la plus fréquente au terme d'un examen exhaustif de la folie financière, est la répudiation de la dette publique extérieure (due aux étrangers). Depuis deux siècles, tous les pays, à l'exception de l'Ile Maurice, ont « fait défaut » au moins une fois. Il est clair que si l'euro et le FMI n'avaient pas existé, la Grèce, l'Irlande et l'Islande auraient suivi le modèle latino-américain des années 1980, en cessant les remboursements d'une dette extravagante.

La deuxième méthode, moins fréquente mais commune néanmoins, est de laminer la dette publique intérieure (due aux citoyens) par l'inflation. Cela veut dire payer un taux d'intérêt inférieur à la hausse des prix. Ce n'est pas une pratique exotique, puisque je me souviens qu'en France, en 1980, le taux d'inflation était de 14%, bien supérieur au livret A de la caisse d'Epargne. Mais il faut aujourd'hui une réelle imagination pour croire au retour d'une inflation galopante qui ruinerait discrètement les créanciers de l'Etat.

La troisième méthode, c'est la croissance. Les auteurs n'y croient vraiment pas du tout, car ils n'ont trouvé que très peu de cas de dette massive remboursée par un bonus de croissance rapide.

Et pourtant, pourquoi ne pas vouloir que « cette fois-ci, ce soit différent », selon le titre ironique du docte livre des deux Cassandres ?

L'Europe est née pour mettre un terme à des siècles de guerre civile européenne entre l'Angleterre, la France, l'Autriche, la Prusse et la Russie ! Ne peut-elle reprendre du service pour écourter la période de sous-emploi et lancer une autre croissance qui permettrait d'embaucher les jeunes et de rembourser progressivement les dettes publiques ?

Cette nouvelle politique économique fédérale comprendrait :

- \* une juste parité de l'euro, pour éviter que, comme en 1933, l'Europe ne soit plombée par la chute du dollar (et l'inertie du yuan) ;

- \* un vrai budget européen, alimenté par une taxe sur les opérations financières (et une taxe sur les carburants !), pour créer des centaines de milliers d'emplois-jeunes, financer les économies d'énergie et les énergies renouvelables, déployer des infrastructures est-ouest et nord-sud.

Que la faiblesse d'une Europe désunie ne donne pas raison à ces deux savants de mauvais augure !

Christian Sautter

6 octobre 2010